



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Matematica Finanziaria

**Benjamin Graham, il value investing e il metodo di
selezione dei titoli con annesso software Python**

Relatore:

Prof. Emerito Gennaro Olivieri

Candidato:

Nicola Sassano

235521

Anno accademico 2020-2021

a papà, mamma, Ale e Raffaella

“ Coraggio non significa avere la forza di andare avanti, ma andare avanti anche quando manca la forza”.

Theodore Roosevelt

Indice

1 Benjamin Graham e il “value investing”: cenni generali e ambiti di applicazione

- 1.1 Cenni storici**
- 1.2 Definizioni**
- 1.3 Investitore e Speculatore**
- 1.4 Investitore e Inflazione**

2 La strategia generale di portafoglio

- 2.1 L’investitore difensivo**
- 2.2 L’investitore intraprendente**
- 2.3 La selezione dei titoli per l’investitore difensivo**
- 2.4 La selezione dei titoli per l’investitore intraprendente**

3 Applicazioni pratiche del “value investing”

- 3.1 Quattro case study di aziende quotate**
- 3.2 The “Magic Formula” di Joel Greenblatt**
- 3.3 Il metodo del “Dollar Cost Averaging”**
- 3.4 Benjamin Graham, John Boogle e i fondi indicizzati**

4 Software Python (FTNA)

4.1 Funzionalità e creazione del software

4.2 Spiegazione dettagliata del metodo di codifica del software

Conclusioni

Bibliografia e Sitografia

Introduzione

Il “value investing” rappresenta una delle strategie di investimento a lungo termine più utilizzate da qualsiasi operatore di borsa. Nel corso degli anni, infatti, ha permesso a coloro che l’hanno compresa di generare rendimenti annui molto alti, ma soprattutto ha dimostrato di essere una valida strategia contro le fluttuazioni di mercato, avendo fornito una solidità finanziaria nei periodi di forte recessione. Lo scopo dell’elaborato è quello di presentare prima teoricamente e poi praticamente il metodo di analisi e di selezione dei titoli della filosofia ideata da Benjamin Graham sia per l’investitore difensivo, caratterizzato da una maggiore avversione al rischio e da una minore dedizione alla creazione e al mantenimento del portafoglio stesso, che per l’investitore intraprendente, caratterizzato da una gestione attiva del portafoglio, che si può tradurre in una maggiore propensione al rischio, potendo seguire attivamente le variazioni dei titoli presenti nel portafoglio da lui stesso composto. Verrà posta particolare attenzione al mercato azionario, attraverso la comparazione di aziende e la presentazione di case study creati “ad hoc”. Il periodo storico di riferimento è molto vario, e parte dal 1919 fino ad arrivare ai nostri giorni. Infatti, il “value investing” ha dimostrato la sua validità e applicabilità a qualsiasi contesto storico, riuscendo ancora oggi ad essere un “MUST” per grandi gestori di fondi come Joel Greeblatt, Warren Buffet e John Bogle, di cui parleremo approfonditamente nel corso della trattazione. Per facilitare il lavoro di selezione dei titoli nel mercato azionario, al termine della trattazione, verrà inserito e presentato un software codificato su Python che sulla base dei parametri imposti e dedotti da Graham e dai suoi successori, andrà a creare una classifica che permetterà all’utente del software di individuare le migliori azioni tra quelle oggetto di analisi.

Capitolo 1

Benjamin Graham e il “value investing”: cenni generali e ambiti di applicazione

In questo capitolo viene presentato attraverso un breve “excursus” Benjamin Graham, il contesto storico-politico nel quale egli ha formulato le sue teorie, ma soprattutto la differenza sostanziale che intercorre tra un investitore e uno speculatore.

1.1 Benjamin Graham , cenni generali

Benjamin Graham è stato un economista, professore universitario e imprenditore statunitense. Graham è considerato il primo economista ad aver sviluppato la teoria del value investing, un approccio agli investimenti che ha iniziato a insegnare alla Columbia Business School nel 1928 e in seguito raffinata con David Dodd nelle varie edizioni del libro *Security Analysis*. Nacque a Londra nel 1894 con il nome di Benjamin Grossbau da genitori ebrei, i quali emigrarono negli Stati Uniti quando lui aveva solo un anno, stabilendosi a New York. Essendo uno studente brillante entrò alla Columbia University dove all'età di 20 anni conseguì una laurea in scienze. Nonostante la sua formazione fosse lontana dal mondo degli affari, egli cominciò a lavorare a Wall Street come “messenger” per la società di brokeraggio Newburger, Henderson e Loeb. Scalando rapidamente la gerarchia aziendale, nel 1920 egli divenne infine socio dello studio e all'età di 32 anni, Graham fondò insieme a Jerome Newman la Graham-Newman Partnership, la società d'investimento che circa 30 anni più tardi avrebbe assunto Warren Buffett. Grazie all'adozione di strategie radicali, la società non solo salvaguardò il capitale dei clienti, ma consentì loro di avere un ritorno del 670% nei successivi 10 anni, registrando una performance superiore del 40% rispetto ai principali fondi comuni d'investimento dell'epoca. Nel 1928 entrò a far parte della Columbia Business School come membro della facoltà, carica che mantenne fino al 1955. Nel 1929, dopo il crollo della borsa di Wall Street, la società riuscì a rimanere a galla, recuperando parte dei propri asset; da allora fino al 1956 la società non subì alcuna perdita, godendo anzi di un rendimento medio annuo del 17%. Nel 1930, insieme a David Dodd, all'epoca anch'egli docente alla Columbia University iniziò a lavorare alla stesura di quello che sarebbe diventato il trattato esemplare sull'approccio prudente all'investimento, vale a dire “*Security Analysis*”, uscito quattro anni dopo, nel 1934. Si trattava del primo libro in assoluto ad affrontare sistematicamente lo studio degli investimenti, tant'è che in un'edizione del *New York Times* di quell'anno Louis Rich definì il

saggio come “il frutto pieno, maturo, scrupoloso e assolutamente meritorio di analisi scientifica e sagacia empirica”. Nel 1949 Graham pubblicò “The Intelligent Investor, da molti considerato il libro di riferimento per chi applica le teorie del value investing e dal quale la stessi tesi trae spunto. Warren Buffett lo avrebbe in seguito definito “il miglior libro sugli investimenti mai scritto”. Nel 1956 sciolse la società e insegnò per un breve periodo alla University of California, Los Angeles, per poi trasferirsi in seguito in Francia per raggiungere la sua seconda moglie Marie Louise. Qui trascorse i suoi ultimi anni di vita. Il 21 settembre 1976 Graham morì a Aix-en-Provence all’età di 82 anni. Chi era, dunque, Benjamin Graham e perché dovrete prestargli attenzione?

“Graham era non solo uno dei migliori investitori mai vissuti, ma anche la massima autorità di tutti i tempi sugli aspetti pratici degli investimenti. Prima di Graham i gestori di fondi si comportavano come una gilda medievale, guidata principalmente dalla superstizione, dalla congettura e da rituali arcani. Graham arrivò a formulare le sue teorie per esperienza personale, subendo le perdite economiche in prima persona e studiando per decenni la storia e la psicologia dei mercati.”(prefazione The Intelligent Investor di Jason Zweig, quarta edizione).

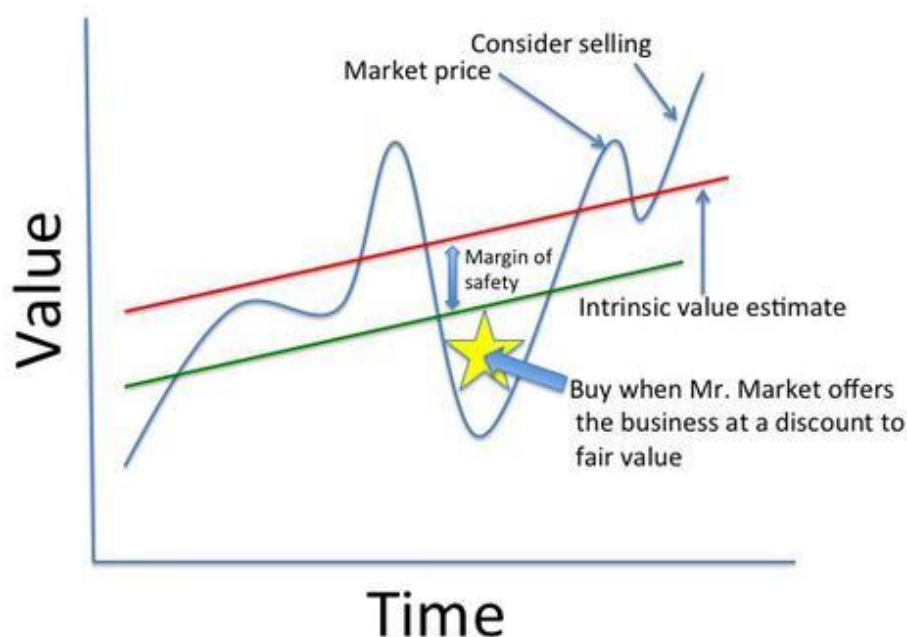
1.2. Il “value investing”: principi e ambiti di applicazione

Il “value investing” è una tecnica d’investimento che deriva dalle idee su investimento e speculazione che Benjamin Graham e David Dodd iniziarono ad insegnare, ed è proprio su questa netta differenza che ci soffermeremo nel paragrafo successivo. Graham esortava gli investitori del mercato azionario a fare una fondamentale distinzione tra investimento e speculazione e a tale scopo, in Security Analysis, egli afferma che “un’operazione di investimento è quella che, attraverso un’analisi approfondita, promette la sicurezza del capitale e un rendimento adeguato. Tutte le operazioni che non soddisfano tali requisiti sono speculative”. Graham affermava che il proprietario di titoli azionari dovrebbe vedere tali titoli anzitutto come quota di proprietà di una società. Tenendo in mente tale prospettiva, l’azionista non dovrebbe focalizzarsi troppo sulle fluttuazioni irregolari dei prezzi delle azioni, dal momento che nel breve termine il mercato si comporta come una macchina per il voto, ma nel lungo termine esso agisce come una bilancia(cioè nel lungo periodo il prezzo delle azioni rifletterà il loro vero valore). Graham distingueva, inoltre, tra investitore attivo e investitore passivo. L’investitore attivo, detto anche investitore intraprendente, è un investitore che ha più

tempo, più interesse ed ha una conoscenza più avanzata nel ricercare acquisti eccezionali nel mercato. In particolare, a questa prima categoria di investitori Graham suggerisce di analizzare attentamente il bilancio delle società. L'investitore passivo, detto anche investitore difensivo, invece, investe con prudenza, cerca azioni di valore e compra con un'ottica di lungo termine. Secondo Graham l'investitore intelligente è colui che si comporta come un uomo d'affari. In altre parole, l'investitore azionario non ha né torto né ragione perché gli altri concordano o sono in disaccordo con lui, bensì egli ha ragione perché sono i suoi fatti e le sue analisi a dargli ragione. L'allegoria preferita di Graham è quella di Mr. Market. Di seguito riportiamo l'esempio citando la lettera di Warren Buffet agli azionisti di Berkshire Hathaway nel 1987: "Immaginiamo che i prezzi di mercato provengano da un tipo molto accomodante, di nome mr. Market, che si trova ad essere il vostro socio in un'attività non quotata. Giorno dopo giorno, senza mai venir meno alla sua abitudine, mr. Market si presenta da voi fissando un prezzo a cui è disposto a rilevare la vostra quota oppure a vendervi la sua. Anche se l'affare di cui voi due siete proprietari potrà avere caratteristiche economiche stabili, le quotazioni di mr. Market stabili non lo saranno affatto. Triste a dirsi, infatti, il vostro povero socio soffre di incurabili problemi psicologici. A volte si sente euforico e riesce a vedere solo i fattori favorevoli che influenzano la vostra attività. Quando è in quello stato, il prezzo che offre è molto alto perché teme che voi gli strapperete la sua quota, derubandolo di guadagni imminenti. Altre volte è depresso e guardando nel futuro riesce a vedere solo guai per il vostro affare e per il mondo. In questi momenti fisserà dei prezzi molto bassi, terrorizzato dall'idea che voi siate sul punto di rifilargli la vostra quota. Mr. Market ha un'altra gradevole caratteristica: non se la prende se viene ignorato. Se la sua quotazione di oggi non è di vostro interesse, domani ve ne proporrà comunque una nuova. Ogni transazione è a vostra discrezione. Ed è chiaro che, a queste condizioni, quanto più il suo comportamento è maniaco-depressivo, tanto meglio è per voi." In sostanza l'investitore dovrebbe trarre profitto dalla follia del mercato piuttosto che prendervi parte. L'investitore ottiene risultati migliori concentrandosi sulle vere performance delle sue società e sui dividendi ricevuti, piuttosto che sul comportamento spesso irrazionale di Mr Market. Sebbene il "value investing" abbia preso varie forme esso si basa fondamentalmente sull'acquisto di titoli al di sotto del loro valore intrinseco. Quando una società è disponibile sul mercato ad un prezzo inferiore al suo

valore intrinseco, c'è uno sconto che Graham definisce “margine di sicurezza”, il che rende la società adatta per l'investimento. Usando il margine di sicurezza, si dovrebbe acquistare un'azione quando il suo valore intrinseco è superiore al prezzo di mercato. Questa è l'idea centrale della filosofia del value investing che sposa la conservazione del capitale. Benjamin Graham suggeriva di guardare le società non popolari o trascurate con bassi rapporti prezzo/utili e prezzo/valore contabile. Si dovrebbe inoltre analizzare il bilancio d'esercizio e le note per comprendere se le società abbiano degli asset nascosti (per esempio investimenti in altre società) che sono potenzialmente inosservati dal mercato. Il margine di sicurezza protegge l'investitore sia da decisioni inefficaci, sia dai ribassi del mercato. Poiché il fair value è difficile da calcolare con precisione, il margine di sicurezza dà per l'appunto all'investitore un margine per investire. Il margine di sicurezza è comunemente interpretato come la differenza positiva tra il valore intrinseco e il prezzo di mercato pagato per un'azione: in altre parole, se il prezzo di mercato è più basso del valore intrinseco, allora esiste un margine di sicurezza per l'investimento. Per i titoli di alta qualità, i value investors di solito vogliono pagare il 90% del valore intrinseco, mentre le azioni a carattere più speculativo dovrebbero essere acquistate con uno sconto del 50% sul valore intrinseco. Di seguito riportiamo la rappresentazione grafica del concetto di “value investing” e dunque di margine di sicurezza.

What is Value Investing?



1.3. Investitore e Speculatore

La più importante distinzione che bisogna fare per comprendere il value investing è quella tra l'investimento e la speculazione. La definizione proposta da Graham è quella sopra citata: “ Un'operazione di investimento è un'attività che, dopo un'analisi approfondita, promette la sicurezza del capitale e un rendimento adeguato”. Speculando invece di investire, si abbassano le probabilità di costruire ricchezza e aumentano quelle di qualcun altro (in questo caso i broker che guadagnano indipendentemente dal fatto che noi otteniamo un profitto oppure subiamo una perdita, poiché il loro guadagno è racchiuso esclusivamente nei costi di intermediazione, detti anche commissioni).

Secondo Graham gli investimenti sono caratterizzati da tre elementi principali:

- 1) analisi approfondita di un'azienda e la solidità del suo giro d'affari prima di comprare le sue azioni.
- 2) Tutela contro le perdite più ingenti
- 3) È bene aspirare a prestazioni “adeguate” e non straordinarie.

Un investitore, quindi, calcola il valore di un titolo sulla base del valore delle sue attività. Uno speculatore scommette che un titolo salirà di prezzo perché qualcun altro pagherà ancora di più per averlo. Come diceva Graham, gli investitori giudicano “il prezzo di mercato in base a standard consolidati di valore”, mentre gli speculatori “basano i loro standard di valore sul prezzo di mercato”(da Security Analysis ed 1934 pag310). Per quanto riguarda la speculazione Graham elencò alcune delle tecniche più in voga in quegli anni e che paradossalmente ancora oggi sono in voga e continuano a deturpare i portafogli dei poveri consumatori, ignari di ciò che reamente stanno facendo e dunque di ciò che realmente stanno acquistando o vendendo. Tra questi non possono mancare quelli che Graham definisce “videogame finanziari”. Nel 1999 almeno 6 milioni di persone facevano trading online e circa un decimo di costoro operava nel “day trading”, usando internet per comprare e vendere titoli alla velocità della luce. Le azioni si separarono completamente dalle aziende che le emettevano: divennero astrazioni pure, nient’altro che puntini luminosi sullo schermo di un televisore o computer. Negli ultimi dieci anni circa è stata promossa una formula speculativa dopo l’altra, e tutte hanno finito per essere abbandonate. Tra queste possiamo citare ancora :

Effetto gennaio: ovvero la tendenza dei titoli piccoli a guadagnare molto intorno Capodanno. Semplicemente nell’ultima parte dell’anno molti investitori vendono i titoli peggiori in loro possesso per avere la possibilità di dichiarare perdite e pagare meno tasse. In secondo luogo, i gestori finanziari professionisti diventano più cauti verso fine anno, perché vogliono preservare la sovra performance(o minimizzare la sottoperformance. Quindi sono restii a comprare(o anche a conservare) un titolo in calo. Tutti questi fattori trasformano piccoli titoli in affari momentanei; quando le vendite a fini fiscali cessano a gennaio, solitamente si riprendono producendo una crescita rapida e robusta(questa variazione di prezzo può essere giustificata graficamente dalla legge della domanda e dell’offerta. Poiché ci troviamo in caso in cui vi è un eccesso di offerta, poiché vengono venduti titoli, per ritornare all’equilibrio tanto agognato da Adam Smith, è necessario un abbassamento dei prezzi. Viceversa un eccesso di domanda provocherà un innalzamento dei prezzi). Secondo Plexus Group, la massima autorità sulle spese di intermediazione, il costo totale di acquisto e vendita di titoli così piccoli può ammontare all’8% dell’investimento, dunque i rendimenti ottenuti grazie all’effetto gennaio saranno assorbiti dai costi del broker.

Dare retta ai “Foolish Four” : si intendono tutte quelle società che promuovono tecniche standardizzate per l’acquisto e la vendita di titoli, promettendo rendimenti superiori a quello di mercato. Nel caso specifico facciamo riferimento ad una strategia promossa da Motley Fool , il quale esortava i lettori a seguire 4 semplici punti per la selezione di titoli, ripetere questo procedimento all’”infinito” ed ottenere così risultati superiore a qualsiasi fondo d’investimento.

Nel bene e nel male, l’istinto dell’azzardo fa parte della natura umana, dunque sarebbe inutile tentare di sopprimerlo. Tuttavia è necessario essere consapevoli della distinzione che intercorre tra un’operazione di investimento ed un’operazione speculativa, ma soprattutto occorre limitare le somme che si vogliono allocare a fini speculativi, per tenere a freno l’istinto. Graham consiglia di destinare non più del 10% del capitale disponibile ai “colpi di testa” finanziari.

1.4. Investitore e inflazione

L’inflazione, e la lotta contro di essa, è un tema che negli ultimi anni è rimasto al centro del dibattito pubblico. E chiaro che chi ha un reddito fisso in euro soffre all’aumentare del costo della vita, e lo stesso vale per chi ha un capitale fisso in euro. Chi invece detiene titoli azionari ha la possibilità che una perdita di potere di acquisto del dollaro sia compensata da un aumento dei dividendi e dei prezzi delle azioni. Al contrario i rendimenti delle obbligazioni risentono negativamente di un aumento dell’inflazione, proprio come risentono negativamente di un aumento dei tassi d’interesse. Le obbligazioni, quindi, non rappresentano una valida difesa contro l’inflazione. Facciamo un breve excursus per comprendere la motivazione di ciò. Premettiamo che ovviamente se ci troviamo dal lato del debitore, e quindi in questo caso l’emittente dell’obbligazione, non possiamo che beneficiare da un aumento dell’inflazione poiché il tasso reale pagato, e quindi il costo reale del finanziamento è inferiore poiché l’inflazione erode il tasso reale. Ciò può essere dimostrato utilizzando l’equazione dell’effetto Fisher. Infatti:

$$(1 + i) = (1 + r) (1 + \pi) \text{ da cui } (1 + r) = (1 + i) / (1 + \pi)$$

Assumendo r come tasso d'interesse reale, i come tasso d'interesse nominale e π rappresenta l'inflazione.

Le tipologie di obbligazioni sono molteplici, ma la distinzione principale è la presenza di cedole, e quindi somme intermedie che possono essere reinvestite, ad esempio i classici BTP (buoni del tesoro poliennali), oppure titoli zero coupon bond (ad esempio i BOT) che non staccano cedola. Questi ultimi risentono poco della variazione dei tassi d'interesse e anche dell'inflazione poiché di solito sono di durata semestrale oppure annuale, non caso la duration (detta anche "epoca ottima di smobilizzo") corrisponde esattamente alla durata finanziaria del titolo, quindi conviene detenerli fino a scadenza. Per questo motivo escludiamo dall'analisi questo tipo di titoli e concentriamoci esclusivamente su quelli con cedole. La distinzione più comune è la presenza di tassi fissi oppure tassi variabili. La differenza tra titoli obbligazionari a reddito fisso e a tasso variabile è evidente: i primi si risolvono con una cedola sempre fissa, che rimane uguale dalla nascita del titolo fino al suo esaurimento, e si realizza con il rimborso del capitale a scadenza. I secondi, invece, vengono liquidati attraverso cedole che variano di valore durante la loro vita. Questa variabilità è legata a diversi elementi: tasso dei BOT, tasso EURIBOR, tasso di inflazione, ecc. Se risulta abbastanza semplice riassumere qual è la differenza tra le due tipologie di titolo obbligazionario, lo è molto meno effettuare una scelta. Infatti, rispondono in maniera molto diversa, quasi opposta, agli eventi macroeconomici che influiscono sui mercati. Infatti, le obbligazioni vengono influenzate principalmente da due elementi: l'andamento dei tassi e quello dell'inflazione. I titoli a reddito fisso, per esempio, soffrono molto dell'aumento dei tassi poiché il loro rendimento non mantiene la stessa competitività sul mercato. Di conseguenza, il prezzo dell'obbligazione scende in modo che il rendimento torni in linea con i nuovi tassi. Un investitore in titoli obbligazionari a reddito fisso dovrà, quindi, essere bravo a predire la fluttuazione dei tassi. Così potrà guadagnare se i tassi scendono e evitare di perdere in caso di aumento dei tassi. Come dicevamo prima, le obbligazioni a tasso variabile si comportano invece in maniera opposta: in caso di fluttuazione dei tassi, il valore delle loro cedole si adeguerà progressivamente ad essi: quando i tassi aumentano, le cedole salgono, mentre si riducono quando i tassi scendono. Questo discorso si applica solamente alle cedole: il prezzo dei titoli rimarrà pressoché invariato. Il legame che lega titoli obbligazionari e inflazione è pressoché lo stesso. Un aumento dell'inflazione causerà una diminuzione del prezzo delle obbligazioni a reddito fisso, perché il tasso delle cedole non riuscirà più a coprire l'investitore dell'aumento del potere d'acquisto. Invece, il rapporto che lega i titoli a tasso variabile con l'inflazione dipende dal parametro a cui sono legati i rendimenti: i titoli inflation-linked, cioè con cedole legate all'inflazione, vedranno un adeguarsi delle cedole all'aumento dell'inflazione e un aumento dei guadagni per l'investitore (il contrario in caso di diminuzione dell'inflazione). I titoli con cedola legata ad un diverso parametro possono reagire in maniera diversa, a seconda delle loro caratteristiche intrinseche. Questi elementi e queste differenze vanno attentamente considerate quando si scelgono i titoli obbligazionari in cui investire. A seconda dello scenario macroeconomico, è meglio far ricadere la preferenza su una tipologia o sull'altra. Per

approfondire la questione, mostriamo aritmeticamente l'effetto che hanno i tassi d'interesse sulle obbligazioni. Il prezzo di un'obbligazione è uguale a:

$$P = \sum c_t / (1+i_t)^t + (C_T + VN) / (1+i_T)^T$$

Con c_t che rappresenta la cedola e i_T il tasso d'interesse di mercato. Possiamo vedere come un aumento dei tassi provoca una diminuzione del prezzo delle obbligazioni, e agendo l'inflazione direttamente sul tasso d'interesse nominale, facendolo aumentare, indirettamente provoca una diminuzione del prezzo delle obbligazioni andando a generare un possibile "capital loss", ovvero perdita in conto capitale.

Questo excursus ha lo scopo di dimostrare semplicemente che le obbligazioni rappresentano uno strumento molto più sensibile all'inflazione rispetto alle azioni. Ciò, però, non significa che queste ultime siano preferibili alle obbligazioni, anzi come vedremo in seguito le obbligazioni hanno dimostrato di essere un valido strumento contro le fluttuazioni di mercato e di garantire la sicurezza del capitale molto più delle azioni, anche se con rendimenti mediamente inferiori.

Capitolo 2

Le strategie generali di portafoglio

Il presente capitolo ha l'obiettivo di presentare, facendo riferimento al mercato finanziario americano, ponendo particolare attenzione alla situazione presente nel 1972, la strategia di investimento che dovrebbero utilizzare le due tipologie di investitori individuate da Graham. Come vedremo in seguito, l'economista, a seconda del tempo disponibile e della propensione al rischio ha distinto l'investitore in due macro categorie, attribuendo a ciascun gruppo la miglior strategia di investimento.

2.1. L'investitore difensivo

Gli attributi fondamentali di un portafoglio di investimento sono generalmente determinate dalla posizione e dalle caratteristiche del proprietario o dei proprietari. L'esempio estremo di investitore difensivo sono le casse di risparmio, le compagnie di assicurazione sulla vita e i cosiddetti legal trust funds. Una generazione fa, i loro investimenti erano limitati per legge alle obbligazioni high-grade e, in alcuni casi, alle azioni privilegiate high-grade. Oggi questa limitazione, dopo la crisi del 2008 che ha avuto effetti devastanti sui piccoli risparmiatori, è ancora presente in Italia, soprattutto se facciamo riferimento ad i fondi pensionistici. All'altro estremo si colloca il businessman agiato ed esperto, che includerà nel suo listino ogni genere di azione e obbligazione purché lo consideri un investimento attraente. Da qui deriva l'idea

generale che il tasso di rendimento cui l'investitore deve puntare sia più o meno proporzionale al livello di rischio che è disposto a correre. Graham è di un'altra opinione. Il tasso di rendimento al quale puntare dovrebbe dipendere dalla quantità di sforzo intelligente che l'investitore è disposto a - è capace di - profondere per raggiungere il suo obiettivo. Il rendimento minimo andrà al nostro investitore passivo, che vuole sicurezza e libertà da preoccupazioni. Il rendimento massimo spetterebbe all'investitore attento e intraprendente, quello che secondo Graham esercita la massima intelligenza e capacità. A causa delle incertezze sul futuro, l'investitore non può permettersi di mettere tutti i suoi fondi in un solo paniere: né nel paniere delle obbligazioni, nonostante i rendimenti eccezionalmente alti che hanno avuto di recente e la maggiore garanzia di ritorno di capitale rispetto alle azioni; né nel paniere azionario, nonostante la prospettiva di un proseguimento dell'inflazione. La strategia di portafoglio generale che consiglia Graham è quella di non detenere mai meno del 25% o più del 75% dei fondi in azioni ordinarie, e di conseguenza detenere tra il 75% e il 25% dei fondi del portafoglio in obbligazioni. Nello specifico la componente azionaria aumenta per investitori disposti a correre un alto grado di rischio, mentre un investitore estremamente difensivo avrà un portafoglio composto al 75% da obbligazioni. La composizione ideale per l'investitore passivo sarebbe 50-50 in maniera tale da permettere alla componente azionaria e obbligazionaria di bilanciarsi perfettamente in caso di situazioni di forte depressione. Tradizionalmente, il motivo più valido per aumentare la percentuale azionaria sarebbe la comparsa di livelli di "bargain price" (prezzo di occasione) in un bear market prolungato. Al contrario, la procedura più corretta consisterebbe nel ridurre la componente azionaria al di sotto del 50% quando, a giudizio dell'investitore, il livello del mercato è pericolosamente alto. In riferimento al mercato americano, vediamo innanzitutto quale tipologia di titolo obbligazionario Graham consiglia di acquistare. La prima scelta da compiere è se acquistare obbligazioni tassabili (obbligazioni societarie) oppure tax-free (obbligazioni statali), e se investire a breve o lungo termine. La decisione sul piano fiscale dovrebbe essere principalmente una questione aritmetica, cioè basarsi sulla differenza di rendimento rispetto alla fascia di reddito dell'investitore. Ad esempio, immaginiamo di trovarci in una situazione nella quale il rendimento è del 7,5% su obbligazioni societarie "Aa" (high-grade) e del 5,3% su emissioni esentasse di alta qualità. La differenza tra i due rendimenti è di circa il 30%, dunque, se l'investitore rientra in uno scaglione fiscale con aliquota superiore al 30%, avrebbe un guadagno al netto delle tasse scegliendo obbligazioni tax free (in America questa categoria di titoli è rappresentata da emissioni municipali); sarebbe il contrario in caso di aliquota inferiore al 30%. Come dimostrato in precedenza obbligazioni e tassi d'interesse si trovano sui piatti opposti di una bilancia. Se salgono i tassi d'interesse, scendono i prezzi delle obbligazioni; ma un'obbligazione a breve termine perde molto meno di una a lungo termine (si ricordi la formula di Gordon citata nel capitolo precedente). D'altro canto, se calano i tassi d'interesse aumentano i prezzi delle obbligazioni e un'obbligazione a lungo termine renderà più di una a breve termine. Dato che le obbligazioni sono generalmente vendute in lotti da 10.000 euro e serve un minimo di 10 obbligazioni per coprirsi dal rischio che una di esse crolli, comprare singole obbligazioni non ha senso se non si hanno almeno 100.000 euro da investire. Graham consiglia all'investitore difensivo di investire in

fondi obbligazioni che permettono di diversificare in modo facile ed economico, oltre ad offrire la comodità di un reddito mensile che può essere reinvestito subito nel fondo ai tassi attuali senza pagare una commissione. Facendo riferimento al mercato americano andiamo a fare un breve elenco di alcuni dei titoli obbligazionari consigliati da Graham:

- 1) **Saving bonds statunitensi, serie E e serie H** : maturano interessi ogni sei mesi come le altre obbligazioni. Il tasso è del 4,29% il primo anno e poi un 5,10% fisso gli altri nove anni fino alla scadenza. Gli interessi delle obbligazioni di serie E non vengono versati all'investitore ma si accumulano attraverso un aumento del valore di riscatto. Non ci sono altri investimenti che uniscano la certezza assoluta dei pagamenti sul capitale e gli interessi, il diritto alla restituzione dell'intera somma in qualsiasi momento e la garanzia di un tasso d'interesse di almeno il 5 per cento per almeno dieci anni.
- 2) **altre obbligazioni statunitensi**: sono tutte assolutamente sicure per quanto riguarda il versamento degli interessi e del capitale. Sono soggette alle imposte federali sul reddito ma non a quelle statali. In media le emissioni a lungo termine mostrano un rendimento del 6,09% annuo, quelle intermedie (da tre a cinque anni) fruttano un 6,35% e quelle a breve il 6,03%.
- 3) **Obbligazioni high-yield**: sono le obbligazioni societarie che posseggono un alto rating creditizio. Graham sconsiglia all'investitore difensivo di puntare su questo tipo di obbligazioni perché spesso si sono rivelate pericolose, però alcune volte sacrificando la qualità, un investitore può ottenere un rendimento più alto dalle sue obbligazioni.
- 4) **Treasury bill (titoli del tesoro)**: sono obbligazioni del governo e quindi non presentano alcun rischio di credito. Sono caratterizzati da scadenze molto brevi e rendimenti bassi. Di solito vengono selezionati esclusivamente come sostituto del denaro contante, certificati di deposito e conti money-market.

Presentiamo di seguito una tabella dettagliata con le caratteristiche delle varie obbligazioni:

| Tipo | Scadenza | Acquisto minimo | Rischio di default | Rischio in caso di aumento tassi d'interesse | Facilità di vendita prima della scadenza | Esenzione da quasi tutte le imposte statali sul reddito? | Esenzione dalle imposte federali sul reddito? | Benchmark | Rendimento al 31/12/2002 |
|----------------------------------|----------------------|--------------------------|---|--|--|--|---|--|--------------------------|
| Treasury bill | Meno di un anno | 1000 \$ (D) | Estremamente basso | Molto basso | Alta | S | N | 90 giorni | 1,2 |
| Treasury note | Tra uno e 10 anni | 1000 \$(D) | Estremamente basso | Moderato | Alta | S | N | 5 anni 10 anni | 2,7 3,8 |
| Treasury bond | Più di 10 anni | 1000 \$(D) | Estremamente basso | Alto | Alta | S | N | 30 anni | 4,8 |
| Savings bonds | Fino a 30 anni | 25 \$(D) | Estremamente basso | Molto basso | Bassa | S | N | Serie EE comprata dopo maggio 1995 | 4,2 |
| Certificati di deposito | Da un mese a 5 anni | Di solito 500 \$ | Molto basso; assicurati fino a 100.000 \$ | Basso | Bassa | N | N | 1 anno media nazionale | 1,5 |
| Fondi money-market | Massimo 397 giorni | Di solito 2500 \$ | Molto basso | Basso | Alta | N | N | Media money market tassabili | 0,8 |
| Debito ipotecario | Da 1 a 30 anni | 2-300 \$(F) | Generalmente moderato ma può essere alto | Da moderato a alto | Da moderata a bassa | N | N | Lehman Brothers Indice MBS | 4,6 |
| Obbligazioni municipali | Da 1 a 30 anni o più | 5000 \$(D); 2-3000 \$(F) | Generalmente moderato ma può essere alto | Da moderato a alto | Da moderata a bassa | N | Y | Media nazionale fondi comuni lungo termine | 4,3 |
| Azioni privilegiate | Indefinita | Nessuno | Alto | Alto | Da moderata a bassa | N | N | Nessuno | Molto variabile |
| Obbligazioni high-yield (-junk-) | Da 7 a 20 anni | 2-3000 \$(F) | Alto | Moderato | Bassa | N | N | Merrill Lynch High Yield Index | 11,9 |
| Debito dei mercati emergenti | Fino a 30 anni | 2-3000 \$(F) | Alto | Moderato | Bassa | N | N | Media fondi obblig. Mercati emergenti | 8,8 |

Fonte: "The Intelligent Investor" capitolo 8

Prima di approfondire la strategia da seguire per le azioni ordinarie, facciamo un breve chiarimento sulle **azioni privilegiate**. Investire in azioni privilegiate è altamente sconsigliato da Graham per due valide ragioni. La prima è che sono meno sicure delle obbligazioni, perché godono solo di un credito secondario sugli asset dell'azienda in caso di fallimento e perché offrono un minore potenziale di profitto rispetto alle azioni ordinarie, dato che solitamente le aziende esercitano una call option sulle loro azioni

privilegiate quando i tassi d'interesse scendono o quando il loro rating creditizio migliora. Per quanto riguarda le **azioni ordinarie** anche l'investitore più difensivo dovrebbe capire che un'aggiunta selettiva di azioni a un portafoglio composto interamente o quasi da obbligazioni può aumentare il rendimento e quindi incrementare il potenziale guadagno. La prima causa, come anticipato in precedenza, è che questi titoli nel corso degli anni hanno offerto un notevole grado di protezione contro l'erosione della moneta causata dall'inflazione, mentre le obbligazioni non avevano offerto alcuna tutela. Inoltre le azioni ordinarie hanno avuto un maggiore rendimento medio nel corso degli anni, dovuto sia a un reddito medio da dividendi che superava il rendimento delle buone obbligazioni, sia dalla tendenza all'aumento del valore di mercato nel corso degli anni come conseguenza del reinvestimento dei profitti non distribuiti (tecnicamente prende il nome di "capital gain"). Da sempre Graham ammonisce che questi vantaggi rischiano di andare persi se l'azionista paga un prezzo troppo alto per le sue azioni. La selezione per il portafoglio dell'investitore difensivo dovrebbe essere un'operazione relativamente semplice. Ecco i quattro punti principali:

- 1) Deve esserci una diversificazione adeguata ma non eccessiva (minimo 10 massimo 30 azioni).
- 2) Un'azienda deve essere "grande, rinomata e finanziata con prudenza". Con questi attributi Graham intende un'azienda che abbia una lunga storia di dividendi pagati con continuità (almeno 1° anni), un'azienda con azioni ordinarie (al valore contabile) che rappresentano almeno la metà della capitalizzazione totale, inclusi tutti i debiti con le banche (ciò sottolinea una grande partecipazione degli azionisti nella fornitura di finanziamenti per l'azienda e una forte solidità finanziaria). Ultima caratteristica, deve occupare una posizione di leadership all'interno del settore, per questo molto spesso questa tipologia di azioni ordinarie viene definita "primaria".
- 3) L'investitore deve porre un limite al prezzo che è disposto a pagare per un'azione in relazione ai suoi utili medi negli ultimi sette anni circa. Sugeriamo di fissare questo limite a 25 volte gli utili medi, e non più di 20 volte quello degli ultimi dodici mesi. Tuttavia, questa restrizione eliminerebbe dal portafoglio quasi tutte le aziende più forti e popolari, ma come vedremo in seguito Graham preferisce lasciare le "growth stock" al portafoglio dell'investitore intraprendente, poiché alcune volte hanno dimostrato di possedere un'alta rischiosità (Graham fa riferimento in particolar modo al caso IBM nel 1961/62).

2.2. L'investitore intraprendente

L'investitore "aggressivo" deve partire dalla stessa base dell'investitore difensivo, ovvero dividere il suo capitale tra obbligazioni high-grade e azioni ordinarie high-grade acquistate a **prezzi ragionevoli**. Naturalmente non è semplice affrontare un questo argomento, poiché non esiste una sola tipologia di investitore intraprendente, essendo ognuno di questi disposto a rischiare in maniera differente. La selezione, infatti, deve dipendere non soltanto dalla competenza del singolo e dagli strumenti a sua disposizione, ma anche dai suoi interessi e preferenze. Le generalizzazioni più utili per l'investitore intraprendente sono quelle **negative**, ovvero quelle che indicano ciò che qualsiasi investitore intraprendente NON dovrebbe fare. In primis Graham consiglia all'investitore intraprendente di lasciare ai corporate buyer le azioni privilegiate high-grade. Eviti inoltre le obbligazioni e le azioni privilegiate di tipo inferiore se non può comprarle a prezzi molto bassi, ovvero generalmente almeno il 30% sotto la parità per le emissioni high-coupon e molto meno per le cedole più basse. Le "emissioni high-coupon" sono obbligazioni societarie che pagano interessi sopra la media (nei mercati di oggi almeno l'8%) o azioni privilegiate che pagano elevati dividend yield (10% o più). Se un'azienda deve pagare alti tassi di interesse per prendere denaro a prestito, è un segnale importante di rischio, quindi l'investitore per coprirsi da un alto rischio di default, in fase di acquisto deve pretendere prezzi molto bassi, in modo tale da avere un alto "margine di sicurezza" tale da fargli incorrere in perdite minori in caso di capital loss. Per gli investimenti in obbligazioni standard, l'investitore aggressivo fa bene a seguire il percorso indicato al suo omologo difensivo, scegliendo tra emissioni high-grade tassabili, che ora si possono selezionare con un rendimento di circa il 7,25%, e obbligazioni esentasse di buona qualità, che rendono fino al 5,30% sulle scadenze più lunghe. Dato che si possono trovare obbligazioni societarie first rate con un rendimento del 7,25 per cento e addirittura di più, non avrebbe senso comprare emissioni second-grade solo per il rendimento maggiore che offrono. L'esperienza di Graham mostra chiaramente che è poco saggio comprare un'obbligazione o una privilegiata non abbastanza sicura solo perché il rendimento è attraente. Dove questi titoli sono acquistati a prezzo pieno, cioè non molti punti al di sotto del 100 ("alla pari" del valore nominale), ci sono elevatissime probabilità che in futuro il loro proprietario veda manifestarsi quotazioni molto inferiori. Questo perché nei periodi di crisi, o anche solo in una congiuntura sfavorevole del mercato, le emissioni di questo tipo si dimostrano molto suscettibili a crolli rovinosi e spesso l'interesse o i dividendi vengono sospesi o quantomeno sono in pericolo e ciò si riflette su una pronunciata debolezza del prezzo. Non è un buon affare accettare la possibilità di perdita del capitale in cambio di un misero 1 o 2 per cento di reddito annuo aggiuntivo. Quindi un'obbligazione second grade venduta alla pari è quasi sempre un cattivo acquisto. La stessa emissione comprata al 30% in meno può essere più sensata. Un altro avvertimento che Graham fa, riguarda le NUOVE emissioni in genarle. Questa tipologia di titoli, infatti, va inserita

nel portafoglio ma solo dopo un'analisi più attenta rispetto a quelle effettuate per altre tipologie di titoli per due valide motivazioni. La prima è che le nuove emissioni hanno alle loro spalle venditori particolarmente agguerriti, contro i quali occorre esercitare un'intensa resistenza. Le nuove emissioni di azioni ordinarie, dette anche IPO (offerta pubblica iniziale), solitamente vengono vendute ad uno "sconto di sottoscrizione" (una commissione incorporata) del 7%. Al contrario, la commissione dell'acquirente su azioni ordinarie più vecchie si colloca al di sotto del 4%. Ogni volta che Wall Street guadagna circa il doppio dalla vendita di qualcosa di nuovo rispetto a qualcosa di vecchio, il nuovo verrà promosso con particolare impegno. Inoltre, nell'IPO è presente spesso il fenomeno dell'underpricing, ovvero la banca "underwriter" per garantire il collocamento dell'intero pacchetto azionario sottostima il prezzo delle nuove emissioni, pur di garantirsi il guadagno da commissioni. Questi prezzi che spesso sono favorevoli e fanno prospettare alte probabilità di "capital gain", la maggior parte delle volte si sono rivelati fallimentari poiché il guadagno generato veniva in gran parte eroso dagli alti costi di intermediazione. La seconda motivazione è che la maggior parte delle nuove emissioni è venduta in "condizioni di mercato favorevoli", cioè favorevoli per il venditore e quindi meno favorevoli per l'acquirente (secondo uno studio della University of Chicago le aziende scelgono di collocare nuove azioni quando il mercato azionario è vicino al picco). Parlano in generale di strategie, Graham ha avanzato alcuni suggerimenti sugli investimenti in obbligazioni rivolti principalmente all'investitore intraprendente. Ecco alcune tipologie:

- 1) Obbligazioni esentasse della New Housing Authority garantite di fatto dal governo americano
- 2) New Community Bonds, tassabili ma ad alto rendimento, anch'esse garantite dal governo degli Stati Uniti
- 3) Obbligazioni industriali esentasse emesse da autorità municipali, ma rimborsate tramite operazioni di leasing da aziende solide.

All'altro capo dello spettro possono esserci obbligazioni di minore qualità ottenibili a prezzi tanto bassi da costituire veri affari. Le attività che caratterizzano l'investitore intraprendente possono essere sintetizzate in quattro punti fondamentali:

1) **strategia di mercato generale, il formula timing:** è una strategia basata sull'ingresso nelle fasi ribassiste e sulla vendita negli stadi avanzati del boom. È una strategia che appare semplice, ma soprattutto negli ultimi vent'anni l'andamento del mercato non ha fornito prove matematiche che giustificano operazioni del genere.

2) **comprare "growth stock" attentamente selezionate:** le growth stock rappresentano titoli di aziende che nel corso degli anni non hanno distribuito dividendi e dunque hanno reinvestito interamente gli utili. Questa scelta ha permesso alle industrie di crescere ad un tasso superiore alla media e dunque generare un rendimento superiore per gli investitori. Ad oggi, però, il problema di acquistare questa tipologia di titoli risiede in due motivazioni. La prima è il rischio di pagare le azioni troppo, dato che i titoli con trascorsi positivi sono in vendita a prezzi alti. Il secondo problema è legato alle caratteristiche del tasso di crescita in rapporto alle dimensioni che accomuna il ciclo di

vita di quasi tutte le aziende. Una crescita insolitamente rapida non può andare avanti per sempre; quando un'azienda ha già registrato una brillante espansione, l'aumento delle sue dimensioni rende più difficile una ripetizione dei successi passati.

3) comprare bargain issues (emissioni a “prezzo d'occasione”) di vario tipo: è un titolo che, sulla base dei fatti emersi dall'analisi, sembra valere molto di più della cifra alla quale è venduto. Di questa categoria fanno parte obbligazioni e azioni privilegiate che si vendono molto sotto la pari, oltre ad azioni ordinarie. Per essere concreti Graham definisce un vero affare l'acquisto di titoli che posseggono un valore calcolato almeno del 50% superiore al prezzo di mercato. Nei seguenti capitoli verrà approfondito maggiormente questo aspetto, e attraverso l'analisi di aziende verranno forniti esempi pratici di “bargain issues”.

4) comprare durante situazioni che Graham definisce “speciali”: con l'attributo “speciali” l'economista si riferisce a quelle tipiche situazioni in cui è possibile effettuare un arbitraggio, anche se ultimamente questa strategia è diventata più rischiosa e meno redditizia. Una operazione del genere può essere effettuata, ad esempio, in situazione in cui un gran numero di grandi aziende acquisisce aziende più piccole oppure opportunità analoghe sono derivate dallo smembramento di holding di aziende di pubblica utilità.

2.3. La selezione di titoli per l'investitore difensivo

In questo e nel successivo paragrafo verranno presentate le tecniche di analisi finanziari inerenti alle strategie sopra descritte. L'investitore difensivo che segua i suggerimenti strategici di Graham comprerà esclusivamente obbligazioni high-grade e un paniere diversificato delle principali azioni ordinarie. Per stilare questa lista diversificata può scegliere fra due approcci. Nel primo caso, acquisirà un campione rappresentativo dei titoli più importanti di un indice, tra cui alcune growth company primarie, che si vendono a moltiplicatori particolarmente alti, ma anche imprese meno popolari e meno costose. Il modo più semplice è comprare, per esempio, la stessa quantità di tutti e trenta i titoli del Dow Jones Industrial Average. L'investitore difensivo di oggi può raggiungere questo obiettivo semplicemente comprando un fondo indicizzato low-cost, idealmente uno che segua il rendimento dell'intero mercato azionario italiano o americano che sia. Nel secondo caso, invece, la selezione dei titoli avviene personalmente, applicando una serie di criteri a ciascun acquisto che permettano di ottenere un minimo di “qualità” nella performance passata e nella posizione attuale dell'azienda e un minimo di “quantità” in termini di utili e valori patrimoniali per ogni dollaro di investimento. Ecco i sette criteri che il value investing ci propone:

1) **adeguate dimensioni dell'impresa:** l'idea è di escludere le piccole aziende che possono essere soggette a vicissitudini superiore alla media. Il fatturato minimo annuo per un'azienda industriale è di 100 milioni e non meno di 50 milioni per una utility.

2) **una situazione finanziaria sufficientemente solida:** per le aziende industriali le attività correnti devono essere almeno il doppio delle passività correnti: una cosiddetta current ratio di 2 a 1. Inoltre, il debito a lungo termine non deve superare l'attivo corrente netto (net current assets o "capitale circolante"). Per le utility il debito non deve eccedere il doppio del capitale azionario (al valore contabile).

3) **stabilità degli utili:** le azioni ordinarie devono aver generato un utile in ciascuno degli ultimi dieci anni.

4) **regolarità dei dividendi:** pagamenti ininterrotti, almeno per gli ultimi vent'anni.

5) **crescita degli utili:** un incremento minimo di almeno un terzo degli utili per azione negli ultimi dieci anni, impiegando medie a tre anni dall'inizio alla fine.

6) **moderato rapporto prezzo utili:** il prezzo corrente NON deve essere superiore a 15 volte gli utili medi degli ultimi tre anni.

7) **moderato rapporto prezzo/asset:** il prezzo corrente non deve superare una e mezzo il book value dichiarato. In generale il prodotto del moltiplicatore degli utili per il rapporto prezzo/ book value non deve essere superiore a 22,5. Questa cifra corrisponde a un prezzo superiore di massimo 15 volte gli utili e 1,5 il valore contabile, dunque il patrimonio netto.

Questi requisiti sono fissati specialmente per le necessità e il temperamento degli investitori difensivi. Eliminano automaticamente le aziende che sono troppo piccole ma soprattutto permettono di esigere più utili e più asset per ogni dollaro di investimento di quanto titoli maggiormente detenuti possano offrire. Dopo aver elencato e spiegato gran parte dei criteri consigliati dall'economista riguardo la selezione di titoli, andiamo a presentare un applicativo dei criteri appena elencati. Per addentrarci nell'epoca storica di Graham è stata selezionata una tabella contenente le informazioni relative i 30 titoli del

DJI
A al
30
sette
mbr
e
1972
:

| | Prezzo, 30 set 1971 | «Utili per azione» ^a | | | | Dividendi dal | Net Asset Value | Dividendo attuale |
|---------------------|---------------------------|---------------------------------|------------------------|------------------------|------|------------------|-----------------------|----------------------|
| | | 30 set 1971 | Media 1968- 1970 | Media 1958- 1960 | | | | |
| Allied Chemical | 32½ | 1,40 | 1,82 | 2,14 | 1887 | 26,02 | 1,20 | |
| Aluminum Co. Of Am. | 45½ | 4,25 | 5,18 | 2,08 | 1939 | 55,01 | 1,80 | |
| Amer. Brands | 43½ | 4,32 | 3,69 | 2,24 | 1905 | 13,46 | 2,10 | |
| Amer. Can | 33¼ | 2,68 | 3,76 | 2,42 | 1923 | 40,01 | 2,20 | |
| Amer Tel. & Tel. | 43 | 4,03 | 3,91 | 2,52 | 1881 | 45,47 | 2,60 | |
| Anaconda | 15 | 2,06 | 3,90 | 2,17 | 1936 | 54,28 | Nessuno | |
| Bethlehem Steel | 25½ | 2,64 | 3,05 | 2,62 | 1939 | 44,62 | 1,20 | |
| Chrysler | 28½ | 1,05 | 2,72 | (0,13) | 1926 | 42,40 | 0,60 | |
| Du Pont | 154 | 6,31 | 7,32 | 8,09 | 1904 | 55,22 | 5,00 | |
| Eastman Kodak | 87 | 2,45 | 2,44 | 0,72 | 1902 | 13,70 | 1,32 | |
| General Electric | 61¼ | 2,63 | 1,78 | 1,37 | 1899 | 14,92 | 1,40 | |
| General Foods | 34 | 2,34 | 2,23 | 1,13 | 1922 | 14,13 | 1,40 | |
| General Motors | 83 | 3,33 | 4,69 | 2,94 | 1915 | 33,39 | 3,40 | |
| Goodyear | 33½ | 2,11 | 2,01 | 1,04 | 1937 | 18,49 | 0,85 | |
| Inter. Harvester | 28½ | 1,16 | 2,30 | 1,87 | 1910 | 42,06 | 1,40 | |
| Inter. Nickel | 31 | 2,27 | 2,10 | 1,94 | 1934 | 14,53 | 1,00 | |
| Inter. Paper | 33 | 1,46 | 2,22 | 1,76 | 1946 | 23,68 | 1,50 | |
| John-Manville | 39 | 2,02 | 2,33 | 1,62 | 1935 | 24,51 | 1,20 | |
| Owens-Illinois | 52 | 3,89 | 3,69 | 2,24 | 1907 | 43,75 | 1,35 | |
| Procter & Gamble | 71 | 2,91 | 2,33 | 1,02 | 1891 | 15,41 | 1,50 | |
| Sears Roebuck | 68½ | 3,19 | 2,87 | 1,17 | 1935 | 23,97 | 1,55 | |
| Std. Oil of Calif. | 56 | 5,78 | 5,35 | 3,17 | 1912 | 54,79 | 2,80 | |
| Std. Oil of N.J. | 72 | 6,31 | 5,88 | 2,90 | 1882 | 48,95 | 3,90 | |
| Swift & Co. | 42 | 2,56 | 1,66 | 1,33 | 1934 | 26,74 | 0,70 | |
| Texasco | 32 | 3,24 | 2,96 | 1,34 | 1903 | 23,06 | 1,60 | |
| Union Carbide | 43½ | 2,59 | 2,76 | 2,52 | 1918 | 29,64 | 2,00 | |
| United Aircraft | 30½ | 3,13 | 4,35 | 2,79 | 1936 | 47,00 | 1,80 | |
| U.S. Steel | 29½ | 3,53 | 3,81 | 4,85 | 1940 | 65,54 | 1,60 | |
| Westinghouse | 96½ | 3,26 | 3,44 | 2,26 | 1935 | 33,67 | 1,80 | |
| Woolworth | 49 | 2,47 | 2,38 | 1,35 | 1912 | 25,47 | 1,20 | |

Fonte: Moody's Industrial Manual(1971)

Sulla base di questi dati, procediamo all'analisi dei titoli seguendo le indicazioni fornite da Graham. Le dimensioni di tutte le aziende, trattandosi di imprese presenti nell'indice, sono più che abbondanti per ciascuna azienda e soprattutto ciascuna azienda ha pagato qualche dividendo almeno dal 1940. In cinque casi lo storico dei dividendi risale addirittura al secolo scorso(Allied Chemical, Amer tel, Procter and Gamble ed infine Standard Oil). Inoltre gli utili aggregati sono rimasti abbastanza stabili negli ultimi dieci anni, e soprattutto nessuna azienda ha riportato una perdita negli ultimi dieci anni di riferimento(dal 1961 al 1969), eccetto Chrysler, che ha registrato singolarmente un lieve deficit nel 1970. La crescita totale, confrontando le medie a tre anni è stata del 77 per cento negli ultimi dieci anni , il che significa che è stata registrata una crescita complessiva di circa il 6% annuo. Per quanto riguarda i prezzi, invece, il rapporto prezzo/utili medi è stato di 839 a 55,5 ovvero 15 a 1: esattamente il limite massimo suggerito da Graham. Infine, il rapporto aggregato tra prezzo e net asset value è stato 839 a 562: anch'esso appena al di sotto del limite suggerito di 1,5 a 1. Diversa ,invece, è la situazione finanziaria che è adeguata nell'aggregato, ma non per ogni azienda. Infatti, se vogliamo applicare gli stessi sette criteri a ciascuna delle 30 aziende presenti, scopriamo che solo **cinque** di esse rispondono a **tutti** i requisiti e sono: American Can, American Tel, Anaconda, Swift e Woolworth. Naturalmente queste 5 aziende negli anni successivi hanno ottenuto performance superiori allo stesso indice. Oggi trovare azioni del genere è molto più complesso, soprattutto non sono presenti le stesse situazioni favorevoli di 30 anni fa ed è anche per questo che si è preferito portare un esempio di un mercato relativamente "vecchio", piuttosto che dati inerenti ai giorni nostri. Situazione differente si avrà nel caso dell'investitore intraprendente dove il campo di applicazione è molto più vasto per via dei pochi limiti imposti dalla filosofia di investimento.

2.4. La selezione di titoli per l'investitore intraprendente:

Nella selezione della strategia che l'investitore intraprendente dovrebbe applicare, è risultato più semplice non indicare una linea guida unica, come è avvenuto per l'investitore difensivo, bensì ci siamo limitati ad escludere le attività che NON dovrebbe fare e fornire qualche esempio di operazione profittevole, così da poter emulare il ragionamento seguito nella selezione del titolo. L'enfasi nella selezione dei titoli, dunque, verte principalmente sulle esclusioni: da un lato Graham consiglia di evitare le emissioni di qualità palesemente scarsa, dall'altro suggerisce di evitare le emissioni di maggiore qualità se il prezzo è così alto da generare un considerevole rischio

speculativo. In questo capitolo, verranno esaminate le possibilità e i metodi per compiere selezioni individuali che abbiano buone probabilità di dimostrarsi più redditizie della media dei titoli. Per dare concretezza a quest'ultima affermazione, può essere utile riassumere brevemente le tipologie di operazioni che ha effettuato nei 30 anni di vita la Graham-Newman Corporation. Graham lanciò la Graham-Newman Corp a gennaio del 1936 e la chiuse nel 1956, quando si ritirò dalla gestione attiva degli investimenti. Ecco alcune delle operazioni più importanti presenti negli archivi della società:

Arbitraggi: operazioni che permettono di sfruttare le differenze di quotazione che si stabiliscono in un dato momento, tra mercati di borsa tra loro lontani. Con il termine arbitraggio si indica un'operazione che consente di ottenere un profitto certo senza che il soggetto che la pone in essere corra alcun rischio. Solitamente l'arbitraggio consiste nell'acquisto/vendita di un bene o di un'attività finanziaria e in una contemporanea operazione di segno opposto sullo stesso strumento negoziato su un mercato diverso dal precedente, oppure su uno strumento diverso, ma avente le stesse caratteristiche del primo in termini di payout. Si sfruttano in questo modo le differenze di prezzo al fine di ottenere un profitto. L'operazione è ovviamente possibile se il guadagno che si ottiene supera i costi per il trasferimento del bene da un mercato all'altro. Un esempio può essere fatto anche con i beni di comune utilizzo come il gasolio. Se a Napoli il gasolio costa meno che a Torino, l'arbitraggista può comprare a Napoli e rivendere a Torino. Così facendo, inoltre, l'arbitraggista contribuisce a riallineare i due prezzi dato che l'aumento di domanda farà aumentare il prezzo a Napoli, mentre l'aumento di offerta lo farà diminuire a Torino. Il differenziale di prezzo grazie al quale si ottiene il profitto è determinato da una inefficienza di tipo informativo (o normativo). Affinché l'operazione possa realizzarsi è necessario che gli strumenti finanziari oggetto di arbitraggio siano perfettamente sostituibili. Questi devono essere strumenti identici ma scambiati su mercati diversi oppure strumenti diversi ma aventi lo stesso payout (ad es. un paniere di titoli azionari ed il future avente lo stesso paniere come sottostante) o ancora strumenti che possono essere replicati sinteticamente (triangolazioni sul mercato valutario). Le opportunità più frequenti di arbitraggio si osservano sugli strumenti derivati, visto il legame di prezzo relativamente rigido tra titolo sottostante e titolo derivato (determinato da formule matematiche) che rende di fatto le due attività perfettamente sostituibili tra di loro, almeno nel brevissimo periodo. L'effetto dell'arbitraggio sarà quello di riportare in linea i prezzi che erano temporaneamente disallineati, contribuendo così alla loro efficienza. L'arbitraggio si differenzia dalla speculazione per il fatto che, se il primo è un modo per sfruttare le differenze di prezzo presenti in luoghi diversi, la seconda lucra sulle differenze di prezzo di uno stesso bene in tempi diversi. La speculazione lucra agendo sul fattore "tempo" (vendita successiva all'acquisto e viceversa) mentre l'arbitraggio gioca sul fattore "spazio" (acquisto e vendita su due mercati diversi).

Liquidazioni: l'acquisto di azioni che devono ricevere uno o più pagamenti in contanti per le liquidazione di asset dell'azienda. Più nello specifico un'operazione di

liquidazione consiste nell'esecuzione delle obbligazioni previste da un contratto di borsa, consistenti nella consegna dei titoli da parte del venditore e consegna del controvalore da parte dell'acquirente. La liquidazione è una delle cosiddette fasi del post-trading, ossia ciò che avviene dopo che una transazione è stata eseguita sul mercato. In particolare la liquidazione (o clearing) avviene dopo le fasi di conferma e riscontro ed è finalizzata a definire gli obblighi di acquirente e venditore circa le transazioni concluse andando a ridurre il rischio di mercato. Relativamente ai contratti di compravendita negoziati sui mercati di Borsa Italiana, la liquidazione avviene nel servizio di liquidazione netta della piattaforma Express II gestita da Monte Titoli. La liquidazione può avvenire secondo tempi diversi in base al tipo di strumento; in particolare essa avviene il terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione per i contratti aventi ad oggetto: le azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione, warrant e quote o azioni di OICR negoziati sul MTA e sul TAH; i covered warrant e i certificates negoziati sul SeDeX; titoli a reddito fisso diversi da obbligazioni convertibili e da Buoni ordinari del Tesoro negoziati sul MOT; euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e ABS negoziati su EuroMOT; obbligazioni, warrant o diritti di opzione negoziati su EXPANDI. La liquidazione avviene, invece, il secondo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione per i contratti aventi ad oggetto Buoni ordinari del Tesoro negoziati sul MOT. Le operazioni di queste due classi erano selezionate sulla base dell'esistenza congiunta di un rendimento annuale calcolato del 20% minimo e il giudizio che la possibilità di una conclusione positiva fosse almeno quattro su cinque.

Related hedges: l'acquisto di obbligazioni convertibili o azioni privilegiate convertibili e la simultanea vendita dell'azione ordinaria con cui erano scambiabili. La posizione era costruita vicino a una base di parità, cioè prevedendo una limitata perdita massima se l'emissione dovesse davvero essere convertita e l'operazione si fosse chiusa in quel modo. Si otteneva invece un profitto se l'azione ordinaria perdeva molto più dell'emissione senior e la posizione veniva chiusa sul mercato.

Emissioni net-current asset (o "bargain"): consiste nell'acquistare più emissioni possibili a un prezzo inferiore al suo book value (per book value Graham intende le attività correnti nette, senza valutare impianti e altri asset).

Acquisto di titoli di aziende secondarie: con il termine "secondarie" si fa riferimento a quelle aziende che non sono leader nel settore, ma stanno avendo ottime performance, e ne hanno ottenute di soddisfacenti in passato, soltanto che non hanno ottenuto un riscontro positivo all'interno del grande pubblico. In merito a ciò la Standard & Poor's pubblica mensilmente una Stock Guide dove sono presenti le informazioni di oltre 4500 aziende, 1500 titoli non quotati e circa 3000 emissioni presenti sui vari mercati. La Guide cataloga i titoli in base ai rapporti P/E e agli attuali dividend yield. A proposito

di analisi, Graham consiglia di selezionare i titoli in base ai parametri più soddisfacenti presenti nella Stock Guide e scegliere le operazioni da effettuare in base ai processi descritti in merito all'investitore difensivo, ed in base ad ulteriori 5 variabili riferite esclusivamente all'investitore intraprendente. Di seguito sono riportate le 5 condizioni da rispettare per l'acquisto di un titolo azionario:

1)condizione finanziaria: la solidità finanziaria di un'azienda può essere garantita essenzialmente da due fattori. Il primo è che le attività correnti siano almeno 1,5 volte le passività correnti. Il secondo è che il debito contratto non sia superiore al 110 per cento delle attività correnti nette.

2)stabilità degli utili: non deve essere presente nessuna perdita negli ultimi 5 anni.

3)storico dei dividendi: i dividendi devono essere distribuiti ogni anno.

4)crescita degli utili: gli utili dell'anno corrente devono essere superiori degli utili registrati negli ultimi 5 anni.

5)prezzo: deve essere inferiore di almeno il 120 per cento delle attività tangibili nette.

Essenzialmente i criteri validi per la selezione di titoli azionari sono simili a quelli consigliati nel caso dell'investitore difensivo, soltanto che concedono più flessibilità nel caso di investitore attivo. Le aree di interesse sono le stesse, ovvero un basso moltiplicatore degli utili recenti, la caratteristica di essere un'impresa grande con un alto rendimento dei dividendi e un ranking creditizio di elevata qualità. Ciò che accomuna però le strategie e le analisi di entrambe le tipologie di investitori è la costante di ricerca di un prezzo basso, che garantisca all'investitore quel giusto "margine di sicurezza" e quindi il grado di rischio desiderato.

Capitolo 3

Approfondimenti vari sul value investing

Nel presente capitolo partiremo dall'analisi di quattro case study inerenti l'analisi di quattro differenti aziende appartenenti a settori distinti. L'analisi ha lo scopo di dimostrare come non si è mai "too big too fail", e soprattutto che utilizzando un'analisi approfondita, come quella enunciata nei precedenti capitoli, si possono prevedere situazioni finanziarie catastrofiche anche se ci si trova dinanzi aziende apparentemente solide e con immensi volumi di affari. I quattro case study sono ripresi dal capitolo 17 del libro "The Intelligent Investor" di Benjamin Graham e dunque ci si concentrerà sul presentare quattro fallimenti che hanno sconvolto il sistema finanziario degli anni 70. In

seguito, verranno presenti due gestori di alcuni dei più redditizi fondi d'investimento al mondo, Joel Greenblat e John Bogle. Scopriremo le analogie tra le strategie utilizzate da questi due investitori e il value investing teorizzato da Graham.

3.1. Quattro case study di aziende quotate negli anni 70

L'analisi di queste quattro aziende, che rispettivamente rappresentano quattro estremi negativi per il mondo finanziario, deve fungere da monito per chiunque abbia a che fare con il mondo delle azioni e delle obbligazioni. Le quattro aziende presentate nel testo sono: Penn Central(Railroad)Co, Ling-Temco-Vought Inc, NFV Corp e AAA Enterprises. Passiamo in rassegna caso per caso.

Il caso Penn Central: era la ferrovia più grande d'America per asset e fatturato lordo. Nasce dalla fusione di tre ferrovie tra cui the Pennsylvania Railroad, New York Central Railroad e New Haven and Hartford Railroad. Il prezzo dei suoi titoli è passato da un massimo di 86 dollari per azione nel 1968 ad un minimo di 5 in soli due anni. L'applicazione delle regole dell'analisi finanziaria avrebbero sicuramente aiutato gli investitori a non sopravvalutare così un'azienda chiaramente in difficoltà finanziarie. Non caso attraverso informazioni presenti nella Bond Guide pubblicata da S&P nel 68 si può vedere come le spese per interesse oscillavano in quel lasso di tempo di due anni avevano una copertura da utili che oscillava tra le ,91 e 1,98. Nella Security Analysis è prevista per le obbligazione ferroviarie una copertura di 5 volte al lordo delle imposte sul reddito e di 2,9 volte al netto delle imposte con aliquote regolari. La cosa più importante da notare, però, è il fatto che l'azienda non pagava alcuna imposta sul reddito da almeno undici anni, e ciò avrebbe dovuto sollevare gravi dubbi riguardo la veridicità degli utili dichiarati. Nel 1966 e nel 1968 la capitalizzazione di mercato aveva raggiunto il picco con un valore pari a 86 dollari per azione e con un dividendo distribuito rispettivamente pari a 6,80 e 3,80 dollari per azione. Il problema principale però è che questo utile nel 1966 non era stata sottratta una perdita di 12 dollari per azione data dagli oneri di 275 milioni di dollari per la fusione delle tre ferrovie. C'è da dire, inoltre, che i dividendi del 68 pari a 3,80 dollari erano 24 volte più piccoli del prezzo per azione, un valore decisamente alto se consideriamo il rapporto P/E consigliato da Graham pari ad un massimo di 17. Altro fattore sospetto è il "transportation ratio" (il rapporto tra spese di gestione e fatturato totale della ferrovia) dichiarato da Penn Station pari al 47,5% (del 20% più grande rispetto al suo vicino, Norfolk & Western). Oggi Penn Station rimane solo un ricordo, infatti nel 1970 ha dichiarato fallimento e nel 1976 è stata assorbita da Consolidated Rail Corp, una holding finanziata dal governo federale che ha salvato diverse ferrovie fallite, per poi essere rilevata nel 1997 da CSX Corp e Norfolk Southern Corp.

Ling-Temco-Vought Inc: è stato un conglomerato che ha operato nel settore aereospaziale, metallurgico, farmaceutico e di noleggio dal 1961 al 2000. Ling-Temco-Vought fu fondata nel 1955 da James Joseph Ling, un appaltatore elettrico che finanziò l'IPO della società autonomamente, vendendo il primo milione di dollari in azioni al pubblico sostituendo di fatto una qualsiasi banca di investimenti. Il successo nell'elettrico lo indusse a rilevare dozzine di aziende utilizzando quasi sempre le azioni della società LTV come pagamento. Ovviamente più acquisizioni c'erano più saliva il valore del titolo e di conseguenza maggiori erano le acquisizioni che effettuava nei diversi settori. Nel 1969, LTV era secondo la classifica stilata dal Fortune la quattordicesima azienda più grande d'America. Le aziende che crescono principalmente attraverso le acquisizioni sono chiamate "serial acquires". Nel 2000 LTV divenne esclusivamente un produttore di acciaio e successivamente ha chiesto l'amministrazione controllata. Come LTV molte altre aziende che hanno basato il loro successo sulle acquisizioni sono crollate. Ad esempio alcuni casi eclatanti si ebbero negli anni 90, dove aziende come Conesco, Tyco e WorldCom attuarono la stessa strategia di LTV per poi fallire rovinosamente. Per comprendere le motivazioni presentiamo la documentazione contabile di LTV relativa ai bilanci tra il 1958 e il 1970 da cui possiamo notare evidentemente che il declino è dipeso dalla miriade di acquisizioni effettuate. Dal '58 al '68 infatti il fatturato è cresciuto in maniera esponenziale passando da un fatturato di soli 7 milioni di dollari ad uno di 2,8 miliardi. Da quell'anno il debito fu in costante espansione a causa dell'inizio dei molteplici processi di acquisizione, e raggiunse addirittura 1653 milioni di dollari, e facendo chiudere con una perdita di 70 milioni i bilanci relativi al 1970. Nei soli tre anni dal '67 al '70 sono passate da un massimo di 169,25 dollari ad un minimo di 7,25 dollari per azione. In questi 3 anni, infatti, i prestiti delle banche avevano raggiunto i 161 milioni ed esattamente un anno dopo hanno quadruplicato il loro valore raggiungendo una cifra pari a 414 milioni di dollari. Il debito cumulato in quegli anni raggiunse addirittura quota 1869 milioni dollari. Anche negli anni di "Boom" LTV era un'azienda finanziariamente instabile con un debito che superò di 27 volte gli utili aziendali. Neanche il 1968 fu un'annata con non pochi sotterfugi, basti pensare che anche in quell'anno, che veniva considerato da molti come il migliore di tutto lo storico, il prezzo di mercato raggiunse le 22 volte il valore degli asset dichiarati. Di seguito il documento contabile dell'azienda di riferimento:

| | 1958 | 1960 | 1967 | 1969 | 1970 |
|--|---------------|---------------|----------|------------|------------|
| A. Risultati operativi | | | | | |
| Fatturato | \$6,9 | \$143,0 | \$1833,0 | \$3,750,0 | 374,0 |
| Utile netto al lordo delle imposte e degli interessi | 0,552 | 7,287 | 95,6 | 124,4 | 88,0 |
| Oneri finanziari | 0,1 (stimati) | 1,5 (stimati) | 17,7 | 122,6 | 128,3 |
| (Tasso copertura oneri finanziari) | (5,5 x) | (4,8 x) | (5,4 x) | (1,02 x) | (0,68 x) |
| Imposte sul reddito | 0,225 | 2,686 | 35,6 | Cr. 15,2 | 4,9 |
| Voci speciali | | | | Db. 40,6 | Db. 18,8 |
| Utile al netto delle voci speciali | 0,227 | 3,051 | 34,0 | Db. 38,3 | Db. 69,6 |
| Bilancio delle azioni ordinarie | 0,202 | 3,051 | 30,7 | Db. 40,8 | Db. 71,3 |
| Utili per azione ordinaria | 0,17 | 0,83 | 5,56 | Def. 10,59 | Def. 17,18 |
| B. Posizione finanziaria | | | | | |
| Attività totali | 6,4 | 94,5 | 845,0 | 2944,0 | 2582,0 |
| Debito in scadenza entro un anno | 1,5 | 29,3 | 165,0 | 389,3 | 301,3 |
| Debito a lungo termine | 0,5 | 14,6 | 202,6 | 1500,8 | 1394,6 |
| Patrimonio netto | 2,7 | 28,5 | 245,0* | Def. 12,0* | Def. 69,0* |
| Rapporti | | | | | |
| Attività correnti/passività correnti | 1,27 x | 1,45 x | 1,80 x | 1,52 x | 1,45 x |

Fonte: "The Intelligent Investor", Approfondimento al capitolo 17 pag. 417

La cosa che appare strana alla maggior parte dei lettori attenti, è come negli anni dal 1966 e in precedenza, con un copertura non soddisfacente degli interessi passivi e con un rapporto tra attività e passività e patrimonio netto/debito totale che non soddisfaceva i criteri di prudenza, come facessero le 4 migliori banche d'investimento al mondo a prestare soldi all'azienda favorendo il "gioco delle acquisizioni". Anche in futuro le banche commerciali hanno continuato imperterrite a sostenere "folli espansioni", ad esempio negli anni novanta il caso Enron e Worldcom, due dei più notevoli crolli nella storia del mercato azionario.

NFV : L'azienda fu formata dalla fusione della American Vulcanized Fiber Company, della National Fiber and Insulation Company e della Keystone Fiber Company il 1° gennaio 1923. La NVF Company, precedentemente conosciuta come National Vulcanized Fiber, era un'azienda privata con sede a Yorklyn, Delaware. Uno dei suoi prodotti originali, un materiale simile a un foglio chiamato Forbon, era comunemente usato sui pickup delle chitarre. La NVF fece anche un prodotto chiamato Yorkite, un'altra fibra vulcanizzata, che ha le venature del legno stampate direttamente sul materiale. NVF ha smesso di produrre la fibra vulcanizzata a Yorklyn dopo che un'inondazione nel 2003 ha danneggiato le attrezzature. Gli uffici aziendali hanno continuato ad operare fino al 2009, quando hanno dichiarato bancarotta e sciolto l'azienda, compreso l'impianto di Kennett Square che produceva laminati plastici industriali. A quel punto, la NVF Company cessò di esistere. L'azienda fu formata dalla fusione della American Vulcanized Fiber Company, della National Fiber and Insulation Company e della Keystone Fiber Company il 1° gennaio 1923. Lo stipendio del 1936 del presidente della società Victor Posner fu incluso in una lista dei "più alti stipendi pagati nella nazione" pubblicata nel 1938 da una commissione del Congresso. Le motivazioni del suo fallimento, però, sono dovute ad un'operazione di leveraged buyout finalizzata all'acquisizione di azienda sette volte più grande di lei, la Sharon Steel Corp. Alla fine del 1968, infatti, la NFV Company possedeva un capitale sociale di 17,4 milioni di euro, un fatturato di 31 milioni e un utile netto pari a 502.000 dollari. La Sharon Steel Corp. Invece possedeva 101 milioni di patrimonio netto, 2.929.000 su un fatturato complessivo di 219. La NFV riuscì ad acquisire l'88 per cento delle azioni di Sharon emettendo obbligazioni al 5% dal valore complessivo di 102 milioni di dollari più warrant che davano diritto all'acquisto di 1,5 azioni di NFV a 22 dollari in cambio di 2.197.000 di azioni Sharon. Al termine dell'acquisizione, dunque, la società avrebbe dovuto registrare un fatturato di 250 milioni di dollari con un debito che ammontava circa a 163 milioni. La nuova società sfruttò la questione degli utili netti dichiarando una perdita di 50 centesimi per azione NFV, al lordo di un credito straordinario. In quell'anno tuttavia gli utili netti erano pari a 3 centesimi per azione, al netto di tale credito. A Giugno del '72, non a caso, un giudice federale accusò Victor Posner di aver impropriamente dirottato i fondi pensione di Sharon Steel "per supportare le società affiliate nelle loro scalate ad altre aziende". Nel '77 la SEC ottenne un'ingiunzione permanente contro Posner con l'accusa di aver ottenuto illecitamente, con l'ausilio dei suoi familiari, 1,7 milioni di dollari in bonus personali e di aver sovrastimato di 13,9 milioni gli utili al lordo delle imposte di Sharon, contabilizzando erroneamente le

giacenze e spostando redditi e spese inerenti ad anni precedenti. Questi trucchetti contabili furono possibili perché le obbligazioni al 5 per cento non superarono i 0,42 dollari durante l'anno di emissione, e ciò sarebbe dovuto essere un campanello di allarme sulla solidità finanziaria dell'azienda a seguito dell'acquisizione e quindi anche sulla sicurezza delle obbligazioni. In realtà il management sfruttò questo ribasso del prezzo delle obbligazioni per dichiarare una perdita e far risparmiare all'azienda circa un milione di imposte annuali sul reddito. Il primo effetto dell'accordo era ridurre il capitale tangibile di NFV a 2.200.000 dollari, di gran lunga più realistico rispetto ai 17.400.000 precedentemente dichiarati, e dunque ridurre drasticamente il valore delle azioni da 23,71 a circa 3 dollari per azione, su un totale di 731.000 azioni ed inoltre sempre nello stesso anno è stato concesso a nuovi azionisti il diritto comprare le azioni NFV ad prezzo di 3,5 volte inferiore rispetto quello di mercato. Anche i warrant che erano stati venduti ad un prezzo di 12 dollari l'uno, molto al di sotto del loro valore di mercato. Un'ulteriore voce molto sospetta presenta nel bilancio era una spesa per interessi pari a 7 milioni di dollari e circa 2 milioni di dollari dedotti per "ammortamento delle spese per debiti differiti", compensate parzialmente da un'entrata di 1,5 milioni di dollari giustificata dalla voce "credito per ammortamento di equity su costi di investimento in una controllata". Quali altri benefici, oltre quello fiscale, avrebbero portato questi imbrogli contabili?

La risposta a questa domanda l'ha data Graham nell'opera dalla quale è tratta il testo "The Intelligent Investor". L'economista ha sintetizzato tutto in 3 motivazioni principali che riporteremo di seguito:

- 1) Con l'acquisizione a quelle condizioni dell'88 per cento della Sharon Steel, gli azionisti di Sharon Steel ottenevano solo 45 dollari per azioni ricevendo 30 dollari ad obbligazione e 15 dollari per warrant. Il valore contabile di Sharon Steel era 60 dollari per azione e la differenza tra questo valore contabile e valore di mercato delle azioni permetteva NFV di risparmiare circa 21 milioni di dollari sulle 1.415.000 azioni rilevate.
- 2) Il trattamento contabile era pensato per ottenere 3 risultati . a) Trattare l'emissione delle obbligazioni come equivalente alla loro "vendita" a 43, dando all'azienda una deduzione annua dal reddito per l'ammortamento dell'enorme sconto obbligazionario di 54 milioni. b) Compensare questo sconto con un "profitto" più o meno pari, consistente in un credito sul reddito di un decimo della differenza tra il prezzo di costo di 45 per titolo e il suo valore contabile. c) L'aspetto migliore di questo sistema sarebbe che l'azienda potrebbe risparmiare inizialmente circa 900.000 dollari l'anno, ovvero un dollaro ad azione, in imposte sul reddito provenienti da quelle due voci annue, perché l'ammortamento dello sconto obbligazionario potrebbe essere dedotto dal reddito imponibile ma l'ammortamento dell' "eccedenza di equity oltre il costo" non dovrebbe essere incluso nell'imponibile.
- 3) Questo trattamento contabile si riflette sia sul conto consolidato delle entrate sia sul bilancio consolidato di NFV per il 1969 e sul pro forma per il 1968. Dato che gran parte del costo delle azioni Sharon andava considerato pagato dai warrant, era necessario mostrare il valore di mercato iniziale dei warrant

come della cifra relativa al capitale azionario ordinario. Perciò, in questo caso, come in nessun altro caso di cui siamo a conoscenza, ai warrant fu assegnato un valore sostanzioso in bilancio, oltre 22 milioni di dollari(ma solo in una nota esplicativa)¹.

AAA Enterprises: fu un “franchising” fondato nel 1958 da Jackie G. Williams. Inizialmente la società si occupava di vendita di roulotte e solo nel 1968 il fondatore iniziò a vendere ad altri il diritto di vendere roulotte con il suo marchio commerciale. Inoltre, gli era venuta l’idea di entrare nel business della preparazione delle dichiarazioni dei redditi, erogando il servizio attraverso le sue roulotte che fungevano da uffici. Anche in questo campo ampliò la sua attività vendendo in franchising, costituendo una consociata di nome “Mr. Tax of America”. Nel 1969 quotò l’azienda e vendette 500.000 al pubblico ad un prezzo di 13 dollari l’una. Di queste 500.000 azioni 300.000 furono vendute per conto di Williams e 200.000 per conto dell’azienda, che aumentò le sue risorse facendo raddoppiare il valore del titolo nella sola prima giornata di contrattazioni, facendogli toccare i 28 dollari ad azioni. Fu un bell’affare esclusivamente per Williams. Infatti, considerando un book value pari a 4.200.000 dollari e un utile massimo di 690.000, il CEO della società è riuscito a vendere i titoli ad un prezzo 115 volte superiore agli utili massimi per azione e prezzo complessivo 10 volte superiore il book value. Infatti, comprando altre azioni ordinarie a premio rispetto al loro valore contabile, gli investitori hanno fatto aumentare a loro spese il valore dell’equity per azione di AAA. Non a caso, gran parte dell’aumento del patrimonio netto è derivato dalla volontà degli azionisti di pagare più del dovuto per quelle azioni., soprattutto a seguito dell’autofinanziamento consistito nell’incrementare l’equity per azione da 59 centesimi a 1,35 centesimi con i propri soldi. A seguito di questo furbesco collocamento, Williams aprì una catena di negozi di tappeti e acquisì uno stabilimento finalizzato alla produzione di roulotte. Quell’anno dichiarò una perdita di 4.365.000 dollari, ovvero 1,49 per azione. Nel 1970 venne registrata una ulteriore perdita di un milione, fino alla dichiarazione di fallimento avvenuta nel 1971, con una perdita annua pari a 2.500.000 dollari. Il prezzo alla chiusura quotava ancora 0,50 per azione, un prezzo relativamente alto per un’azienda in fallimento.

Queste quattro “storie” hanno lo scopo di far comprendere all’investitore che molto spesso Wall Street porta in scena azienda apparentemente indistruttibili e con un futuro ormai segnato, che alla fine si dimostrano una truffa in piena

¹ I commenti sopra riportati sono tratti interamente dal libro “The Intelligent Investor” di Benjamin Graham. Le possiamo trovare nella sezione dedicata agli approfondimenti del capitolo 17.

regola. Molto spesso il mercato sopravvaluta queste aziende, facendo imbattere gli investitori in spiacevoli situazioni. Graham, però, ci insegna che con un'attenta analisi, anche gli imbrogli più nascosti possono essere scoperti e che quindi ogni investimento deve partire in primis da una corretta valutazione di esso, e non da trend dettati esclusivamente dalle mode del mercato.

3.2. The “Magic Formula” di Joel Greenblatt.

Joel Greenblatt, nato il 13 dicembre 1957 a New York, è un accademico americano, manager di hedge fund, investitore e scrittore. È un value investor, alunno della Wharton School dell'Università della Pennsylvania, e professore aggiunto alla Columbia University Graduate School of Business. Gestisce Gotham Funds con il suo partner, Robert Goldstein. È l'ex presidente del consiglio di amministrazione di Alliant Techsystems (1994-1995) e fondatore della New York Securities Auction Corporation. È anche direttore di Pzena Investment Management, un'azienda specializzata nel value investing e gestione patrimoniale per clienti con un elevato patrimonio netto. Nel 1985, Greenblatt avviò un hedge fund, Gotham Capital, con 7 milioni di dollari, la maggior parte dei quali furono forniti dal "re dei titoli spazzatura" Michael Milken. Robert Goldstein si unì a Gotham Capital nel 1989. A Gotham Capital tra il 1985 e il 1994, Greenblatt presiedette ad un rendimento annualizzato del 50% "dopo tutte le spese" ma "prima delle commissioni di assegnazione degli incentivi del partner generale"; o del 30%, al netto di tutte le commissioni. Gotham era specializzata in "situazioni speciali" come spinoff e altre ristrutturazioni aziendali". Nel gennaio 1995 Gotham restituì tutto il capitale dei partner esterni (circa 500 milioni di dollari).

Dal 1995 al 2009 Gotham Capital fu chiusa agli investitori esterni. Nel 2000 Gotham Capital aiutò Michael Burry a creare il suo hedge fund Scion Capital acquistando il 25% del suo capitale per un milione di dollari al netto delle tasse. Questa fu la prima volta che Greenblatt aiutò o collaborò con un investitore esterno. Nell'ottobre 2006, l'investimento di Gotham nei fondi gestiti da Scion ammontava a 100 milioni di dollari. Sulla base di disaccordi sulla strategia di Burry di scommettere contro il mercato immobiliare statunitense, Gotham Capital e altri investitori alla fine volevano indietro i loro soldi. Tuttavia, Burry utilizzò una disposizione nel suo prospetto per "intascare" (bloccare i prelievi) tra il 50 e il 55 per cento dell'investimento di Greenblatt, un importo corrispondente alla sua scommessa corta sul Credit Default Swap che stava perdendo denaro. Gotham Capital minacciò di citare Burry perché era "selvaggiamente non convenzionale intascare un investimento per il quale c'era ovviamente un mercato". Il 31 agosto 2007, Burry sollevò il side pocket e cominciò a scaricare i propri credit default swap" che ora era una scommessa molto redditizia dato che il mercato immobiliare era in crisi. Il fondo di Scion Capital era aumentato di oltre il 100%. Gotham uscì dai suoi investimenti, sia nei fondi gestiti da Scion Capital che come azionista. Nell'adattamento cinematografico del 2015 del libro di Michael Lewis "The Big Short", Tracy Letts appare come "Lawrence Fields", un composito romanzato di Greenblatt e altri che avevano investito con Burry.

Nel 2008 viene creata Gotham Asset Management, LLC come "il successore dell'attività di consulenza sugli investimenti di Gotham Capital". Nel 2010, Gotham ha avviato quattro fondi comuni convenzionali raccogliendo 360 milioni di dollari. Nel gennaio 2014, i fondi comuni hanno gestito 1 miliardo di dollari. A causa di nuovi afflussi di denaro, questo è improvvisamente aumentato a 4,8 miliardi di dollari nell'ottobre 2014 e brevemente culminato a 13,1 miliardi di dollari nel marzo 2015. A novembre 2019 Gotham Asset Management, LLC gestisce 5,6 miliardi di dollari. Viene menzionato in questa tesi soprattutto per il suo libro "The Little Book that Beats the Market" (Wiley, 2005 & 2010) ha introdotto una strategia di investimento chiamato "magic-formula investing", che è un metodo per determinare quali azioni comprare: "aziende economiche e buone" con un alto rendimento degli utili e un alto ritorno sul capitale investito. La sua strategia è presentata in The Guru Investor di John P. Reese. Diversi studi da tutto il mondo hanno scoperto che la formula di Greenblat tende a produrre una sovra performance a lungo termine rispetto alle medie di mercato, ma è anche associata a una volatilità a breve termine significativamente più alta e a "drawdown" più netti a causa del suo approccio concentrato di 20-30 titoli. La "formula magica di investimento" si riferisce ad una strategia di investimento disciplinata e basata su regole che insegna alle persone un metodo relativamente semplice e facile da capire per investire utilizzando i principi del value investing. Come Greenblatt ha dichiarato in un'intervista del 2006 a Barron's, la formula magica è progettata per aiutare gli investitori a "comprare buone aziende, a prezzi bassi". Nel libro Greenblatt delinea due criteri per investire in azioni: Il prezzo delle azioni e il costo del capitale dell'azienda. Le classifiche delle aziende sono basate su:

- 1) I guadagni delle loro azioni, che sono calcolati come guadagni prima di interessi e tasse (EBIT).
- 2) Il loro rendimento, calcolato come utili per azione (EPS) diviso per il prezzo corrente delle azioni.
- 3) Il loro ritorno sul capitale (ROC) misura l'efficienza con cui generano guadagni dalle loro attività.

Poiché la "formula magica" di Greenblatt si applica solo alle aziende con capitalizzazioni di mercato superiori a 50 milioni di dollari, escludendo automaticamente le azioni a piccola capitalizzazione. Inoltre vengono escluse le società finanziarie, le società di servizi e le società non americane (proprio come consiglia Graham ad entrambe le tipologie di investitori). I seguenti punti delineano come funziona la formula:

- 1) Stabilire una capitalizzazione di mercato minima per le aziende in portafoglio. Questo dovrebbe essere tipicamente superiore a 100 milioni di dollari.
- 2) escludere qualsiasi titolo finanziario o di utilità quando scegli le tue società.
- 3) escludere le "American Depositary Receipts" (ADRs) (sono azioni di società straniere).

- 4)calcolare il rendimento degli utili di ogni società ($EBIT \div Enterprise Value$).
- 5)calcolare il rendimento del capitale di ogni azienda [$EBIT \div (Attività\ fisse\ nette + Capitale\ d'esercizio)$].
- 6)classificare le aziende selezionate in base ai più alti rendimenti degli utili e al più alto ritorno sul capitale.
- 7)comprare due o tre posizioni ogni mese nelle prime 20-30 società, nel corso di un anno.
- 8)ogni anno, riequilibrare il portafoglio vendendo i perdenti una settimana prima della fine dell'anno e vincenti una settimana dopo.

Il vantaggio principale del metodo della formula magica è la sua semplicità: non c'è bisogno di essere un esperto di investimenti o un prodigio di Wall Street per investire efficacemente. Bastano poche semplici regole per trovare un paniere di investimenti affidabili. Riduce anche il processo decisionale emotivo o irrazionale. Tuttavia, contrariamente al suo nome, non c'è niente di magico nella formula magica, e potrebbe non essere sempre la migliore strategia. Alcuni test di mercato della formula hanno trovato rendimenti inferiori al previsto, forse a causa del cambiamento delle dinamiche di mercato o del maggior numero di investitori che seguono il metodo di Greenblatt. Inoltre, alcuni analisti sostengono di aver migliorato il metodo introducendo variabili aggiuntive, come il rapporto debito/equity o il rendimento dei dividendi. In una postfazione all'edizione del 2010, Greenblatt ha ammesso tre possibili difetti della formula:(1) La formula può sottoperformare per diversi anni, cosa che molti investitori troveranno scoraggiante. (2) Alcuni dilettanti hanno trovato ingombrante tracciare i tempi di acquisto e di vendita delle azioni. (3) Battere il mercato non implica necessariamente fare soldi (ad esempio, se il mercato perde il 40% un anno, seguire la formula potrebbe risultare in una perdita del 38%, che Greenblatt descrive come "piccola consolazione").

2.3. Il metodo del “Dollar Cost Averaging”

Il piano d'accumulo del capitale o più comunemente PAC è una modalità di sottoscrizione di fondi comuni di investimento o, più in generale, di organismi di investimento collettivo del risparmio, ampiamente impiegata nella gestione della finanza personale. Il piano d'accumulo del capitale è adottato con due principali finalità:

- 1) accantonamento progressivo del risparmio generato periodicamente;
- 2) riduzione del rischio dell'investimento attraverso l'applicazione del principio del "dollar cost averaging" (DCA).

Questa strategia consiste nel dividere l'importo totale da investire in acquisti periodici di un'attività target nel tentativo di ridurre l'impatto della volatilità sull'acquisto complessivo. Gli acquisti avvengono indipendentemente dal prezzo dell'asset e a intervalli regolari. Dividendo la somma totale da investire nel mercato (ad esempio, 100.000 dollari) in importi uguali messi sul mercato a intervalli regolari (ad esempio, 2.000 dollari a settimana per 50 settimane), il DCA cerca di ridurre il rischio di incorrere in una perdita sostanziale derivante dall'investimento dell'intera somma forfettaria appena prima di un calo del mercato. Il Dollar cost averaging non è sempre il modo più redditizio di investire una grande somma, ma si presume che minimizzi il rischio di ribasso. Si dice che la tecnica funziona nei mercati che subiscono cali temporanei perché espone solo una parte della somma totale al calo. La tecnica è così chiamata per il suo potenziale di ridurre il costo medio delle azioni acquistate. Poiché il numero di azioni che possono essere acquistate per un importo fisso di denaro varia inversamente al loro prezzo, la DCA porta effettivamente a comprare più azioni quando il loro prezzo è basso e meno quando sono costose. Di conseguenza, la DCA può eventualmente abbassare il costo medio totale per azione dell'investimento, dando all'investitore un costo complessivo inferiore per le azioni acquistate nel tempo. In effetti, questa strategia rimuove gran parte del lavoro dettagliato di tentare di cronometrare il mercato al fine di effettuare acquisti di azioni ai prezzi migliori. Non a caso, investire un importo fisso nel tempo permette all'operatore di acquistare quel determinato asset a qualsiasi prezzo (sia in fase di rialzo che in fase di ribasso), e così facendo il prezzo medio di acquisto, sarà inferiore al prezzo di mercato. L'obiettivo del dollar-cost averaging è quello di ridurre l'impatto complessivo della volatilità sul prezzo dell'attività target; poiché il prezzo probabilmente varierà ogni volta che uno degli investimenti periodici viene fatto, l'investimento non è così altamente soggetto alla volatilità. Il Dollar-cost averaging ha lo scopo di evitare di fare l'errore di fare un unico investimento momentaneamente non giusto per quanto riguarda il prezzo del bene. Andiamo a vedere un applicativo in caso di mercato a ribasso e a rialzo:

| | Prezzo | Sommatoria n. Azioni Acquistate | Valore | Sommatoria n. Azioni Acquistate | Valore |
|----------------------------|--------------|---------------------------------------|------------|---------------------------------------|------------|
| gennaio | 10 | 10,00 | € 100,00 | 120 | € 1.200,00 |
| febbraio | 12 | 18,33 | € 220,00 | 120 | € 1.440,00 |
| marzo | 12 | 26,67 | € 320,00 | 120 | € 1.440,00 |
| aprile | 13 | 34,36 | € 446,67 | 120 | € 1.560,00 |
| maggio | 11 | 43,45 | € 477,95 | 120 | € 1.320,00 |
| giugno | 12 | 51,78 | € 621,40 | 120 | € 1.440,00 |
| luglio | 15 | 58,45 | € 876,75 | 120 | € 1.800,00 |
| agosto | 14 | 65,59 | € 918,30 | 120 | € 1.680,00 |
| settembre | 13 | 73,29 | € 952,71 | 120 | € 1.560,00 |
| ottobre | 14 | 80,43 | € 1.125,99 | 120 | € 1.680,00 |
| novembre | 15 | 87,09 | € 1.306,42 | 120 | € 1.800,00 |
| dicembre | 15 | 93,76 | € 1.406,42 | 120 | € 1.800,00 |
| Prezzo Medio | 13,00 | | | | |
| Prezzo Medio Pagato | 12,80 | | | 10 | |

In una situazione di rialzo dei mercati è evidente che qualora il titolo dovesse salire, converrebbe acquistare le azioni desiderate subito, senza mediare sul prezzo.

In ogni caso, effettuando una mediazione sul prezzo di acquisto, riusciremmo a comprare ad un prezzo in media inferiore alla media dei prezzi. Nel caso, invece di ribasso, il Dollar Cost Averaging permette di mediare al ribasso il prezzo d'acquisto e acquistare ad un prezzo sicuramente più basso di quello iniziale, ma anche del prezzo medio registrato durante gli ultimi 12 mesi. Ecco perché nell'ipotesi in cui il mercato scenda l'accumulo graduale di un titolo, un indice o in generale un asset il Dollar Cost Averaging può risultare una scelta vincente. Presentiamo di seguito la tabella :

| | Prezzo | Sommatoria n. Azioni Acquistate | Valore | Sommatoria n. Azioni Acquistate | Valore |
|----------------------------|-------------|---------------------------------------|------------|---------------------------------------|------------|
| gennaio | 10 | 10,00 | € 100,00 | 120 | € 1.200,00 |
| febbraio | 8 | 22,50 | € 180,00 | 120 | € 960,00 |
| marzo | 7 | 36,79 | € 257,50 | 120 | € 840,00 |
| aprile | 6 | 53,45 | € 320,71 | 120 | € 720,00 |
| maggio | 5 | 73,45 | € 367,26 | 120 | € 600,00 |
| giugno | 6 | 90,12 | € 540,71 | 120 | € 720,00 |
| luglio | 7 | 104,40 | € 730,83 | 120 | € 840,00 |
| agosto | 8 | 116,90 | € 935,24 | 120 | € 960,00 |
| settembre | 9 | 128,02 | € 1.152,14 | 120 | € 1.080,00 |
| ottobre | 6 | 144,68 | € 868,10 | 120 | € 720,00 |
| novembre | 5 | 164,68 | € 823,41 | 120 | € 600,00 |
| dicembre | 4 | 189,68 | € 758,73 | 120 | € 480,00 |
| Prezzo Medio | 6,75 | | | | |
| Prezzo Medio Pagato | 6,33 | | | 10 | |

Il vantaggio chiave del dollar-cost averaging è che riduce gli effetti della psicologia dell'investitore e del market timing sul suo portafoglio. Impegnandosi in un approccio del genere, gli investitori evitano il rischio di prendere decisioni controproducenti per avidità o paura, come comprare di più quando i prezzi salgono o vendere nel panico quando i prezzi scendono. Invece, il dollar-cost averaging costringe gli investitori a concentrarsi sull'apporto di una certa quantità di denaro ogni periodo, ignorando il prezzo di ogni singolo acquisto. Gli svantaggi, invece, sono ricollegati al fatto che, come detto in precedenza, in fasi di rialzo investire tutto e subito porta a rendimenti superiore e al fatto che potrei incorrere in alti costi di transazione dovuti alla ripetizione costante di operazioni di acquisti, e quindi i costi di intermediazione potrebbero ridurre, se non cancellare del tutto il rendimento dell'investitore su quel dato asset.

3.4. John Bogle e fondi indicizzati

John Bogle è nato l'8 maggio 1929 a Montclair, New Jersey, da William Yates Bogle, Jr. e Josephine Lorraine Hipkins. È stato un investitore americano, magnate d'affari e filantropo. È stato il fondatore e l'amministratore delegato di The Vanguard Group, e gli si attribuisce la creazione del primo fondo indicizzato. Ha predicato l'investimento sulla speculazione, la pazienza a lungo termine sull'azione a breve termine, e la riduzione delle commissioni di intermediazione il più possibile. Il veicolo di investimento ideale per Bogle era un fondo indicizzato a basso costo tenuto per un periodo di una vita con dividendi reinvestiti e acquistato con il dollar cost averaging.

Il suo libro del 1999 *Common Sense on Mutual Funds: "New Imperatives for the Intelligent Investor"* è diventato un bestseller ed è considerato un classico nella comunità degli investitori. L'idea innovativa di Bogle fu quella di creare il primo fondo

comune di investimento indicizzato nel 1975. L'idea di Bogle era che invece di battere l'indice e far pagare costi elevati, il fondo indicizzato avrebbe riprodotto la performance dell'indice nel lungo periodo, ottenendo così rendimenti più alti con costi inferiori rispetto ai costi associati ai fondi gestiti attivamente. L'idea di Bogle di investire nell'indice offre una chiara ma importante distinzione tra investimenti e speculazioni. La differenza principale tra investimento e speculazione sta nell'orizzonte temporale e nel rischio del capitale. L'investimento si preoccupa di catturare rendimenti sul lungo periodo con un minor rischio di distruzione del capitale, mentre la speculazione si preoccupa di ottenere rendimenti in un breve periodo di tempo, con un rischio potenzialmente distruttivo per il capitale. Lo speculatore è spesso interessato solo al prezzo di un titolo e non al business sottostante nel suo complesso, l'investitore è interessato al business sottostante e non al prezzo del titolo. Anche se un'azienda ha un flusso di cassa costante, le quotazioni di mercato di un titolo sono tutt'altro, a causa degli speculatori che fanno salire i prezzi e li fanno scendere sulla base della speranza, della paura e dell'avidità. Bogle credeva che questa fosse un'analisi importante da prendere in considerazione, dato che gli investimenti a breve termine e rischiosi hanno inondato i mercati finanziari.

Bogle era noto per la sua insistenza, in numerose apparizioni sui media e per iscritto, sulla superiorità dei fondi indicizzati rispetto ai tradizionali fondi comuni gestiti attivamente. Egli sosteneva che è una follia tentare di scegliere fondi comuni gestiti attivamente e aspettarsi che la loro performance batta un fondo indice a basso costo per un lungo periodo di tempo, dopo aver tenuto conto delle commissioni che i fondi gestiti attivamente applicano. Bogle sosteneva un approccio agli investimenti definito dalla semplicità e dal buon senso. Ecco le sue otto regole di base per gli investitori:

- 1) Selezionare fondi a basso costo
- 2) Considerare attentamente i costi aggiunti della consulenza
- 3) Non sopravvalutare le performance passate dei fondi
- 4) Usare le performance passate per determinare la coerenza e il rischio
- 5) Diffidare delle stelle (come i gestori di fondi comuni d'investimento stellari)
- 6) Attenzione alla dimensione del patrimonio
- 7) Non possedere troppi fondi
- 8) Compra il tuo portafoglio di fondi e tienilo

La conoscenza riguardo fondi indicizzati, all'epoca della stesura della prima edizione dell'opera "The Intelligent Investor", era davvero ridotta e lo scetticismo riguardo questi strumenti a gestione passiva, rispetto la selezione attiva di un portafoglio di titoli, era assai alto. Non a caso, anche in epoche successive, Bogle fu spesso oggetto di derisione da parte di molti gestori di fondi comuni, che vedevano assai negativamente una strategia di investimento basata esclusivamente sulla selezione di fondi indicizzati.

Nonostante ciò, questa strategia si basa sui principi del value investing. In uno scritto postumo all'opera citata, Graham dimostrò che i fondi d'investimento tra il 1937 e il 1947 avevano generato un rendimento al lordo degli oneri di gestione del 54% , contro un rendimento totale dell'indice Standard & Poor's pari al 57%. A conferma di ciò, vi è anche un'intervista che risale all'agosto del 1976(anno nel quale venne fatta la prima offerta pubblica di sottoscrizione del primo fondo comune indicizzato al mondo, il First Index Investment Trust, l'attuale Vanguard 500 Index Fund) nel quale Graham illustra i motivi secondo i quali bisognerebbe accontentarsi di un rendimento pari a quello di mercato, dato che in 200 anni di storia finanziaria solo il 5% dei fondi d'investimento, sfruttando condizioni irripetibili di disallineamento dei mercati, sono riusciti a battere il rendimento di quest'ultimo e dunque il rendimento espresso da un fondo indicizzato riferito ad un dato settore.

Capitolo 4

Software Python (FTNA)

4.1. Funzionalità e creazione del software

Il software “FTNA” è un programma, creato con linguaggio di programmazione Python, che ha la funzionalità di creare un ranking delle dieci aziende migliori di un indice, sulla base di variabili preimpostate. Il software trae spunto dall'idea dell'investitore Joel Greenblat di creare un sito nel quale ogni investitore, inserendo l'indice d'interesse, riesce a farsi un'idea, sulla base dei principi di investimento di quest'ultimo, di quali sono i titoli migliori, e quindi su quali titoli basare la propria analisi. Proprio come il

programma di Greenblat, “FTNA” cataloga le azioni di un indice in base a variabili come ROC, rapporto P/E, ed in aggiunta inserisce alcune variabili inerenti alla filosofie precedentemente illustrate.

4.2. Spiegazione dettagliata del metodo di codifica del software

Il software sarà in grado di elaborare più classifiche basate su Earnings Yield, ROC , P/E e una classifica finale che confronterà tutti i parametri.

Segue descrizione dettagliata delle Funzioni:

- ④ LISTA AZIONI
- ④ ORDINE DELLE AZIONI SECONDO IL PARAMETRO EARNINGS YIELD, ROC e P/E
- ④ VERIFICARE SE CI SONO AZIONI A PARTECIPAZIONE PUBBLICA O CHE EROGANO SERVIZI FINANZIARI
- ④ STILARE LA CLASSIFICA FINALE
- ④ STAMPA SU SCHERMO

④ LISTA AZIONI

La lista azioni è una lista di dizionari, i dizionari sono oggetti simili alle liste con la differenza che nei dizionari ogni valore è associato un indice particolare chiamato **chiave**. Ogni azioni quindi avrà una coppia **chiave-valore** come possiamo vedere nell’Esempio 1 qui sotto:

```
{ 'Titolo azione': 'APPLE' , 'Capitalizzazione di mercato': 2459.52, 'Earnings Yield': 4.44, 'ROC': 30.5, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 26.12}
```

Esempio 1

Quindi per ogni azione si provvederà ad inserire ‘Titolo azione’, ‘Capitalizzazione di mercato’, ‘Earnings Yield’, ‘ROC’, ‘Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari’, ‘P/E’ come nell’esempio presente nella Figura 1

```

lista_azioni = [{ 'Titolo azione': 'APPLE', 'Capitalizzazione di mercato': 2459.52, 'Earnings Yield': 4.44, 'ROC': 30.5, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 26.12},
{ 'Titolo azione': 'MICROSOFT', 'Capitalizzazione di mercato': 2293.69, 'Earnings Yield': 3.72, 'ROC': 117.4, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 38.25 },
{ 'Titolo azione': 'JP MORGAN', 'Capitalizzazione di mercato': 472.40, 'Earnings Yield': 2.28, 'ROC': 0, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'SI', 'P/E': 10.54 },
{ 'Titolo azione': 'JOHNSON E JOHNSON', 'Capitalizzazione di mercato': 434.94, 'Earnings Yield': 2.57, 'ROC': 18.3, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 24.84},
{ 'Titolo azione': 'WALMART', 'Capitalizzazione di mercato': 404.42, 'Earnings Yield': 1.52, 'ROC': 16.9, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 40.87 },
{ 'Titolo azione': 'P E G', 'Capitalizzazione di mercato': 349.94, 'Earnings Yield': 2.41, 'ROC': 17.6, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 26.20},
{ 'Titolo azione': 'INTEL', 'Capitalizzazione di mercato': 222.45, 'Earnings Yield': 2.54, 'ROC': 23.15, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 12.19 },
{ 'Titolo azione': 'UNITED HEALTH', 'Capitalizzazione di mercato': 393.05, 'Earnings Yield': 1.39, 'ROC': 9.51, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 27.53},
{ 'Titolo azione': 'EXXON MOBILE', 'Capitalizzazione di mercato': 236.32, 'Earnings Yield': 6.23, 'ROC': 4.95, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 12.27 },
{ 'Titolo azione': 'VISA', 'Capitalizzazione di mercato': 477.11, 'Earnings Yield': 2.97, 'ROC': 15.39, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari': 'NO', 'P/E': 41.37}]

```

Figura 1

⊗ ORDINE DELLE AZIONI SECONDO IL PARAMETRO EARNINGS YIELD, ROC e P/E

Per prima cosa ordiniamo le azioni in base alla classifica di cui necessitiamo. Attraverso la funzione `sorted` noi passiamo la lista, il parametro per il quale vogliamo ordinarla e il tipo di ordinamento attraverso la parola chiave `reverse` (se lo vogliamo in ordine decrescente avremo `reverse = True`). Per fare un esempio (esempio 2), possiamo vedere l'ordinamento secondo il parametro 'Earnings Yield', quindi il programma restituirà una lista ordinata (chiamata `lista_earnings`) delle azioni con l'earnings yield dal più alto al più basso:

```

lista_earnings = sorted(lista_azioni, key=lambda k: k['Earnings Yield'], reverse=True)

```

Esempio 2

Così anche per gli altri due parametri ROC (esempio 2.1) e P/E (esempio 2.2)

```

lista_roc = sorted(lista_azioni, key=lambda k: k['ROC'], reverse=True)

```

Esempio 2.1

```

lista_pe = sorted(lista_azioni, key=lambda k: k['P/E'], reverse=False)

```

In questo caso `reverse = False` poiché ci serve in ordine crescente

Esempio 2.2

② VERIFICARE SE CI SONO AZIONI A PARTECIPAZIONE PUBBLICA O CHE EROGANO SERVIZI FINANZIARI

L'algoritmo oggetto del paragrafo è costituito da un ciclo for, il ciclo viene ripetuto n volte in base ai dati presenti nella lista_earnings

```
for a in lista_earnings:
```

Scorro la lista_earnings elemento per elemento

All'interno del ciclo è presente una condizione (IF letteralmente SE..).
La stessa viene eseguita se la condizione è vera. Per fare un esempio:

```
if a['Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari'] == 'SI':
```

In questo caso la condizione da verificare è se nell'elemento "a", che rappresenta l'azione, 'Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari' ha come risposta 'SI' solo in questo caso entrerà all'interno dell'istruzione condizionali altrimenti andrà avanti con la prossima azione.

In caso di condizione vera il programma eseguirà le seguenti istruzioni:

```
# se si allora rimuove l'azione dalla lista  
lista_earnings.remove(a)  
# per poi reinserirla a fine lista  
lista_earnings.append(a)
```

(una riga di codice che comincia con # viene chiamato commento, è una parte di codice che il programma non elaborerà, serve per tenere traccia di cosa viene fatto dai programmatori e per rendere più leggibile il codice stesso)

Nel primo comando con il metodo .remove(a) viene eliminato l'azione dalla lista, con il secondo metodo .append(a), viene aggiunta l'azione alla lista. Il codice è stato così scritto per far sì che la stessa venga scalata in ultima posizione, cioè in fondo alla classifica, poiché il metodo append aggiunge l'elemento automaticamente alla fine della lista. Nella figura 2 possiamo vedere tutto il codice descritto in queste righe. Ovviamente la stessa procedura viene ripetuta anche per le altre classifiche.

```

19     for a in lista_earnings:
20         if a['Partecipazione pubblica o eroga servizi finanziari'] == 'SI':
21             # se si allora rimuove l'azione dalla lista
22             lista_earnings.remove(a)
23             # per poi reinserirla a fine lista
24             lista_earnings.append(a)
25

```

Figura 2

🌀 STILARE LA CLASSIFICA FINALE

In questa parte di codice viene creata la classifica finale.

Per prima cosa creiamo una variabile di tipo lista vuota che ci servirà come appoggio per costruire la classifica finale.

```
classifica_earnings_yield = []
```

Il secondo step è dato da una variabile che partirà dal valore 1 (prima posizione della classifica)

```
incrementatore_classifica_earnings = 1
```

Il terzo step è dato da un ciclo for, il ciclo viene ripetuto n volte in base ai dati presenti nella lista_earnings (già ordinate precedentemente).

```
for azione in lista_earnings:
```

Il quarto step viene creato un dizionario

```
x = {incrementatore_classifica_earnings: azione['Titolo azione']}
```

Quindi, ad esempio, per ogni ciclo avremo una cosa simile:

```
{1: 'EXXON MOBILE'}
```

```
{2: 'APPLE'}
```

```
{3: 'MICROSOFT'}
```

```
{4: 'VISA'}
```

....

Il quinto step definitivo viene valorizzata la lista con gli elementi della classifica finale che abbiamo dichiarato nel primo step

```
classifica_earnings_yield.append(x)
```

il contatore viene incremento ad ogni giro (del ciclo for), come da seguente istruzione

```
incrementatore_classifica_earnings += 1
```

Questo è un esempio delle prima 4 iterazioni

```
{1: 'EXXON MOBILE'}
```

```
CLASSIFICA EARNINGS YIELD = [{1: 'EXXON MOBILE'}]
```

```
{2: 'APPLE'}
```

```
CLASSIFICA EARNINGS YIELD = [{1: 'EXXON MOBILE'}, {2: 'APPLE'}]
```

```
{3: 'MICROSOFT'}
```

```
CLASSIFICA EARNINGS YIELD = [{1: 'EXXON MOBILE'}, {2: 'APPLE'}, {3: 'MICROSOFT'}]
```

```
{4: 'VISA'}
```

```
CLASSIFICA EARNINGS YIELD = [{1: 'EXXON MOBILE'}, {2: 'APPLE'}, {3: 'MICROSOFT'}, {4: 'VISA'}].....
```

```
26 classifica_earnings_yield = []
27 incrementatore_classifica_earnings = 1
28
29 for azione in lista_earnings:
30     # creo un dizionario con chiave il n. della classifica e come valore l'azione
31     x = {incrementatore_classifica_earnings: azione['titolo azione']}
32
33     # aggiungo il dizionario alla lista, il metodo append in automatico aggiunge il dizionario come ultimo parametro
34     classifica_earnings_yield.append(x)
35
36     # incremento il contatore della classifica
37     incrementatore_classifica_earnings += 1
```

🖨 STAMPA SU SCHERMO

```
print('CLASSIFICA EARNINGS YIELD =', classifica_earnings_yield)
```

Tramite il comando `print` possiamo stampare su schermo la soluzione finale, in questo caso stampa la lista della classifica finale

Nella figura 4 possiamo vedere i risultati di tutte le classifiche del programma ottenute dal comando print. Ogni classifica esegue lo stesso processo che abbiamo descritto in questo documento.

```
CLASSIFICA EARNINGS YIELD = [{1: 'EXXON MOBILE'}, {2: 'APPLE'}, {3: 'MICROSOFT'}, {4: 'VISA'}, {5: 'JOHNSON E JOHNSON'}, {6: 'INTEL'}, {7: 'P E G'}, {8: 'WALMART'}, {9: 'UNITED HEALTH'}, {10: 'JP MORGAN'}]
CLASSIFICA ROC = [{1: 'MICROSOFT'}, {2: 'APPLE'}, {3: 'INTEL'}, {4: 'JOHNSON E JOHNSON'}, {5: 'P E G'}, {6: 'WALMART'}, {7: 'VISA'}, {8: 'UNITED HEALTH'}, {9: 'EXXON MOBILE'}, {10: 'JP MORGAN'}]
CLASSIFICA P/E = [{1: 'INTEL'}, {2: 'EXXON MOBILE'}, {3: 'JOHNSON E JOHNSON'}, {4: 'APPLE'}, {5: 'P E G'}, {6: 'UNITED HEALTH'}, {7: 'MICROSOFT'}, {8: 'WALMART'}, {9: 'VISA'}, {10: 'JP MORGAN'}]
CLASSIFICA FINALE = [{1: 'INTEL'}, {2: 'EXXON MOBILE'}, {3: 'JOHNSON E JOHNSON'}, {4: 'APPLE'}, {5: 'P E G'}, {6: 'UNITED HEALTH'}, {7: 'MICROSOFT'}, {8: 'WALMART'}, {9: 'VISA'}, {10: 'JP MORGAN'}]

Process finished with exit code 0
```

Figura 4

Conclusioni

Attraverso l'analisi approfondita di una delle filosofie di investimento che ha stravolto l'approccio di analisi dei mercati, il lettore non deve aver appreso una strategia di investimento universalmente valida e che assicura rendimenti costantemente alti, ma comprendere che chiunque può fallire nel mondo della finanza, però con un'attenta gestione del proprio capitale, delle proprie emozioni, e con l'analisi possiamo ridurre tanto il nostro rischio e dunque le nostre predire. Non esiste una strategia d'investimento universalmente valido, ma il miglior trucco secondo Graham è quello di comprendere e quindi conoscere in maniera approfondita ciò su cui stiamo investendo i nostri soldi. Graham era perfettamente consapevole che i rendimenti di tipo superiore che aveva raccolto personalmente mettendo in pratica i suoi principi di valutazione sarebbero stati difficilmente ripetibili in futuro. In un'intervista del 1976 egli dichiara: "Non sono più sostenitore di sofisticate tecniche di analisi dei titoli allo scopo di trovare delle opportunità di valore di tipo superiore. Questa era un'attività che pagava, diciamo quarant'anni fa, ma da allora la situazione è cambiata parecchio. In passato, qualsiasi analista di titoli che avesse una buona formazione poteva svolgere un buon lavoro professionale nello scegliere dei titoli sottovalutati attraverso degli studi dettagliati. Ma alla luce dell'enorme quantità di ricerche che vengono svolte attualmente, dubito che nella maggior parte dei casi degli sforzi così ampi portino a una selezione di qualità tale da giustificare, quantomeno, il loro costo". Il suo lascito può essere sintetizzato riportando queste sue parole: " Fortunatamente nel caso del tipico investitore, per il suo successo non è necessario che egli porti le qualità consacrate dal tempo del coraggio, della conoscenza, del giudizio, purché egli limiti la sua ambizione alle sue capacità e circoscriva le sue attività all'interno della strada, stretta e sicura, dell'investitore difensivo standard. Ottenere dei risultati di investimento soddisfacenti è più facile di quanti pensi la maggior parte della gente; ottenere dei risultati di tipo superiore è più difficile di quanto sembri". Ecco perché si sono sviluppati nella nuova economia finanziaria i fondi indicizzati. L'uomo ha compreso di NON poter battere il mercato, ma al massimo deve accontentarsi di riuscire ad emularlo.

Bibliografia e Sitografia

- Benjamin Graham, “The Intelligent Investor” prima ed italiana 2020, HOEPLI
- Benjamin Graham, David Dodd, “Security analysis” ed. 1934, McGraw-Hill
- Robert G. Hagstrom, “Il metodo Warren Buffett: I segreti del più grande investitore al mondo”, HOEPLI EDITORE, 7 maggio 2014
- John C. Bogle, “Il piccolo libro dell’investimento”, Gribaudo editore, ed. 2017
- Gennaro Olivieri, Chiara Crenca, Giuseppe Melisi, Mariaelisa Pelle, “Elementi di matematica finanziaria”, PEARSON, ed My Lab.
- Anna Clara Monti, “Introduzione alla statistica”, seconda edizione, Edizioni Scientifiche Italiane
- Fabrizio Cacciafesta, “Matematica Generale”, Giappichelli editore, seconda edizione
- Brealey Richard, “Principi di finanza aziendale”, McGraw-Hill Education, 2017
- Castellani Gilberto, De Felice Massimo, Moriconi Franco, “Manuale di Finanza: Tassi d’interesse, mutui e obbligazioni”, il Mulino, Bologna , 2015)
- <https://www.bancaditalia.it/obbligazioni>
- <https://www.borsaitaliana.it/tassi> d’interesse e obbligazioni
- <https://www.investopedia.org/> dollar cost averaging
- <https://www.investopedia.org/> themagicformula
- https://en.wikipedia.org/wiki/John_C._Bogle
- https://en.wikipedia.org/wiki/Joel_Greenblatt
- <https://www.investopedia.com/terms/m/magic-formula-investing.asp>
- <https://reasonabledeviations.com/2020/06/08/greenblatt-magic-formula>
- https://it.wikipedia.org/wiki/Benjamin_Graham

