



Investire
.CLUB



The
**INTELLIGENT
INVESTOR**

The intelligent investor, di Diego Allegrini

© *The Investors Club*, edito da

Telud Group S.r.l.

Piazzale Donatello, 2

50132, Firenze (FI)

P. IVA.: 0701735048

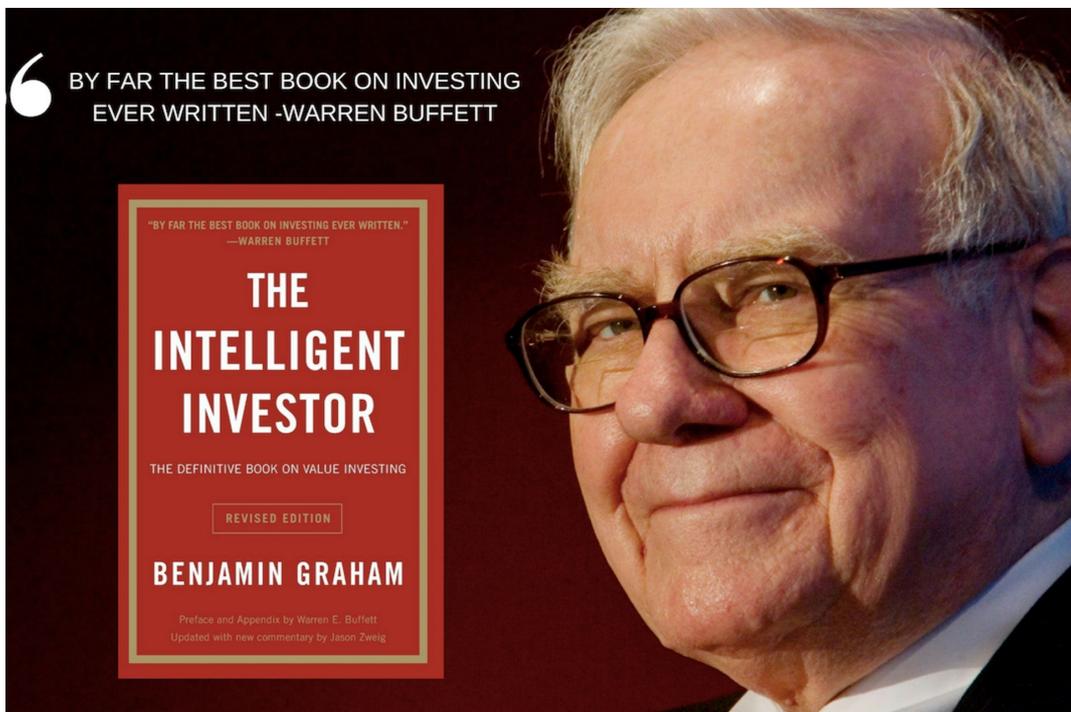
Sommario

1	The intelligent investor.....	4
1.1	La metafora di Mr. Market	5
1.2	Guadagnare sfruttando le fluttuazioni di mercato	7
1.3	Il margine di sicurezza (margin of safety).....	9
1.4	Il value investing e l'esempio di una società di calcio	10
	Bibliografia	12

1 The intelligent investor

di DIEGO ALLEGRINI

Alla domanda: “*Qual è stato il miglior consiglio mai ricevuto in tema di investimenti?*”, Warren Buffett, riferendosi al libro scritto da Benjamin **Graham** nel **1949** rispose: “*Leggere **The Intelligent Investor**, di gran lunga il miglior libro sugli investimenti mai scritto*”.



Warren Buffett, noto anche come l’oracolo di Omaha, città del Nebraska in cui nacque nel 1930, fu studente di Graham alla Columbia Business School e successivamente lavorò per lui prima di mettersi in proprio e gettare le basi del suo impero.

Riferendosi ad alcune sezioni del libro, Buffett disse: “*I capitoli 8 e 20 sono stati il fondamento delle mie attività di investimento per più di 60 anni. [...] Suggestisco a tutti gli investitori di leggere questi capitoli e di tornare a leggerli ogni volta il mercato si mostri particolarmente euforico o depresso*”.

1.1 La metafora di Mr. Market

Il messaggio lanciato è che un investitore avrà successo se riuscirà ad abbinare al buon fiuto per gli affari la capacità di concentrarsi sulle proprie scelte, separandole dalla emotività contagiosa che spesso, in un senso o nell'altro, permea il mercato.

“Nei miei sforzi per mantenere questa separazione, ho trovato molto utile tenere presente i concetti espressi da Benjamin con Mr. Market” dichiarava Buffett in una lettera per gli investitori del 1987. Si riferiva a una metafora creata da Graham per spiegare che il mercato azionario è volatile e che le fluttuazioni dei prezzi sono spesso ampliate dalla emotività degli investitori.

Graham infatti, nell'**ottavo capitolo** intitolato *The Investor and Market Fluctuations*, invitava il lettore a immaginare di essere uno dei due proprietari di un'azienda e che per socio avesse un certo Mr. Market. Il lettore e Mr. Market sono quindi gli unici a detenere azioni della società. Mr. Market è però affetto da disturbo bipolare e quindi a volte è spinto dal suo stato emotivo a vendere le sue azioni al socio, altre a comprarle da lui.

Immaginiamo che i prezzi di mercato siano decisi da Mr. Market. Ogni giorno, si presenta davanti a te fissando il prezzo a cui è disposto a comprare le tue azioni oppure a venderti le sue: sta a te decidere se vendere o comprare, lui accetterà comunque la tua decisione. Anche se la società ha un business economicamente solido e stabile nel tempo, le quotazioni di Mr. Market non saranno affatto stabili. A volte si sentirà euforico e riuscirà a vedere solo gli aspetti positivi che influenzano la vostra attività. In quello stato emotivo, il prezzo che è disposto a offrire è molto alto, perché teme che gli strapperai via la sua quota, togliendogli facili guadagni futuri. Altre volte è depresso e guardando il futuro vedrà solo problemi per il vostro business. In quei momenti fisserà dei prezzi molto bassi, terrorizzato dall'idea che tu sia sul punto di vendergli la tua quota. Mr. Market ha un'altra caratteristica: non si offende se viene ignorato. Se oggi la sua quotazione non è di tuo gradimento, domani te ne proporrà comunque una nuova dandoti la possibilità di comprare o vendere azioni. Lui decide il prezzo ma l'esecuzione di ogni transazione è a tua totale discrezione e lui non si opporrà. Vista la premessa,

quanto più il comportamento di Mr. Market sarà altalenante tra l'euforico e il depresso, meglio sarà per te che conosci a fondo la vostra società.

Secondo Graham, l'investitore che ha nel suo portafoglio delle azioni deve aspettarsi di vedere i loro prezzi fluttuare nel tempo. Ma, anziché temere le fluttuazioni, egli può trarne vantaggio acquistando azioni quando il loro prezzo è basso in modo ingiustificato e vendendole quando il loro prezzo è irragionevolmente alto.

“Il succo di questo concetto è sapere quanto vale un'azienda e pagarla meno di quanto vale”, spiega Buffett alla riunione annuale del 1997¹.

¹ *Of Permanent Value: the Story of Warren Buffett*, Kilpatrick A., AKPE, Birmingham, 2018.

1.2 Guadagnare sfruttando le fluttuazioni di mercato

La volatilità delle quotazioni dei titoli azionari dovrebbe indurre l'investitore intelligente a sfruttare queste fluttuazioni per individuare occasioni di guadagno.

Secondo Graham, l'investitore può farlo principalmente in due modi:

- 1) Il **Timing**, ossia la scelta del momento in cui operare, cercando di anticipare i movimenti di mercato: comprare un titolo quando si ritiene salirà e venderlo quando, al contrario, si prevede un suo ribasso;
- 2) Il **Pricing**, ossia la scelta di acquistare titoli quando la loro quotazione è inferiore al loro *fair value* (valore intrinseco) e di venderle quando salgono oltre questo valore.

Secondo Graham, una strategia basata sul giusto *timing* è difficile da attuare, poiché è impossibile prevedere il futuro andamento del mercato e i suoi movimenti.

Il *pricing* si basa invece sulle informazioni economiche disponibili e il tempo assume minore importanza. Individuato il valore intrinseco di una buona società, eventuali turbolenze di mercato che ne riducano la quotazione non andranno comunque a incidere in modo rilevante sulla sua capacità di generare utili nel lungo termine.

Anche in periodi in cui i mercati azionari sono estremamente volatili, i dati economici fondamentali delle aziende quotate sono tendenzialmente stabili; ciò significa che i prezzi di mercato di società economicamente solide possono, in determinate circostanze, non riflettere il loro valore reale. Penalizzandole, l'irrazionalità dei mercati offre però all'investitore intelligente un'opportunità di guadagno che dovrà saper cogliere.

In quest'ottica, è importante la differenza tra speculatore e investitore:

- Lo speculatore è prevalentemente interessato ad anticipare i movimenti di mercato, indipendentemente dal livello dei prezzi e dal tipo di azienda, cercando profitto attraverso operazioni di breve termine.
- L'investitore è invece interessato ad acquistare aziende sane, in grado di

generare utili nel tempo – purché il prezzo sia conveniente – con l'obiettivo di tenerle in portafoglio per un periodo di tempo medio-lungo.

1.3 *Il margine di sicurezza (margin of safety)*

Benjamin Graham e David Dodd usarono per la prima volta il termine ***Margin of Safety*** nel loro libro *Security Analysis* del 1934. Qualche anno dopo, Graham deciderà di dedicare al *margin of safety* il **ventesimo** e ultimo **capitolo** dell'*Investitore intelligente: "Margin of Safety" as the Central Concept of Investment*.

Nel testo si ritrova la filosofia di investimento di Graham del *value investing* con la definizione del *fair value* (valore intrinseco) come stima del valore di una società sulla base delle informazioni economiche e contabili disponibili.

Se è difficile prevedere il futuro corso dei mercati azionari, l'investitore intelligente deve adottare una strategia per tutelarsi da eventi imprevisti. Poiché nel suo approccio, al contrario di quello degli speculatori, il tempo non è una variabile fondamentale, può avere la pazienza di aspettare che le turbolenze di mercato si esauriscano e che i titoli che ha comprato tornino a salire verso il loro valore intrinseco.

La soluzione per Graham è pagare le azioni molto meno del loro *fair value*, lasciando in questo modo un **margine di sicurezza**, definito come differenza tra il valore intrinseco di un'azione e il suo prezzo di mercato. Se si ritiene che il valore di un'azione sia 50 dollari, non bisogna pagarla più di 25 dollari. Se si ritiene che una società potrebbe realizzare un utile di 2 dollari per azione l'anno successivo, bisogna posizionarsi sul mercato in modo da realizzare un rendimento interessante anche in caso gli utili non superassero 1 dollaro. L'obiettivo dell'investitore dev'essere avere sempre un ampio margine di sicurezza, in modo da poter gestire economicamente, ma anche emotivamente, un evento imprevisto.

1.4 Il value investing e l'esempio di una società di calcio

La società AS Roma, quotata su Borsa Italiana, controlla l'omonima squadra di calcio e tutte le attività relative allo sfruttamento dei diritti di immagine del club. Nel corso dell'ultimo anno, il titolo ha subito l'effetto di un annunciato cambio di proprietà e le aspettative hanno alimentato la crescita delle quotazioni in due momenti: a fine 2019 e ad agosto 2020. Il titolo mediamente quotava 0,50 euro per azione nel periodo ottobre-inizio dicembre. Quando il passaggio di proprietà sembrava concretizzarsi, il titolo è salito del 40% in poche settimane arrivando a un massimo di 0,72 euro a fine 2019. Il rallentamento delle trattative – a cui si è aggiunto lo stop del campionato di serie A dovuto alla pandemia – ha portato le quotazioni di marzo 2020 poco sopra i 0,32 euro, con una perdita rispetto ai massimi di dicembre di circa il 55%. Ripreso il campionato, il titolo è tornato a crescere stabilizzandosi intorno ai 0,45 euro a giugno e salendo oltre gli 0,5 euro a luglio. Quando sembrava che le trattative si fossero definitivamente arenate, il 5 agosto 2020 l'AS Roma ha comunicato un accordo vincolante di acquisto di azioni da parte di The Friedkin Group per un prezzo di acquisto pari a 0,1165 euro per azione, contro una quotazione del 5 agosto poco sotto 0,60 euro (circa l'80% in meno). L'11 agosto il titolo arrivava a 0,265 euro, meno 55% in una settimana.

Perché il mercato ha per un lungo periodo valutato il titolo tra 0,45 e 0,50 euro arrivando fino a 0,72 euro a fine 2019, quando l'offerta non ha superato neanche 0,12 euro per azione? Questa differenza di valutazione non può essere causata dal solo effetto pandemico (stadi chiusi, diritti TV in discussione); alla base c'è stata una errata valutazione del valore intrinseco della società che a bilancio aveva circa 300 milioni di euro di debito, completamente (o quasi) ignorati dal mercato. La società era pertanto sopravvalutata rispetto al suo valore economico. Un investitore con approccio *value investing* che ha correttamente valutato il titolo o non lo ha comprato, oppure, se lo aveva in portafoglio, lo ha venduto a Mr. Market, che stava vivendo l'euforia contagiosa di un imminente passaggio di proprietà con facili guadagni.

Quotazioni AS ROMA (settembre 2019 – novembre 2020)



Bibliografia

KLARMAN, S. (1991), *Margin of Safety: Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*, HarperBusiness, New York.

GRAHAM, B. (2005): *The intelligent investor*, HarperBusiness, nella traduzione italiana a cura di BASILICO, P.: *L'investitore intelligente* (2020), Ulrico Hoepli Editore, Milano, 2020.



Investire
.CLUB

investire.club