

# ACADEMY

Tecniche, metodi, strumenti: conoscere di più per investire meglio

## I GRANDI INVESTITORI

■ di Ernesto Caggiano

**J**oel Greenblatt è partner e money manager di Gotham Capital, un hedge fund fondato nel 1985 con soli 7 milioni di dollari in gestione. In oltre venti anni di attività Gotham Capital ha avuto un rendimento medio superiore al 40%, facendo sì che Greenblatt divenisse uno dei più influenti ed ascoltati guru del cosiddetto Value Investing. Di quello stile di gestione, cioè, inventato da Benjamin Graham, che seleziona le azioni da acquistare in base al valore intrinseco delle società. Valore che deve essere notevolmente superiore al prezzo che il mercato chiede, in un dato momento storico, per l'acquisto delle azioni medesime.

Greenblatt è anche professore di strategie di investimento al Master in Business Administration della Columbia University ed autore di due importanti libri, il primo dei quali, intitolato *Anche Tu puoi essere un genio del mercato azionario*, fu pubblicato nel 1997 ed il secondo, dall'accattivante titolo *Il piccolo libro che batte il mercato azionario*, nel 2005.

Quest'ultimo, tradotto da poco anche in italiano, è stato un piccolo grande caso editoriale, dal momento che non si limita a fornire al lettore una introduzione semplice e lineare allo stile di investimento value, ma propone una vera e propria formula vincente, un metodo cioè facile ed efficace di selezione della azioni, che, testato su un arco di quasi vent'anni (dal 1988 al 2004), ha dimostrato di essere in grado di battere sistematicamente il mercato

## LE PICCOLE REGOLE PER BATTERE IL MERCATO AZIONARIO

Sono quelle di Joel Greenblatt, gestore hedge capace di performance medie superiori al 40% all'anno. In un libro appena uscito in Italia il suo metodo vincente (e applicabile da tutti) per selezionare i titoli



E' appena uscito *Il piccolo libro che batte il mercato azionario* (CHW Ediz., 14,90 euro) nel quale Greenblatt spiega il suo metodo.

di molti punti percentuale.

L'ambizione del libro è quella di dare all'uomo della strada la giusta mentalità ed il corretto metodo di approccio al mercato azionario.

Tra i molti luoghi comuni sui mercati finanziari vi è anche quello secondo il quale sul lungo periodo l'investimento azionario è il migliore, dal momento che numerosissimi studi hanno ormai dimostrato che su archi di decenni o addirittura di secoli il rendimento medio del mercato azionario è superiore di alcuni punti percentuali rispetto a quello del mercato obbligazionario o immobiliare.

Il problema è che comprare azioni a caso, sulla base di qualche superficiale notizia appresa sui giornali specializzati, da amici o dagli addetti agli uffici titoli delle banche, è come camminare con un cerino acceso in un deposito di dinamite: il rischio di saltare in aria è elevatissimo ed è, ovviamente, da incoscienti il solo provarci.

### LA BASE DEL METODO

La costruzione del metodo di Greenblatt parte da una osservazione elementare: i prezzi delle azioni, anche su archi temporali non lunghissimi (ad esempio, un anno), hanno oscillazioni impressionanti. Vediamo qualche esempio recente tratto dalla Borsa italiana. **Unicredit** valeva più di 7,5 euro a primavera del 2007, a novembre è sceso a meno di 5 euro. **Fiat**, nel 2005, costava meno di 5 euro, nell'estate 2007 ha toccato i 24 euro per poi scendere a meno di 18 nell'arco di poche settimane. **Mediaset** costava 11 euro per azione tra anni fa, ha toccato in questi giorni i 6,5 euro. Insomma, oscillazioni del 30 - 50% o anche più nell'arco di un anno sono la norma.

Come è possibile che ciò avvenga, si chiede Greenblatt? Ha senso che aziende di grandi dimensioni, famose, che sono sul mercato da decine di anni, siano soggette a variazioni di valore così colossali? La risposta è no. Il prezzo oscilla in modo molto più consistente di quanto i cambiamenti reali nell'andamento delle aziende giustificerebbero. Spiegare in termini per così dire scientifici

**L'APPRENDISTATO PER DIVENTARE TRADER È LUNGO E FATIGOSO, UN PERCORSO FORMATIVO IRTO DI OSTACOLI E DELUSIONI. NON È SUFFICIENTE LEGGERE DECINE O CENTINAIA DI LIBRI CONTENENTI PRESUNTE RICETTE VINCENTI, MA È INEVITABILE OPERARE PER ANNI, SPESSO PAGANDO DI TASCA PROPRIA, PRIMA DI INTRAVEDERE L'ORDINE SEGRETO CHE PUR ESISTE NELL'APPARENTEMENTE CAOTICO MOVIMENTO DEI PREZZI. MOLTO UTILE, COME IN TUTTE LE ATTIVITÀ, È ATTINGERE ALL'ESPERIENZA VISSUTA DI CHI LA SFIDA L'HA GIÀ VINTA, OPERANDO PER ANNI CON STRAORDINARIO SUCCESSO SULLA PIÙ GRANDE PIAZZA FINANZIARIA DEL MONDO, CIOÈ LA BORSA DI NEW YORK.**

perché ciò avvenga è impresa molto difficile. Greenblatt rende la spiegazione molto semplice ricordando il famoso apologo di Mr. Market ideato da Ben Graham.

Il mercato azionario è "un tipo un po' suonato soggetto a forti sbalzi di umore". A volte è euforico, ed è disposto a strapagare i titoli azionari, al di là di ogni ragionevole valutazione. A volte, al contrario, è depresso e svende i titoli di buone aziende a prezzi di saldo. Compito dell'investitore intelligente è quello di approfittare di questi irrazionali sbalzi di umore di Mr. Market e comprare solo nei momenti di sua depressione, quando è possibile fare buoni affari nel senso più tradizionale del termine, comprare, cioè, roba buona a buon prezzo.

Per sapere, però, se stiamo comprando merce buona a buon prezzo e non merce apparentemente buona ma in realtà bacata dobbiamo essere in grado di stimare il valore "vero" di un'azienda.

Si tratta, come noto, di un esercizio difficile anche per i migliori analisti finanziari, dal momento che il valore di un'azienda dipende dagli utili che saprà generare in futuro e prevedere il futuro è, se non impossibile, molto complicato.

Greenblatt ci suggerisce di non complicarci la vita tentando di stimare quello che non ci è noto (il futuro, appunto), e di limitarci ad esaminare bene le poche cose che sappiamo, una della quali, molto importante, è la capacità dimostrata da un'azienda di generare utili in tempi recenti.

### PREZZO E UTILE

Se una società, ad esempio, ha il capitale sociale suddi-

viso in dieci milioni di azioni e nell'ultimo anno ha realizzato 10 milioni di euro di utili, il suo utile per azione è stato di un euro. E se il prezzo dell'azione è di 10 euro, il rendimento, calcolato dividendo gli utili per il prezzo (rapporto utili/prezzo) sarà del 10%.

Nell'ipotesi che il tasso privo di rischio offerto da un tranquillo titolo di stato (magari tedesco o austriaco) sia del 4%, è del tutto ragionevole ritenere che dal ben più rischioso investimento azionario vogliamo avere un rendimento non inferiore al 10%. Eviteremo, pertanto, di investire in quelle società che hanno un rendimento (un rapporto utili/prezzo - appunto), inferiore, selezionando le aziende sulla base dell'elementare regola che un rendimento elevato è preferibile ad uno modesto.

Investire in quote di un'azienda a prezzi d'occasione, comprando cioè quei titoli che offrono rapporti utili/prezzi migliori non è però suffi-





ciente. E' indispensabile anche chiedersi se stiamo comprando quote di un'azienda che sia anche di qualità. Un ottimo metodo per capire la qualità di un'azienda, suggerisce Greenblatt, è analizzare la redditività del capitale investito, cioè il rapporto tra utili e capitale investito.

Unendo le due regole fondamentali, conclude Greenblatt, giungiamo alla conclusione che il segreto per far denaro sta nell'acquistare buone aziende ad un prezzo di occasione. La formula vincente non è nient'altro che questa: tutte le aziende quotate su un determinato mercato vengono classificate in base alla migliore combinazione dei due fattori (rapporto utili/prezzo e rapporto utili/capitale investito) e solo i titoli che occupano i primi posti nella classifica vengono acquistati.

### **I TEST CONFERMANO**

Sembra tutto troppo semplice per essere vero. Ma i test effettuati da Greenblatt e dai suoi collaboratori su un arco temporale molto esteso (17 anni dal 1988 al 2004) lasciano pochi dubbi al riguardo. Acquistando le 30 azioni con la migliore combinazione di redditività di capitale investito e rapporto utili/prezzo tra le principali 3500 azioni quotate sul mercato americano si sarebbe ottenuto un rendimento medio annuo del 30.8 rispetto al 12.4 dell'indice S&P 500. Ma c'è un'ulteriore verifica, i cui risultati sono ancora più impressionanti. Suddividendo le 3500 azioni in decili ed analizzando il rendimento delle stesse sempre su un arco temporale di 17 anni si scopre che il rendimento è perfettamente decrescente: le 350 azioni appartenenti al primo decile avrebbero reso circa il 18%, quelle appar-

**“ Tutte le aziende quotate su un determinato mercato vengono classificate in base alla migliore combinazione dei due fattori rapporto utili/prezzo e rapporto utili/capitale investito e solo i titoli che occupano i primi posti nella classifica vengono acquistati. ”**

tenenti al secondo circa il 15% e così via fino al 2.5% dell'ultimo decile. La formula vincente, insomma, sembra essere veramente in grado di selezionare le azioni di aziende con le migliori prospettive di crescita degli utili e, quindi, del prezzo.

### **E IN FUTURO?**

Rimane un ultimo problema. Se è vero che la formula vincente ha funzionato in passato, chi ci garantisce che in futuro continuerà ad essere valida? Soprattutto, se molti investitori ne verranno a conoscenza e cominceranno ad usarla ciò non comporterà inevitabilmente la sua perdita di efficacia?

Questo rischio, in realtà, ci dice Greenblatt, è molto remoto, per il semplice fatto che la formula vincente, per funzionare, richiede archi temporali lunghi, per non dire molto lunghi (minimo tre anni, ma 5, 10 o anche 20 è molto meglio). Infatti su archi temporali limitati la formula vincente non sempre ha successo. In media ha registrato una performance inferiore al mercato per cinque mesi ogni anno, ogni anno su quattro e per un biennio ogni sei. Nel corso dei 17 anni analizzati è arrivata a sottoperformare il mercato per tre anni di fila.

Questa è la vera difficoltà e ciò che farà sì che pochi investitori, anche, se non soprattutto, istituzionali, la seguiranno rigorosamente.

Un ultimo, importantissimo avvertimento. Dal momento che la formula vincente, per precisa scelta di semplificare al massimo la vita all'investitore, si basa esclusivamente su dati storici ed evita di avventurarsi in stime degli utili futuri, per ottenere notevoli risultati è indispensabile avere un portafoglio diversificato, composto da circa 30 titoli.

Sarà allora proprio la diversificazione del portafoglio a garantirci performance più che soddisfacenti, in quanto le perdite sui titoli di cattive aziende saranno più che compensate dai guadagni sulle altre società che il mercato sta irragionevolmente svendendo a prezzi di saldo. ■