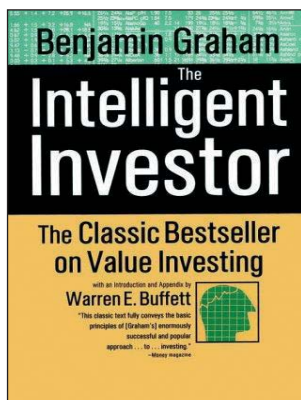


ACADEMY

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

I GRANDI INVESTITORI



LE REGOLE DI BENJAMIN GRAHAM, PADRE NOBILE DELL'ANALISI DELLE SOCIETÀ

■ di Ernesto Caggiano

Benjamin Graham è considerato il Padre nobile di tutti i fondamentalisti ed i suoi libri sono tutt'oggi una tappa necessaria nel percorso formativo di chi voglia di tentare di districare quella ingarbugliata matassa che sono i mercati finanziari. Benjamin Grossbaum (i suoi genitori cambiarono il cognome in Graham solo nel 1917) nacque l'8 maggio 1894 a Londra. L'anno successivo la sua famiglia si trasferì negli Stati Uniti per sviluppare l'attività di export che aveva avviato. L'infanzia di Gra-

Pagare le azioni il meno possibile, e in ogni caso ben al di sotto del loro valore intrinseco, che si può proficuamente calcolare in base ad alcuni principi. Ecco tutti gli insegnamenti che ci ha lasciato uno dei più grandi investitori della storia dei mercati finanziari

“ I mercati sono un continuo alternarsi di bolle speculative al rialzo e al ribasso, di fasi di irrazionale euforia e di altrettanto ingiustificato pessimismo. Comprendere la dinamica che porta al formarsi delle bolle speculative è un passo decisivo per capire la natura stessa dei mercati „

ham fu tutt'altro che facile, essendo stata dolorosamente segnata dalla morte del padre nel 1903, il che comportò anche notevoli problemi finanziari per la famiglia.

Laureatosi giovanissimo in economia alla Columbia University, poco più che ventenne cominciò a lavorare per la società di intermediazione finanziaria Newburger, Henderson e Loeb, diventando in poco tempo responsabile della market letter.

A soli 34 anni cominciò ad insegnare analisi finanziaria alla Columbia University e l'anno successivo fondò la Graham-Newman, società di gestione del risparmio, i cui fondi furono sempre gestiti applicando le strategie di investimento poi divulgate nei suoi geniali libri.

Il suo primo best-seller, scritto con David Dodd, *Security Analysis: Principles and Techniques*, fu pubblicato nel 1934 ed il secondo, *The Intelligent Investor*, nel 1949. Nel 1956, dopo aver accumulato un patrimonio di diversi milioni di dollari dell'epoca, si ritirò a vita privata a Beverly Hills, dove morì nel 1976.

LA STORIA INSEGNA

Nell'ormai pluricentenaria storia dei mercati finanziari possiamo, ci insegna Graham, rilevare le seguenti regolarità:

- i mercati sono prossimi a crollare quando i prezzi delle azioni sono alti; un'azione scambiata a prezzi particolarmente bassi, presto o tardi, vedrà salire le proprie quotazioni;

- i prezzi si muovono in trend, il che significa che, nonostante le continue oscillazioni di breve periodo, sono guidati da una tendenza di fondo, al rialzo al ribasso o laterale, che permane fino a quando un intervento esterno non ne cambia lo stato.

Un altro fondamentale insegnamento della storia è che i mercati sono strutturalmente in una situazione di disequilibrio, sono cioè un continuo alternarsi di bolle speculative al rialzo e al ribasso, di fasi di irrazionale euforia e di altrettanto ingiustificato pessimismo.

Comprendere, quindi, la dinamica che porta al formarsi delle bolle speculative è un passo decisivo per capire la natura stessa dei mercati finan-

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, CIÒÈ LA BORSA DI NEW YORK.

ziari. Sulla base dell'insegnamento di Graham potremmo provare a sintetizzarla nei seguenti punti:

- le forti speculazioni si innescano quasi d'improvviso sotto l'aspettativa di alti guadagni in un settore, in un prodotto o nell'intera economia;
- una volta innescata la speculazione le ondate dei prezzi sorreggono se stessi. In altre parole: ogni salita dei prezzi è una spinta ad una nuova speculazione;
- la speculazione illude tutti gli investitori, compresi i più esperti, in quanto nessun vuole rinunciare a partecipare ad una festa che sembra promettere molto a tutti;
- la speculazione spinge ad una maggior utilizzo del debito, il che sarà la vera causa della rovina di investitori e società;
- durante una bolla speculativa i prezzi delle azioni vanno ben oltre il loro valore intrinseco;
- la fine della speculazione è spesso improvvisa e senza una ragione e, pertanto, non lascia a molti investitori il tempo di uscire tempestivamente dal mercato;
- il crollo che segue ad una fase di speculazione porta sempre i prezzi al di sotto del loro reale valore;
- i fenomeni speculativi sono particolarmente forti sulle aziende più piccole;

■ alla fine di ogni ciclo speculativo c'è sempre la ricerca di un capro espiatorio. Se questa è l'essenza stessa dei mercati finanziari, l'atteggiamento di fondo dell'investitore prudente sarà quello di valutare attentamente le azioni e di astenersi dal comprare se il prezzo è del tutto sproporzionato rispetto al valore del titolo. I veri colpevoli delle ondate speculative, cioè, sono gli stessi investitori che, presi dall'entusiasmo e dall'avidità dei facili guadagni, trascurano del tutto il valore delle azioni. Come ammonisce saggiamente Graham: "Mentre l'entusiasmo è assolutamente necessario per raggiungere qualsiasi importante risultato nella vita, a Wall Street è quasi sempre causa di disastri".

Essendo questo il contesto nel quale l'investitore deve prendere le proprie decisioni ed operare, non vi sono, a giudizio di Graham, che due possibili strategie operative, che potremmo chiamare di timing e di pricing.

Chi segue il primo approccio si disinteressa totalmente del valore del titolo e basa la sua operatività su mere considerazioni di momentum, come si direbbe ai giorni nostri, tentando di cavalcare il trend, rialzista

o ribassista che sia.

Graham è assolutamente diffidente nei confronti di detto approccio, che considera contrario al senso comune degli affari, per il quale chiunque ritiene conveniente comprare merce di qualità a basso prezzo.

GUARDARE IL PREZZO

Chi, invece, come Graham, si affida a tecniche di pricing, confronta direttamente il prezzo di mercato con il valore intrinseco del titolo, comprando se il prezzo è basso e vendendo (o astenendosi dal comprare) se il prezzo è alto. Al riguardo, va ricordato che, essendo i mercati in perenne equilibrio, i prezzi delle azioni non rispecchiano quasi mai il valore intrinseco, ma, presto o tardi, prezzo e valore tenderanno a convergere e, pertanto, il prezzo di un'azione sotto quotata aumenterà e quello di un'azione sovra quotata diminuirà.

Il criterio di fondo di operatività dell'investitore intelligente è quindi quello di pagare le azioni il meno possibile, in ogni caso ben al di sotto del loro valore intrinseco.

Chi adotta correttamente una metodologia di pricing segue, quindi, il seguente procedimento:

■ **1** seleziona sul mercato le aziende sotto quotate e le compra;

■ **2** attende con pazienza che il prezzo di mercato cresca, incassando nel frattempo i dividendi che verranno distribuiti;

■ **3** quando l'azione sarà salita in modo deciso e risulterà sovra quotata la venderà, essendo ormai diventata rischiosa e non più in grado di garantire futuri guadagni.

E' chiaro che in quest'ottica il vero problema da risolvere è stabilire il valore intrinseco di un'azione o dell'intera società. Problema, come noto, di grande difficoltà, perché le aziende sono realtà dinamiche, il cui valore non è dato tanto dalle performance passate che trovano (a meno di frodi) una chiara esposizione nei documenti contabili, ma dalle prospettive future, dalla capacità cioè di mantenere e possibilmente migliorare i livelli di redditività.

L'importanza di Graham è data, pertanto, soprattutto dal fatto che fornisce un criterio semplice per calcolare il valore intrinseco di un'azione e, quindi, il suo grado di sotto o sovra quotazione.

L'assunto di fondo, verificato in decenni di storia borsistica, è che il prezzo è una funzione degli utili, in una relazione di proporzionalità che, sebbene non rigorosamente lineare, è pressoché sempre riscontrabile.

Essendo quindi prezzo ed utile le due variabili fondamentali da analizzare, per determinare il valore intrinseco è opportuno cercare di individuare il P/E (rapporto prezzo/utili) vero e non solo il prezzo vero, in modo che il confronto con gli utili sia immediato.

Facendo un esempio numerico per rendere il tutto facilmente comprensibile, la formula accanto significa che se gli utili per azione cresceranno mediamente per i prossimi sette anni del 5%, il P/E giusto è 18,5. Se l'attuale P/E è più alto, l'azione è sovra quotata, se è più basso è sotto quotata.

IL TASSO DI CRESCITA

Non rimane, pertanto, che da capire come sia possibile stimare il tasso di crescita degli utili di una società per i prossimi sette anni. Anche in questo caso Graham ci fornisce un criterio molto semplice: poiché le situazioni delle aziende, di solito, non cambiano nell'arco di pochi mesi o anni, è del tutto ragionevole assumere che il tasso di crescita atteso di un'azienda sia pari al tasso di crescita medio registrato negli ultimi tre anni.

Un ultimo, fondamentale, insegnamento per chi voglia operare seguendo la strategia consigliata da Graham è quello di tenere sempre presente che, poiché il prezzo vero dipende dalla stima degli utili futuri, è intrinsecamente soggetto ad una margine di errore e non può quindi essere considerato come un dato preciso e puntuale, ma soltanto come un parametro di riferimento. L'investitore prudente, quindi, non si accontenterà di qualsiasi sottovalutazione, anche minima, per comprare, ma vorrà una sottovalutazione notevole, di almeno il 30%, in modo da garantirsi buone performance anche nel caso in cui gli utili futuri crescano meno di quanto stimato nel calcolo del prezzo giusto. ■

La formula del vero P/E

Prezzo vero =
EPS (utile per azione)
(8,5+ 2Δfuturo EPS)

dove
futuro EPS =
tasso di crescita medio
degli utili previsto
per i prossimi sette anni.

Dividendo, quindi,
per gli utili per azione
entrambi i membri
dell'equazione sopra
citata, si ha:

P/E vero =
(8,5+ 2Δfuturo EPS)