

# ACADEMY

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

## I GRANDI INVESTITORI

■ di Ernesto Caggiano



## GROWTH+VALUE COSÌ GUADAGNA O'SHAUGHNESSY

La combinazione dei due stili di investimento con un proprio metodo è la strategia vincente del guru che è stato anche il pioniere dell'analisi quantitativa. Ecco le sue convinzioni, le sue regole e i parametri fondamentali che utilizza per valutare l'acquisto di un titolo

James (Jim) O'Shaughnessy è presidente e amministratore delegato della O'Shaughnessy Asset Management, una società di investimento che attualmente gestisce un patrimonio di circa 13 miliardi di dollari, grazie anche alla stretta collaborazione con la Royal Bank of Canada. O'Shaughnessy è coinvolto direttamente nella gestione di questi assets miliardari, in quanto nella società che presiede svolge anche il ruolo di direttore degli investimenti, contribuendo in maniera decisiva alla messa a punto delle strategie d'investimento delle oltre 15 tipologie di fondi che la società ha implementato. E' unanimemente considerato uno dei grandi guru di Wall Street e uno dei pionieri dell'analisi quantitativa dei portafogli azionari, in quanto per molti anni ha studiato e testato le più comuni e diffuse strategie di gestione di portafogli azionari, utilizzando un data-base contenente i dati fondamentali e tecnici di quarant'anni di



**James O'Shaughnessy**

E' PRESIDENTE E AMMINISTRATORE DELEGATO DELLA SOCIETÀ DI ASSET MANAGEMENT CHE PORTA IL SUO NOME. SEGUE IN PRIMA PERSONA LA GESTIONE DI ASSET PER 13 MILIARDI DI DOLLARI.

tutte le società quotate a Wall Street con una capitalizzazione superiore ai 150 milioni di dollari.

I risultati di questa importantissima ricerca sono stati resi pubblici in un fondamentale libro pubblicato nel 1996, intitolato *What works on Wall Street - a guide to the best performing investment strategies of all time* (Cosa funziona veramente a Wall Street – una guida alle migliori strategie di investimento di tutti i tempi). Obiettivo di O'Shaughnessy era, in particolare, quello di dare una risposta possibilmente definitiva, fondata su dati scientificamente elaborati e non su impressioni soggettive, all'annosa disputa tra sostenitori del value investing e fans dello stile growth, che da sempre è fonte di accesi dibattiti tra esperti finanziari e money managers.

### IL MIX DI STRATEGIE

Il risultato al quale è giunto è che non c'è una strategia migliore in assoluto, che funziona meglio delle altre in qualsiasi condizione di mercato e su qualsiasi tipologia di azioni. La strategia "value" tende a dare migliori risultati quando viene applicata alle azioni di società a grande capitalizzazione, mentre l'approccio mirato alla crescita risulta più profittevole su portafogli che comprendono anche azioni di società medio-piccole. Ha anche scoperto che le due strategie, essendo complementari, possono essere combinate con ottimi risultati, dal momento che la strategia basata sul valore garantisce minore volatilità, mentre quella fondata sulla crescita offre un maggior potenziale di apprezzamento del capitale.

O'Shaughnessy afferma, tuttavia, che il fattore più importante per il successo di ogni strategia è la disciplina, il rimanere, cioè, fedeli alla medesima per un arco temporale medio-lungo, senza farsi prendere dal panico anche nei periodi neri dei mercati.

### VALUTAZIONE GROWTH

Relativamente alla "growth strategy" ha approfondito soprattutto l'importanza dei seguenti parametri:

- ELEVATI TASSI DI CRESCITA DEGLI UTILI DA UNO

- A CINQUE ANNI
- ELEVATI MARGINI DI PROFITTO
- ELEVATI ROE (RETURN ON EQUITY)
- ELEVATA FORZA RELATIVA

Il risultato è stato che la selezione di titoli effettuata utilizzando esclusivamente questi parametri è molto rischiosa. I titoli selezionati, infatti, sebbene crescano in modo esponenziale quando producono alti rendimenti, soprattutto nei mercati Toro, attraversano anche periodi di forte ribassi. Sul lungo periodo, comunque, si tratta di strategie rischiose, in quanto un continuo aumento negli anni del tasso di crescita degli utili e una duratura forza relativa sono eventi rari, che rappresentano delle eccezioni.

O'Shaughnessy, in particolare, ha scoperto che acquistare società esclusivamente sulla base del parametro del tasso di crescita degli utili, sia quello degli ultimi cinque anni sia quello dell'ultimo anno, è una scommessa perdente, in quanto solitamente queste azioni sono troppo care rispetto alle reali, ulteriori possibilità di crescita degli utili negli anni futuri.

Il migliore parametro per implementare una strategia growth è, invece, la forza relativa. Infatti, i titoli con la più alta forza relativa (il più alto incremento di prezzo nell'anno precedente rispetto alla media di mercato) sono quelli che hanno la miglior performance nell'anno successivo.

Per costruire quello che secondo lui è in assoluto il miglior approccio growth, O'Shaughnessy suggerisce di bilanciare parametri orientati esclusivamente alla crescita con altri che garantiscano che non stiamo pagando un prezzo troppo elevato, in particolare il rapporto prezzo/fatturato.

### I FILTRI

Quello che ha chiamato Cornerstone growth approach è implementato utilizzando i seguenti filtri:

- CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO DI 150 MILIONI DI DOLLARI O SUPERIORE



**L'APPRENDISTATO PER DIVENTARE TRADER È LUNGO E FATICOLO, 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.**



“ ..acquistare società esclusivamente sulla base del parametro del tasso di crescita degli utili, sia quello degli ultimi cinque anni sia quello dell'ultimo anno, è una scommessa perdente, in quanto solitamente queste azioni sono troppo care rispetto alla ulteriore possibile crescita degli utili futuri „



- UTILI PER CINQUE ANNI CONSECUTIVI
- RAPPORTO PREZZO/FATTURATO PARI AD 1.5 O INFERIORE
- NOTEVOLE INCREMENTO DI PREZZO NEL CORSO DELL'ULTIMO ANNO

Un basso rapporto prezzo/fatturato unito ad un'alta forza relativa assicura che i titoli orientati alla crescita vengano acquistati quando hanno un prezzo ragionevole ma in un momento in cui il mercato ha già dimostrato di avere capito di averli trascurati. O'Shaughnessy avverte che questo approccio tende a essere volatile ma i suoi elevati rendimenti compensano il rischio più alto che ci si assume. Si tratta, comunque, di una strategia adatta ad investitori con una propensione al rischio almeno medio-alta. La value strategy, invece, cerca di individuare titoli trascurati dal mercato, il cui prezzo, cioè, è basso o, perlomeno, interessante rispetto ad alcuni parametri di analisi fondamentale. I parametri testati da O'Shaughnessy sono stati, in particolare, il P/E (rapporto prezzo/utigli), il P/BV (rapporto prezzo/mezzi propri), il P/CF (rapporto prezzo/flusso di cassa), il P/S (rapporto prezzo/fatturato) nonché i dividendi. Il livello dei dividendi, infine, è una variabile importante per le aziende a grande capitalizzazione, mentre può essere trascurato per le società medio-piccole.

#### REGOLE DI PORTAFOGLIO

Un investitore che decide di utilizzare la strategia value/growth dovrebbe riequilibrare il portafoglio ogni anno, eliminando i titoli che non soddisfano più i criteri iniziali e sostituendoli con nuovi titoli che, invece, li rispettano; avere di media in portafoglio circa 50 titoli. Un'adeguata diversificazione, infatti, richiede circa 16 titoli nei diversi settori. Per adottare una strategia sia value sia growth, bisogna, pertanto, possedere un minimo di 32 titoli e, quindi, 50 azioni può essere considerato un livello ottimale di composizione del portafoglio, che garantisce sia una sufficiente diversificazione sia un'adeguata concentrazione sui titoli che sembrano più promettenti. ■

## I parametri-chiave

### ■ P/E ■

Bassi rapporti P/E (prezzo/utigli) sono più efficaci nella selezione di aziende a grande capitalizzazione e meno con riferimento a società medio-piccole. Ciò, secondo O'Shaughnessy, è dovuto al fatto che le aziende medio-piccole tendono in media ad avere tassi di incremento degli utili più alti e per periodi più lunghi e, quindi, ad avere P/E più alti. Però acquistare le aziende con i rapporti P/E più alti è un'idea perdente, indipendentemente dalle dimensioni delle società.

### ■ P/BV ■

P/BV (prezzo/mezzi propri): è questo un parametro che si applica bene ad aziende di tutte le dimensioni. Un alto livello di detto parametro è solitamente associato ad aziende in forte crescita e, pertanto, considerato isolatamente, non deve essere un motivo sufficiente per escludere l'acquisto di un determinato titolo.

### ■ P/CF ■

P/CF (prezzo/flusso di cassa): anche questo è un parametro significativo per tutte le tipologie di aziende. Quando il livello è alto l'azione andrebbe evitata, a meno che sia credibile un tasso di crescita degli utili così elevato da bilanciare i rischi insiti in un prezzo troppo alto rispetto alla capacità della società di generare cassa.

### ■ P/S ■

P/S (prezzo/fatturato): è, secondo O'Shaughnessy, il parametro più importante per qualsiasi tipologia di società. Bassi rapporti sono quasi sempre associati a elevati rendimenti, mentre alti rapporti sono molto rischiosi e andrebbero evitati.