

SCM^{SpA}

SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società di intermediazione mobiliare

NEWSLETTER TRA MERCATI & FINANZA



IL VALUE INVESTING NELL'EPOCA DEI PIR

A cura di Antongiulio Marti
Portfolio Manager

25 maggio 2017

Tutti i diritti riservati

INVESTIMENTO O SPECULAZIONE?

Ogni buon investimento si contraddistingue per un numero limitato di caratteristiche che lo rendono tale e che, con il senno di poi, sono facilmente individuabili: è semplice guardare il passato e stabilire perché un investimento abbia avuto successo o meno, mentre l'abilità del gestore/ investitore sta proprio nell'individuare tali caratteristiche a priori, e nel maturare un grado di convinzione sufficiente per prendere una decisione. Vi sono diversi approcci all'investimento, ognuno a suo modo complesso, ma la filosofia di investimento che ritengo più efficace è il *value investing*.

Il primo passo per comprendere il *value investing* - che possiamo definire "l'arte dell'investimento" - è separare il concetto di investimento da quello di speculazione. Per quanto riguarda il concetto di investimento, appare naturale pensare al fine di questa attività: realizzare un utile. Questa speranza è però anche alla base dell'attività speculativa, pertanto la differenza, non trovandosi nel fine, deve necessariamente essere nel metodo: come si raggiunge l'utile?

Immaginiamo il caso di due individui, entrambi con l'obiettivo di generare un utile dal proprio investimento. Il primo acquista un immobile che produce reddito, il secondo acquista azioni di una società quotata sperando che questa possa sviluppare una nuova tecnologia. Entrambi hanno lo stesso obiettivo (generare un utile) ma il metodo utilizzato è diverso: l'utile del primo investitore è un utile già presente (il reddito), quello del secondo dipende da un avvenimento futuro incerto (aumento del prezzo del titolo), ed è proprio questo elemento aleatorio che caratterizza l'investimento del primo dalla speculazione del secondo.

Nel contesto dell'investimento azionario, tale distinzione non è sempre ben marcata come nell'esempio precedente e pertanto bisogna stabilire una definizione: l'acquisto di un titolo motivato dall'aspettativa di un

avvenimento futuro è la base della speculazione, un'attività molto vicina al gioco d'azzardo, ma con migliori probabilità di vincita.

L'attività della speculazione dunque è paragonabile all'attività del gioco d'azzardo: divertente, ma non l'*optimum* per generare utile dal proprio capitale.

L'attività di investimento invece è tale soltanto quando, a seguito di una rigorosa analisi, l'investitore diventa proprietario di una piccola quota della società, acquistando le azioni della società stessa. Diventa di fatto partecipante del futuro della società, dei suoi utili, dei beni mobili e immobili ecc.

La discrepanza negli obiettivi caratterizza ancora una volta la figura dell'investitore rispetto a quella dello speculatore. Il primo intende diventare proprietario della società e guadagnare insieme ad essa, il secondo scommette solamente sulla direzione del prezzo del titolo. La differenza è grande: il primo agisce da imprenditore, il secondo da giocatore d'azzardo.

IL VALORE INTRINSECO

Dando per assodato che l'investimento è un'attività finalizzata all'accumulo di ricchezza nel tempo attraverso la partecipazione agli utili prodotti dagli investimenti detenuti - e che la speculazione è invece un'attività finalizzata al guadagno immediato, attraverso la compravendita di titoli, ne deriva che se un titolo (o altro strumento finanziario) non produce flussi di denaro non può definirsi investimento, poiché l'unico modo per creare valore è vendere a un prezzo superiore a quello di acquisto.

Infatti, acquistando una quota di partecipazione in una società, si creerà valore attraverso la generazione di flussi di cassa che essa produrrà negli anni successivi. Al contrario, acquistando un lingotto d'oro, la creazione di valore passa unicamente dalla possibilità di rivenderlo ad un prezzo superiore. Qui entra in gioco il concetto fondamentale di "valutazione".

Ogni società, ogni titolo, ogni immobile, ogni materia prima ha un valore economico intrinseco e se l'obiettivo è effettuare un investimento è necessario saper calcolare questo valore.

Il valore intrinseco è dato dai flussi di denaro che quell'investimento produrrà nel corso della sua vita. Per esempio, se si detiene un immobile che genera 10.000 euro di utile l'anno in affitti, il valore intrinseco di tale immobile si calcolerà sulla base di quei 10.000 euro. Diversamente, il valore intrinseco di una società si calcolerà sulla base dell'utile che genera. Data l'assenza di un utile reale sul quale fondare la valutazione nel caso di asset come le materie prime, i francobolli ecc. una valutazione oggettiva diviene impossibile, rendendo così tali asset speculativi.

Il prezzo di mercato di ogni investimento è dato dall'equilibrio tra la domanda e l'offerta di quel prodotto. Per esempio, la domanda e l'offerta tenderanno a convergere verso il valore intrinseco dell'asset in presenza di un investimento che genera utile. Nel caso in cui il valore intrinseco dovesse aumentare, si creerà un nuovo equilibrio intorno al nuovo valore; in caso contrario il prezzo scenderà per riflettere la contrazione del valore. Se invece siamo in presenza di un asset che non genera utile, la domanda e l'offerta non saranno mosse dal valore intrinseco ma da altre dinamiche – quelle di mercato – che sono meno prevedibili (per esempio la produzione di petrolio espressa in barili rispetto al suo consumo).

MR. MARKET E IL MARGINE DI SICUREZZA

Chiarito il concetto di valore economico intrinseco, per capire come investire bisogna, in primis, stabilire la differenza tra valore e prezzo. Il valore è l'espressione numerica di tutti gli elementi economici qualitativi e quantitativi di una società; il prezzo invece è determinato dal mercato.

Il valore dunque risponde alla domanda "Quanto vale?", mentre il prezzo risponde alla domanda "Quanto costa?". Considerando che prezzo e valore

tendono a convergere nel tempo, un investimento è tale soltanto se si acquista ad un prezzo inferiore al valore.

La stima di un valore intrinseco attuale con cui confrontare il prezzo di mercato (concetto basilare nel *value investing*) permette di avere tale valore come punto di riferimento statico in un ambiente economico in continuo cambiamento. L'esistenza di tale punto di riferimento permette all'investitore di visualizzare l'universo di possibili investimenti, scegliendo così i migliori, cioè quelli il cui prezzo è maggiormente a sconto del valore intrinseco.

Se è davvero così semplice il principio di "acquistare una società per meno di quanto vale", sorge spontanea la domanda: perché non lo fanno tutti? La risposta è che nonostante la semplicità del metodo la sua esecuzione non lo è affatto.

Il calcolo del valore intrinseco di una società è un'arte che richiede esperienza e ore di analisi; tanti sono infatti i fattori in gioco ed è necessaria una mente cinica, critica e poco influenzabile.

Benjamin Graham, nel libro *The Intelligent Investor*, suggerisce di immaginare il mercato – Mr. Market - come un socio con una doppia personalità. Mr. Market busserà alla porta dell'ufficio dell'investitore/gestore proponendo di comprare degli investimenti. A volte Mr. Market è ottimista e proporrà investimenti ad un prezzo alto: dirà che l'economia va bene, che le prospettive sono buone e regnerà l'ottimismo. Altre volte invece Mr. Market è pessimista e depresso e arriva al punto di credere che il mondo stia per finire: l'economia è in cattiva salute e gli investimenti proposti non hanno buone prospettive. Purtroppo per lui (o per fortuna per gli investitori consapevoli) Mr. Market non è così bravo a prevedere il futuro e spesso è disposto a vendere investimenti a prezzi molto più bassi del loro valore intrinseco. E' in questi momenti che si trovano le occasioni migliori.

Quando tutti sono pessimisti, quando i mercati crollano e tutti parlano male dell'economia, allora si può essere certi che si presenteranno numerose opportunità. Il miglior amico dell'investitore è la paura stessa: quando gli

altri hanno paura, è il momento di comprare. Si dice che il Barone Rothschild una volta disse: "Il momento opportuno per comprare è quando c'è sangue per le strade".

Il vero investitore non dà peso ai prezzi di mercato nel breve periodo. Se si investe in azioni, non c'è alcun motivo per controllare il prezzo dei titoli che si detengono in portafoglio ogni giorno. L'unico motivo per cui si dovrebbe guardare il prezzo è per confrontarlo con il valore. Perché l'investitore dovrebbe credere sempre e comunque a Mr.Market, se viene considerato un folle con una doppia personalità? Acquistato un immobile, l'acquirente non chiama il proprio agente immobiliare ogni giorno per sapere se il prezzo di mercato è salito o sceso di qualche centinaia di euro. In Borsa bisognerebbe ragionare allo stesso modo.

Come si può intuire, è più facile scriverlo che metterlo in pratica: questo approccio può diventare molto stressante e psicologicamente estenuante, in quanto, per natura, l'investitore bravo prenderà decisioni che nessun altro ha il coraggio di prendere, e si troverà a combattere da solo contro quanto dicono i media e gli speculatori. E' sufficiente ricordare sempre prezzo e valore. Non serve nient'altro. Se il prezzo di un titolo è inferiore al suo valore intrinseco è tempo di comprare. Se il prezzo è superiore, è tempo di vendere.

Tenendo ben presente che la prudenza è una delle principali virtù di un investitore, non è sufficiente acquistare un titolo a sconto rispetto al suo valore intrinseco, ma bisogna acquistarlo con uno sconto davvero importante.

Se si pensa di aver trovato un titolo che dovrebbe valere 20 euro, non va acquistato a 19 euro e neanche a 18. Va acquistato se il prezzo è 15 o 16 euro. Se si tratta di una società di grande qualità, magari lo si può acquistare a 17 euro, ma non di più.

Questo concetto si chiama "margine di sicurezza" (*margin safety*). Warren Buffett, uno dei padri del *value investing*, descrive questo concetto con la

metafora del ponte: “quando si costruisce un ponte e si stima che il carico massimo che deve sostenere non sarà mai superiore alle ventimila tonnellate, non lo si costruisce in grado di sostenerne ventunomila, bensì settantamila o centomila. Questo è il margine di sicurezza”.

Questi concetti sono i pilastri fondanti della filosofia del *value investing*: tra gli investitori prodigio di questa filosofia ci sono grandi nomi come Warren Buffett, Benjamin Graham, Charlie Munger, Walter Schloss e Bill Ruane.

L'EPOCA DEI PIR

Dall'inizio del 2017 stiamo assistendo al fenomeno PIR, acronimo di Piani Individuali di Risparmio. I PIR sono di fatto dei contenitori fiscali (fondi comuni, gestioni patrimoniali, polizze vita) che hanno la caratteristica di essere totalmente esenti dalle imposte sui redditi generati dall'investimento, purché vengano rispettate alcune condizioni.

Le due principali condizioni afferiscono alla composizione del portafoglio “PIR” e alla durata temporale di questi ultimi. Per quanto riguarda la composizione, il 70% del portafoglio PIR deve essere investito in aziende italiane, il 30% di questo 70% deve essere indirizzato verso le piccole e medie imprese quotate. Per quanto riguarda la durata temporale, i PIR devono essere mantenuti per almeno 5 anni per rendere esenti da tassazione gli utili in conto capitale.

E' già in atto dunque un'importante migrazione di flussi di capitale verso queste forme di investimento, che si traduce in una cascata di denaro verso le PMI quotate.

Vi sono senz'altro interessanti opportunità tra le small e mid cap italiane, ma il rischio che i prezzi di queste società vadano in breve tempo oltre al loro valore intrinseco è dietro l'angolo.

Il mercato borsistico italiano attualmente è composto da 310 società, di

queste 215 hanno una capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro, quindi il 70% dei titoli quotati in Italia appartengono alla categoria delle c.d. small-mid cap.

Nei prossimi mesi, molte altre società sbarcheranno a Piazza Affari, grazie anche al fenomeno PIR e le valutazioni potrebbero diventare eccessivamente alte sull'onda dell'euforia. Sarà sicuramente un'ottima opportunità per scovare le nuove Brembo, Interpump, El.En, IMA – solo per citare alcuni titoli che nel lungo periodo hanno dato enormi soddisfazioni - ma occorrerà stare attenti ai rischi di eccessiva valutazione sull'onda dell'euforia. Il *value investing* diventa dunque l'approccio che viene in soccorso in questi momenti potenzialmente *misleading*; è un percorso di umiltà intellettuale, che accompagna l'investitore nella conoscenza di numerose realtà per comprendere, dalle fondamenta, il funzionamento dell'economia reale.

Solutions Capital Management SIM S.p.A.

Via Maurizio Gonzaga 3, Milano - Italia 20123
Tel: +39 02 00 63 33 00

area_commerciale@scmsim.it
investimenti@scmsim.it

www.scmsim.it

Il presente dossier (la "Presentazione") è stato redatto da SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT SIM S.p.A. (la "Società"). La Presentazione è divulgata dalla Società a solo scopo informativo ed ha ad oggetto la Società e le attività da essa svolte, mentre non intende in alcun modo costituire sollecitazione al pubblico risparmio o promuovere alcuna forma di investimento o commercio; né promuovere o collocare servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari, valori mobiliari o prodotti/servizi bancari, finanziari o assicurativi. In particolare, la Presentazione non costituisce parte integrante e non può in alcun modo essere considerata come offerta di sottoscrizione o come sollecitazione all'investimento o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Detta Presentazione, inoltre, non costituisce una consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. Al riguardo, la Società non formula alcun parere, opinione o giudizio in merito all'opportunità di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari per il potenziale investitore.

La Società non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo della Presentazione.

Le informazioni rese disponibili attraverso la Presentazione non devono essere intese come una raccomandazione o un invito della Società a compiere una particolare transazione, o come suggerimento apporre in essere una determinata operazione. Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare investimenti e, a tale scopo, non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detta Presentazione, bensì dovrà consultare anche altre fonti.

Ove siate interessati ad approfondire la conoscenza della Società, vi raccomandiamo di rivolgervi alla stessa. Nel caso siate interessati a conoscere i servizi finanziari offerti dalla Società, vi preghiamo di darne notizia alla stessa che vi fornirà le informazioni appropriate e vi sottoporrà la documentazione, anche contrattuale, necessaria.

La Società fa inoltre in modo che le informazioni contenute nella Presentazione rispondano, nella maggiore misura possibile, ai requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. La Società, peraltro, è sollevata da ogni responsabilità per eventuali errori o inesattezze nel contenuto di tali informazioni per cause non imputabili alla stessa.

Non è consentito riprodurre, elaborare, pubblicare, immettere in rete, trasmettere o distribuire in alcun modo, neppure parzialmente, la Presentazione, in forma sia analogica che digitale. Sono in particolare vietate la stampa, fotocopiatura, riproduzione o elaborazione in qualsiasi forma dei materiali nonché la cessione dei materiali stampati, fotocopiati, riprodotti o elaborati, anche ove essa avvenga a titolo gratuito o al prezzo del costo di tali operazioni. Ogni uso non conforme alle condizioni sopra indicate sarà perseguito nei termini di legge.