NEW YORK TIMES BESTSELLER

OLTRE 1.000.000 DI COPIE VENDUTE



IL METODO WARREN BUFFETT

I SEGRETI DEL PIÙ GRANDE INVESTITORE DEL MONDO

TERZA EDIZIONE

ROBERT G. HAGSTROM

HOEPLI

ROBERT G. HAGSTROM

IL METODO **WARREN BUFFETT**

I SEGRETI DEL PIÙ GRANDE INVESTITORE DEL MONDO

Terza edizione

Traduzione di Andrea Plazzi



EDITORE ULRICO HOEPLI MILANO

Titolo originale: *The Warren Buffett Way – Third Edition*
Copyright © 2014 by Robert G. Hagstrom. All Rights Reserved.
This translation published under licensed with the original publisher John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey (USA).

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, without the prior written permission of the above publisher of this book.

Copyright © Ulrico Hoepli Editore S.p.A. 2014
via Hoepli 5, 20121 Milano (Italy)
tel. +39 02 864871 – fax +39 02 8052886
e-mail hoepli@hoepli.it

www.hoepli.it

Seguici su Twitter: @Hoepli_1870

Tutti i diritti sono riservati a norma di legge
e a norma delle convenzioni internazionali

ISBN 978-88-203-6373-4

Traduzione: Andrea Plazzi
Progetto editoriale: Maurizio Vedovati - Servizi editoriali (info@iltrio.it)

Realizzazione digitale: Promedia, Torino

Sommario

Prefazione all'edizione italiana
di Marco Panara
L'Eccezione
di Howard Marks
Introduzione alla seconda edizione americana
di Bill Miller
Introduzione alla prima edizione americana
di Peter S. Lynch
Introduzione
di Kenneth L. Fisher
Prefazione dell'autore

Capitolo 1 Un evento "5 sigma": il più grande investitore del mondo
La storia e gli inizi
Buffett Partnership Ltd.
Berkshire Hathaway
Assicurazioni
Un uomo, un'azienda
Un evento "5 sigma"

Capitolo 2 La formazione di Warren Buffett
Benjamin Graham
Philip Fisher
Charlie Munger
Una combinazione di influenze intellettuali

Capitolo 3 Il momento dell'acquisto: i dodici principi immutabili
Criteri di business
Criteri di management
Criteri finanziari
Criteri di mercato
Anatomia di una quotazione a lungo termine

Capitolo 4 Come acquistare azioni: nove casi esemplari
Washington Post Company
GEICO Corporation
Capital Cities/ABC
Coca-Cola Company
General Dynamics
Wells Fargo & Company
American Express Company
IBM - International Business Machines
H.J. Heinz Company
Un filo conduttore

Capitolo 5 La gestione del portafoglio: matematica dell'investimento
La matematica dell'investimento selettivo
Gli investitori selettivi di Graham-and-Doddsville

Capitolo 6 La psicologia dell'investimento
All'intersezione tra psicologia ed economia
La finanza comportamentale
"E nell'angolo opposto, Warren Buffett!"
Perché la psicologia è importante

Capitolo 7 Il valore della pazienza
In nome del lungo termine
Razionalità: una differenza critica
Idee al rallentatore
Il Sistema 1 e il Sistema 2
Il "mindware gap"
Tempo e pazienza

Capitolo 8 Il più grande investitore del mondo
Buffett in privato
Il vantaggio Buffett
Pensare come Buffett
Trovare la propria strada

Appendice
Note
Indice analitico
Ringraziamenti
Il sito web
Informazioni sul Libro

Circa l’autore

Prefazione all'edizione italiana

Omaha è una cittadina di poco più di 400 mila abitanti, sorta un secolo e mezzo fa sulle rive del Missouri, in pieno Midwest degli Stati Uniti. È una città prospera, ma non è una capitale finanziaria. Nel mondo della finanza però la conoscono tutti, perché è la città di quello che viene definito "il più grande investitore del mondo", il "saggio di Omaha": Warren Buffett. La ragione per la quale Buffett viene definito "il più grande investitore del mondo" non è dovuta al fatto che ha guadagnato moltissimo, per sé e per coloro che gli hanno affidato i loro denari, ma a due precisi parametri: ha fatto meglio del mercato (molto meglio), e lo ha fatto per un lungo periodo di tempo (oltre sessant'anni). Viene invece definito "saggio" perché lui, Buffett, non predice il futuro ma predica, nel senso che trasferisce a chi vuole ascoltarlo – e sono molti – la saggezza frutto della sua esperienza.

Il Metodo Warren Buffett non è una biografia ma una lettura organica e intelligente delle tante lezioni del guru di Omaha, costruita mattone dopo mattone a partire dalla sua formazione e poi attraverso un'analisi di alcuni tra i suoi tanti investimenti, per individuare attraverso di essi i principi adottati con costanza nel corso di una lunga storia segnata da moltissimi successi e pochissimi insuccessi. È un libro di filosofia: del denaro e dell'investimento.

Warren Buffett non è un uomo avido ma è molto interessato al denaro, ed è abilissimo nel farlo. Il denaro è al centro della sua intera vicenda sin dalla sua infanzia, quando comprava per 25 centesimi sei lattine di Coca Cola al supermercato e le rivendeva a 5 centesimi l'una casa per casa, con un guadagno di 5 centesimi (il 20%). Ma il denaro che Buffett ha fatto in quantità più che considerevoli non serviva per cambiare la sua vita. Ancora oggi abita nell'appartamento di Omaha che comprò nel 1958; da uomo del Midwest preferisce gli hamburger all'aragosta; veste senza visibile vanità. L'unico lusso è il jet con il quale gira per l'America a diffondere il suo verbo.

Anche nella filantropia la scelta è stata in linea con i principi che hanno regolato i suoi investimenti. Il suo patrimonio, che ne fa uno degli uomini più ricchi del mondo, è destinato alla Bill & Melinda Gates Foundation, salvo una piccola quota (comunque assai consistente) che renderà più semplice la vita dei suoi figli e nipoti. Alla fondazione di famiglia creata dalla moglie Susan, scomparsa qualche anno fa, ha preferito quella dei Gates perché ha verificato che in quella organizzazione ci sono già le professionalità che nella fondazione di famiglia si sarebbero dovute costruire. Se c'è qualcuno che fa qualcosa meglio di come possiamo farla noi, meglio lasciarla fare a loro. Una filantropia razionale, non condizionata dalla vanità del proprio nome, che peraltro alla Storia è già consegnato.

La filosofia più importante, però, è quella dell'investimento. L'uomo Buffett può essere considerato più o meno saggio, più o meno esemplare nell'uso del suo denaro, ma nell'impiego del denaro è oggettivamente un maestro. Non casualmente: Buffett non è un autodidatta di talento baciato

dalla fortuna. Ha cominciato presto la sua attività, ma la sua formazione è stata accuratissima, con due maestri come Benjamin Graham, il padre dell'analisi finanziaria, e Philip Fisher, il padre dell'analisi microeconomica finalizzata agli investimenti. Da Graham, il suo primo maestro, Buffett ha imparato a valutare il prezzo di acquisto; da Fisher a valutare l'azienda. Il metodo Buffett è una sintesi straordinaria delle lezioni di questi due mentori, arricchita dalla collaborazione cinquantennale con Charlie Munger, un avvocato trasformatosi in investitore, che è tuttora l'alter ego di Buffett nella Berkshire Hathaway, la compagnia di investimento che con solo 23 persone controlla oltre 80 società e 270 mila dipendenti.

La chiave della filosofia di investimento di Buffett è rintracciabile in una serie di principi, il primo dei quali è: "Non comprare se non capisci quello stai comprando". Vuol dire: capire che cosa produce l'azienda alle cui azioni sei interessato, le qualità del management, le caratteristiche dei prodotti e dei mercati di riferimento. Buffett vede le aziende, non le quotazioni azionarie. Il suo consiglio è che se non si capisce è meglio lasciar stare, e se non si hanno gli strumenti per capire è meglio investire nell'indice di borsa che affidarsi a sofisticati e costosi analisti. Comprare bene attività che abbiano prospettive di redditività elevata nel lungo periodo, e non aver paura di concentrare i propri investimenti se si è razionalmente convinti delle proprie scelte.

Lui, Buffett, partendo da un investimento di 100 dollari ha accumulato un patrimonio miliardario con la sua attività di investitore e di arbitraggista. La grande vittima della sua lunga corsa è la teoria del mercato efficiente: nessuno meglio del vecchio investitore di Omaha ha dimostrato, con i fatti, che efficiente il mercato non lo è affatto.

Marco Panara
la Repubblica

L’Eccezione

Una delle domande che mi sento porre più spesso è la seguente: “Che cosa può spiegare lo straordinario successo di Warren Buffett come investitore?”. È la domanda che cercherò di analizzare in questa introduzione.

Verso la fine degli anni Sessanta stavo studiando per il mio Master in Business Administration presso la Chicago University, e fu allora che entrai in contatto con una nuova teoria finanziaria, sviluppata proprio a Chicago negli anni precedenti. Uno degli elementi chiave della filosofia di pensiero della “Scuola di Chicago” era la “teoria del mercato efficiente”: gli sforzi combinati di milioni di investitori razionali, motivati, oggettivi e informati fanno sì che le informazioni si riflettano immediatamente sui prezzi di mercato, in modo che gli investimenti producano un profitto equo e commisurato al rischio, né più né meno. I prezzi perciò non sarebbero mai troppo bassi, o troppo alti, da non permettere di poterne trarre un ricavo, e nessun investitore risulterebbe quindi in grado di identificare sistematicamente occasioni di cui approfittare. È da questa ipotesi che deriva il celebre motto della Scuola di Chicago: “Non puoi battere il mercato”.

La teoria del mercato efficiente costituisce la base filosofica per una conclusione del genere, e non mancano i dati empirici da cui si ricava come, effettivamente, nonostante tutti i loro sforzi, la maggior parte degli investitori non riesca a battere il mercato. Si tratta di un argomento forte a favore dell’impossibilità di una performance superiore alla media.

Questo non significa che nessun investitore batta il mercato. Ogni tanto qualcuno ci riesce, proprio come altrettanti, specularmente, ottengono performance inferiori alla media: l’efficienza del mercato non è una forza invincibile, ed è possibile che i rendimenti di singoli investitori si discostino da quelli di mercato. Quello che si afferma è che nessuno può riuscirvi in misura e regolarità sufficienti a smentire la teoria del mercato efficiente. Come nella maggior parte dei processi, esistono forti deviazioni dalla media, ma vengono spiegate come dovute a fattori casuali, e perciò trascurabili. Quand’ero ragazzo c’era un modo di dire che più o meno faceva così: “Se in una stanza mettiamo abbastanza scimpanzé dotati di macchina per scrivere, alla fine almeno uno scriverà la Bibbia”. In altre parole, in presenza di eventi casuali, di tanto in tanto può succedere (quasi) qualsiasi cosa. Ma come diceva anche mia madre: “È l’eccezione che conferma la regola”; una regola generale può anche non essere rispettata nel 100% dei casi, ma il semplice fatto che le eccezioni siano così rare ne conferma la sostanziale veridicità. Ogni giorno, milioni di investitori, sia dilettanti sia professionisti, dimostrano che non puoi battere il mercato.

Poi c’è Warren Buffett.

Warren e pochi altri leggendari investitori – personaggi come Ben Graham, Peter Lynch, Stan Druckenmiller, George Soros e Julian Robertson – conseguono risultati da record che sfidano la

Scuola di Chicago. In altre parole, possono vantare performance superiori alla media con un margine sufficientemente ampio, per periodi di tempo sufficientemente lunghi e per quantità di denaro sufficientemente grandi da mettere sulla difensiva i sostenitori dell'efficienza del mercato. La Storia dimostra che questi investitori sono in grado di battere il mercato non per caso, ma grazie alla loro abilità.

Specialmente nel caso di Warren, le prove sono difficili da contestare. Sulla parete del suo ufficio c'è un documento, scritto da lui, da cui risulta come la sua prima attività, The Buffett Partnership, cominciò nel 1956 con un capitale di 105 mila dollari. Da allora ha attirato tanti capitali, e prodotto tali guadagni, che oggi la sua holding Berkshire Hathaway possiede investimenti per 143 miliardi e un valore netto stimato in 202 miliardi di dollari. Per anni e anni Warren ha strapazzato tutti gli indici di mercato, diventando il secondo uomo più ricco d'America. Quest'ultimo risultato non è derivato da grandi proprietà immobiliari trasmesse per via dinastica, o da una specifica, inimitabile innovazione tecnologica come per tante persone che compaiono negli elenchi di Forbes, ma da un duro lavoro e da una grande abilità applicati a investimenti di mercato accessibili a tutti.

A cosa si devono i risultati assolutamente unici di Warren Buffett? Secondo me, i punti cruciali sono i seguenti:

È intelligentissimo. Una delle tante massime attribuite a Warren è questa: "Se avete un QI di 160, cercate di venderne 30 punti. Non ne avrete bisogno". Come sottolineato da Malcolm Gladwell nel suo libro *Fuoriclasse. Storia naturale del successo* (Mondadori, Milano 2009), per avere successo non è necessario essere dei geni, basta essere intelligenti quanto basta. Oltre un certo livello, un'intelligenza superiore non aumenta necessariamente le probabilità di successo. Al contrario, esistono persone talmente intelligenti da non riuscire a deviare dal cammino da loro stesse tracciato, o a trovare la strada del successo (o della felicità) nel mondo reale. Un QI elevato non basta a fare di una persona un grande investitore: se così fosse, probabilmente gli uomini più ricchi d'America sarebbero i professori universitari. È altrettanto importante avere una mentalità orientata agli affari, essere "svegli" e sapersi affidare al buon senso.

Ho la netta sensazione che Warren abbia un QI molto superiore a 130... *e* che non si sia mai posto il problema di sbarazzarsi di quell'eccesso "che non serve". La sua capacità di puntare al cuore di una questione, di giungere a una conclusione solida e motivata e di comportarsi di conseguenza, anche se inizialmente gli eventi sembravano smentirla, sono tutti elementi fondamentali di ciò che è e di ciò che è stato in grado di realizzare. In breve, Warren Buffett è ferocemente analitico.

È anche molto rapido: per giungere a una conclusione non gli occorrono mesi o settimane. E non ha neppure bisogno di una squadra di analisti a macinare numeri; non avverte la necessità di conoscere e prendere in considerazione ogni aspetto, fino all'ultimo elemento: gli bastano solo quelli importanti. Che identifica con un grande fiuto.

È guidato da una filosofia generale. Molti investitori sono convinti di essere abbastanza in gamba da controllare qualsiasi cosa o, almeno, si comportano in questo modo. Pensano anche che il mondo sia in costante trasformazione, e che per adattarsi e restare aggiornati sull'ultimissima meraviglia sia necessario essere eclettici e rinnovare continuamente il proprio approccio alle cose. Il problema di questa filosofia è che nessuno può realmente pensare di sapere tutto; che rimodellare e imparare ogni volta nuovi espedienti è difficile; e che questa forma mentale impedisce di sviluppare competenze specializzate e utili scorciatoie.

Al contrario, Warren sa di non sapere: si limita a ciò che sa e lascia il resto agli altri. Questo è fondamentale, perché, come ha scritto Mark Twain: "Non si finisce nei guai per quello che non sappiamo ma per quello che siamo certi di sapere e che non è così". Warren investe solo in attività che capisce bene e con le quali si sente a proprio agio. Predilige settori terra-terra e, per esempio, evita le società hi-tech. È ben noto come preferisca rinunciare a ciò che non ricade entro questa sua filosofia. Soprattutto (al contrario di molti altri), non ha nessun problema al pensiero che altri potrebbero fare soldi con qualcosa a cui lui rinuncia.

Ha una mentalità flessibile. L'importanza di essere guidati da una determinata filosofia di vita non vuol dire che non la si debba cambiare mai: adattarsi a circostanze significativamente diverse può essere di certo consigliabile e, anzi, ci si potrebbe persino imbattere in una filosofia di vita nuova di zecca. Il punto cruciale è capire quando cambiare, e quando proseguire per la propria strada.

All'inizio della sua carriera, Warren adottò l'approccio del suo maestro, Ben Graham, detto di "deep value": acquistare beni di scarso valore quando questi vengono ceduti, specialmente quando è possibile acquisire aziende a un prezzo inferiore alla loro liquidità netta. Per questo venne spesso deriso per avere "raccattato mozziconi di sigaretta". Dopo un po', su pressione del suo socio, Charlie Munger, scelse di dare maggior importanza a società più prestigiose se, protette da "fossati" e con un "pricing power" elevato, cioè con una certa libertà nella determinazione del prezzo di vendita, dirette da grandi personalità, e acquisibili a prezzi ragionevoli (ma non necessariamente da liquidazione).

Un aspetto tipico dell'approccio di Warren fu a lungo quello di stare alla larga da società che richiedevano interventi di grandi capitali, ma fu capace di superare questo suo pregiudizio per acquistare la società ferroviaria Burlington Northern Santa Fe, non appena fu chiara la sua debolezza economica all'indomani del collasso finanziario del 2008, e basandosi su prospettive di aumento della domanda per il trasporto ferroviario.

Una filosofia deve fornire una guida ma non dev'essere rigida. Come molte altre cose in tema di investimenti, si tratta di un dilemma difficile da gestire. Warren non si sottrae alla sfida, a modo suo: non gli interessa assecondare ogni nuova moda del momento, ma al tempo stesso non permette ai propri atteggiamenti mentali di farlo restare fermo al palo.

È freddo. Molti degli ostacoli e delle difficoltà al raggiungimento del successo in un investimento dipendono in una qualche misura dalle emozioni umane. Il motivo principale del fallimento della teoria del mercato efficiente è che raramente gli investitori soddisfano l'ipotesi di oggettività. All'aumentare dei prezzi, molti diventano avidi, sicuri di sé ed euforici, disponibili a continuare ad acquistare invece che a realizzare e a incamerare profitti. Al calo dei prezzi, si deprimono e si spaventano, cominciando a vendere a prezzo di realizzo, invece di acquistare. La cosa peggiore di tutte è probabilmente la terribile tendenza a giudicare i propri risultati sulla base di quelli degli altri, e di permettere all'invidia per il successo altrui di correre ulteriori rischi per il solo fatto che lo stanno facendo gli altri: l'invidia è spesso un elemento più che sufficiente a spingere le persone a seguire il gregge in investimenti di cui non sanno nulla.

Warren sembra assolutamente immune da queste emozioni. Non si sente particolarmente euforico quando i suoi beni sono apprezzati, o abbattuto quando calano di valore, ed è certamente lui a decidere che cosa costituisca il proprio successo, non il pubblico o i media. Non gli interessa se gli altri pensano che abbia torto o ragione, o se le sue decisioni lo mettono oppure no sotto una buona

luce: per esempio, non si smosse di un millimetro quando, all'inizio degli anni 2000, fu liquidato come "superato" per non aver preso parte a quella che poi si rivelò essere la bolla tecnologica. Gli interessa solo quello che pensa lui (e Charlie Munger)... e se i suoi azionisti guadagnano.

È un bastian contrario e un iconoclasta. Dove l'investitore medio pensa di dover seguire il gregge, nonostante gli errori e le emozioni, gli investitori migliori vanno controcorrente, allontanandosi in determinati momenti cruciali. Ma fare il contrario di quello che fanno gli altri non basta: bisogna capire perché è sbagliato, che cosa si dovrebbe fare al loro posto, avere il coraggio di andare in direzione opposta (e cioè adottare e mantenere quelle che David Swensen dell'Università di Yale chiama "posizioni disagevolmente idiosincratiche"), essere disposti ad apparire in errore agli occhi degli altri finché il vento non cambierà direzione, e aspettare di avere ragione. A volte potrà sembrare che quest'ultima fase non passi mai; come dice un vecchio adagio: "Chi è troppo in anticipo sui tempi è indistinguibile da chi si sbaglia". Mettete tutto questo insieme, ed apparirà chiaro come non sia un'azione affatto facile.

È ovvio che a Warren un comportamento da bastian contrario viene facilissimo. Anzi, ci gode un sacco. Una volta mi disse che gli erano stati proposti dei titoli che sul mercato costavano come fiori e che a un certo punto erano diventati erbaccia: "Mi piacevano di più quando erano erbaccia". Il bastian contrario preferisce acquistare beni che nessuno vuole, e nessuno sa farlo come Warren.

È anticiclico. Investire vuol dire avere a che fare col futuro e, nonostante questo, molti dei migliori investitori sulla piazza accettano il fatto di non potere predire quello che ha in serbo il "macro futuro", cioè l'andamento generale degli sviluppi economici, dei tassi d'interesse e delle fluttuazioni di mercato. Cosa possiamo fare se in un determinato ambito non siamo in grado di fare meglio di persone che hanno deciso di fondarci la loro intera attività? Io trovo che si potrebbero avere notevoli vantaggi adottando un comportamento anticiclico.

Dal punto di vista emotivo, è facile investire quando l'economia ingrana, le società riportano un aumento degli utili, i prezzi salgono e il rischio viene ricompensato. Ma il segreto per investimenti dai ritorni superiori alla media non sta certo nell'acquistare beni che si stanno apprezzando. Gli affari migliori, al contrario, si fanno acquistando quando economia e imprese sono in crisi: è in quei periodi che con maggiore probabilità i prezzi di mercato sottostimeranno il valore effettivo. Ma anche questo non è affatto semplice da fare.

Warren ha dimostrato a più riprese la sua preferenza per investimenti effettuati nei momenti peggiori del ciclo economico, quando la risorsa che scarseggia maggiormente è l'ottimismo. Il suo investimento di 10 miliardi di dollari nei giorni più bui della crisi del 2008 per il 10% di azioni privilegiate di Goldman Sachs e General Electric, e l'acquisto della Burlington Northern per 34 miliardi nel 2009, sono emblematici. Col senno di poi, l'avvedutezza di questi investimenti oggi è evidente, ma quanti avrebbero agito con tanta decisione, quando i timori di un collasso finanziario erano alle stelle?

Ha una visione di lungo termine e la volatilità non lo preoccupa. Nel corso dei miei quarantacinque anni di esperienza nel settore, l'orizzonte temporale degli investitori non ha fatto altro che accorciarsi. In parte è sicuramente una conseguenza dell'attenzione dei media per gli investimenti e i loro esiti (che negli anni Sessanta era praticamente nulla), trasmessa agli investitori e ai loro clienti, e della tendenza alle realizzazioni su base annuale nata come conseguenza degli incentivi di fine anno riconosciuti dagli hedge fund. Ma se molte persone permettono a pregiudizi e voci infondate di condizionare i loro pensieri e le loro azioni, c'è chi può approfittarsene. È così che

l'eccessiva preoccupazione della maggior parte degli investitori per i risultati annuali e trimestrali crea occasioni di profitto per chi pensa su periodi più lunghi.

Una celebre dichiarazione di Warren è che il suo "holding period", il periodo di detenzione delle azioni, è "per sempre" e che preferisce "un 15% annuale brutto, sporco e cattivo a un 12% facile facile". Questo atteggiamento gli permette di portare avanti idee di valore per periodi più lunghi, componendo gli utili e permettendo ai guadagni di crescere senza essere tassati, invece di pagare i dividendi ogni anno, e pagando così continuamente tasse. Lo aiuta anche a evitare ristrutturazioni aziendali in tempi di crisi, consentendogli al contrario di approfittarsene. Invece di insistere sulla liquidità e di approfittare delle occasioni di uscita dagli investimenti, per come si comporta è evidente che Warren sia più che felice di affrontare investimenti di cui non sarebbe possibile disfarsi.

Non ha paura di scommettere forte sulle sue idee migliori. Per molto tempo la diversificazione ha giocato un ruolo cruciale nella cosiddetta gestione prudente dell'investimento. In breve, serve a ridurre la probabilità di grandi perdite singole (e di sentirsi contestare per avere detenuto partecipazioni eccessive in una voce in perdita). Ma se da un lato un grado elevato di diversificazione riduce le probabilità di danni causati dagli investimenti in perdita, dall'altro riduce anche quelle di potenziali guadagni da parte di quelli azzeccati.

Come in altre occasioni, il punto di vista di Warren sulla diversificazione diverge dall'opinione corrente: "La nostra strategia ci impedisce di aderire al dogma della diversificazione. Molti guru ne concluderebbero che si tratta di una strategia più rischiosa di quelle di investitori più tradizionali. Noi siamo convinti che una politica di concentrazione del portafoglio riduce sicuramente il rischio se al tempo stesso aumenta, come dovrebbe, sia l'impegno dell'investitore nei confronti di un determinato business, sia il grado di soddisfazione rispetto alle caratteristiche economiche dello stesso, prima dell'acquisto".

Warren è consapevole che le grandi idee non capitano spesso e mantiene perciò standard elevati: investe solo nelle migliori, e quando ne incontra una punta alto. Questo significa che ha un forte legame con le società e le persone in cui crede: non acquista qualcosa solo perché lo fanno gli altri e ha paura che possa andare bene senza di lui, e si rifiuta di diversificare con acquisti di cui è meno entusiasta solo per annacquare le conseguenze degli errori, cioè di praticare quella che lui chiama "di-peggiorazione". È chiaro che tutti questi elementi sono indispensabili se si vuole avere una qualche probabilità di ottenere risultati superiori alla media, ma questo non toglie che nella gestione di un portafoglio costituiscono l'eccezione e non la regola.

Non ha problemi a restare inattivo. Troppi investitori si comportano come se ci fossero sempre cose importanti da fare, o forse pensano di dovere dare l'idea di essere abbastanza in gamba da trovare sempre investimenti brillanti. Le occasioni per investimenti interessanti sono invece eventi eccezionali... e per definizione questo vuol dire che non capitano tutti i giorni.

Warren è notoriamente disposto a non agire sul mercato anche per lunghi periodi, rifiutando offerte su offerte finché non si presenta l'occasione giusta. È famoso per la sua analogia con Ted Williams, uno dei più grandi battitori di baseball, che se ne stava sul piatto con la mazza in spalla in attesa del lancio perfetto. È l'immagine perfetta per descrivere chi investe solo quando l'investimento è imperdibile. E chi può sostenere che i buoni affari capitano uno dopo l'altro e che è sempre un buon momento per investire?

Infine, non ha paura di perdere il posto. Pochissimi investitori sono in grado di prendere tutte le

decisioni che secondo loro sono giuste. Molti sono condizionati dalla loro stessa indisponibilità ad acquistare proprietà non sufficientemente liquide, controverse o altrimenti improbabili; vendere beni che si stanno apprezzando e che "tutti" sono certi che continueranno a salire; e concentrare il portafoglio sulle proprie poche e migliori idee. Perché? Perché hanno paura di sbagliarsi e delle relative conseguenze.

Gli "Agenti" che gestiscono il denaro degli altri temono che decisioni azzardate li espongano al licenziamento da parte degli azionisti, o di essere abbandonati dai loro clienti. Per questo "smussano" i loro comportamenti, facendo solo ciò che può essere considerato prudente e non controverso. È il tipo di comportamento che fece osservare a John Maynard Keynes: "Il buon senso insegna che, per la propria reputazione, è preferibile fallire in modo convenzionale che avere successo in maniera non convenzionale". Questo però produce un curioso rompicapo: se non siete disposti a prendere una decisione tanto azzardata da mettervi in difficoltà in caso di fallimento, è impossibile prenderne una che possa realmente fare la differenza in caso di successo. I grandi investitori sono persone in grado di dare seguito con i comportamenti ai loro convincimenti intellettuali. In poche parole, hanno il coraggio di essere brillanti.

Ovvio, Warren non teme di essere licenziato dal suo "datore di lavoro". La sua posizione è permanente quanto può esserlo il suo capitale: non dipende da clienti in grado di ritirare il loro investimento, ordinando la vendita a prezzo di realizzo, come può accadere a un normale gestore finanziario nei periodi di crisi. Questo semplice fatto gioca un ruolo importante nel successo di qualsiasi grande investitore, e sono certo che non sia una coincidenza se Warren ha organizzato le sue attività in questo modo, passando da un hedge fund a una struttura aziendale come la Berkshire Hathaway. Non avrebbe accettato nient'altro.

Naturalmente, Warren Buffett possiede molte altre caratteristiche tipiche dei grandi investitori. È motivato, disciplinato e determinato; lavora sodo; sa fare molto bene i conti ed è una persona estremamente logica; è un vorace consumatore di informazioni, che assorbe sia dalla lettura sia dalla frequentazione delle persone che rispetta; e, giunto a questo punto, investe per il gusto di risolvere il sofisticato problema intellettuale rappresentato da quest'attività, non per la fama o per il denaro. Sono certo che queste ultime cose sono il sottoprodotto del suo lavoro, non il suo scopo.

In teoria, molti altri avrebbero potuto realizzare gli obiettivi conseguiti da Warren Buffett nel corso degli ultimi sessant'anni. Le caratteristiche che ho elencato sono rare ma non uniche. E ciascuna di esse ci appare come sacrosanta: chi sarebbe mai disposto a contestarne una qualsiasi? Il punto è che pochissime persone sono in grado di esibirle tutte contemporaneamente. È la loro combinazione – oltre a quell'intangibile "qualcosa" in più che rende speciale una persona speciale – che ha permesso a Warren di ottenere un successo talmente eccezionale, attuando il Metodo Warren Buffett.

Howard Marks

Introduzione alla seconda edizione americana

Quando nel 1994 Robert Hagstrom pubblicò per la prima volta *Il Metodo Warren Buffett*, il libro divenne rapidamente una specie di fenomeno, che a tutt'oggi (2004) ha venduto più di un milione di copie. Una popolarità e una fortuna che da sole testimoniano dell'acume della sua analisi e del valore dei suoi consigli.

Ogni volta che il discorso arriva a Warren Buffett, è facile ritrovarsi storditi e sopraffatti dalla semplice dimensione dei numeri. Là dove la maggior parte degli investitori ragiona in termini di centinaia o anche di migliaia di dollari, Buffett si muove in un mondo di milioni e miliardi, ma questo non vuol dire che non abbia niente da insegnarci. Il contrario, piuttosto. Se guardiamo attentamente ai suoi risultati presenti e passati, e riusciamo a individuare i criteri soggiacenti alle sue strategie, possiamo sperare di modellare le nostre decisioni sulla falsariga delle sue.

È questo il contributo più profondo e durevole del libro di Robert: per anni e anni ha studiato da vicino azioni, parole e decisioni di Buffett, per poi andare alla ricerca di schemi regolari che ha distillato in questo volume, ricavandone 12 punti, 12 principi immutabili ai quali Buffett conforma la sua filosofia in ogni circostanza, periodo e mercato. Allo stesso modo, quei principi possono fungere da guida ad altri investitori.

Il valore nel tempo del lavoro di Robert è costituito dalla lucida messa a fuoco degli argomenti: anche se il libro tratta di tecniche d'investimento, in realtà il cuore della discussione è rappresentato dai principi. E i principi non cambiano. È come se sentissi Warren dire col suo sorriso sardonico: "È per questo che si chiamano principi".

E gli ultimi dieci anni hanno dimostrato in maniera lampante questa verità fondamentale. In questo periodo di tempo gli andamenti del mercato azionario sono cambiati più volte: abbiamo assistito a una bolla clamorosa che ha reso ricche molte persone, a un successivo, rapido crollo che ha prodotto un lungo e pesante periodo "Orso" (di ribasso, NdR) prima che finalmente nella primavera del 2003 il mercato toccasse il fondo e cominciasse a risalire.

Nel frattempo, l'approccio all'investimento di Warren Buffett non è mai cambiato, continuando a seguire i principi delineati in questo libro:

- Pensare all'acquisto di azioni come all'acquisto di una parte di azienda.
- Mettere insieme un portafoglio mirato, con ricambio limitato.
- Investire solo in ciò che si riesce a capire e ad analizzare.
- Pretendere un margine di sicurezza tra il prezzo d'acquisto e il valore di lungo termine dell'azienda.

Come sempre, gli investitori della Berkshire Hathaway raccolgono i frutti di questo approccio solido

e costante. Dall'inizio della ripresa, nel 2003, la quotazione della Berkshire Hathaway è salita di circa 20 mila dollari per azione: più del 30%, superando di molto la performance complessiva del mercato nel medesimo periodo.

Esiste una chiara linea di pensiero di investimento orientata al valore che parte da Benjamin Graham, prosegue attraverso Warren Buffett e i suoi contemporanei, fino a una nuova generazione di professionisti, come Robert Hagstrom. Buffett è stato il più noto allievo di Graham, e spesso consiglia di studiarne il volume *The Intelligent Investor*: una raccomandazione che sottoscrivo anch'io. Come sono convinto che questo libro di Robert abbia in comune con quel testo ormai classico una caratteristica ben precisa: non è detto che i suoi consigli faranno di voi degli uomini ricchi, ma di certo non vi ridurranno in povertà. La comprensione e l'applicazione ponderata delle tecniche e dei principi esposti in queste pagine faranno di voi un investitore migliore.

Bill Miller
Presidente e responsabile per gli investimenti, LMM, LLC

Introduzione alla prima edizione americana

Era l'inizio del 1989, la sera di un giorno feriale, quando a casa squillò il telefono. Rispose nostra figlia Annie, 11 anni, che mi disse che era Warren Buffett. Chiaramente doveva trattarsi di uno scherzo. La voce al telefono cominciò dicendo: "Sono Warren Buffett, da Omaha [come se potessi confonderlo con un qualche altro Warren Buffett]. Ho appena letto il suo libro, stupendo, e vorrei citarne una frase nel rapporto annuale della Berkshire. Ho sempre avuto voglia di scrivere un libro ma non mi sono mai deciso". Parlava molto rapidamente, con un tono chiaramente entusiasta, e in 15-20 secondi avrà detto almeno quaranta parole, comprese un paio di risate. Dissi subito di sì e parlammo per 5 o 10 minuti. Ricordo che concluse con: "Se mai passasse da Omaha e non venisse a trovarmi, il suo nome sarà carta straccia in tutto il Nebraska".

Non desiderando in alcun modo che il mio nome diventasse carta straccia in Nebraska, circa sei mesi dopo lo presi in parola. Warren Buffett mi accompagnò personalmente a visitare ogni metro quadrato dei suoi uffici (cosa che non richiese molto tempo, visto che il tutto potrebbe stare in mezzo campo da tennis), e salutai tutti i dipendenti. Da nessuna parte sembrava esserci anche un solo computer o uno schermo con le quotazioni di borsa.

Dopo un'oretta andammo al ristorante dove, seguendo i suoi consigli, gustai una bistecca incredibile e la mia prima Cherry Coke da trent'anni. Parlammo dei nostri primi lavori, di baseball e bridge, e ci scambiammo un po' di storie su aziende e società nelle quali in passato avevamo avuto delle partecipazioni. Warren discusse o rispose a domande sui titoli o altre proprietà della Berkshire (senza mai chiamare la sua azienda "Berkshire Hathaway").

Perché Warren Buffett è stato il miglior investitore della storia? Com'è come persona, azionista, dirigente e titolare di intere aziende? Che cosa c'è di così unico nel rapporto annuale della Berkshire Hathaway, perché gli dedica tanto lavoro e che cosa possiamo impararne? Nel tentativo di rispondere a queste domande rilessi gli ultimi cinque rapporti annuali, i suoi primi da presidente (quelli del 1971 e del 1972 erano di sole due pagine ciascuno), e parlai personalmente con lui. Ho anche conosciuto e parlato con nove altre persone, che a vario titolo avevano avuto rapporti di lavoro con Warren Buffett nel corso dei trent'anni precedenti: Jack Byrne, Robert Denham, Don Keough, Carol Loomis, Tom Murphy, Charlie Munger, Carl Reichardt, Frank Rooney e Seth Schofield. Per quanto riguarda le caratteristiche personali, tutte le risposte furono abbastanza in accordo: Warren Buffett è prima di tutto un uomo estremamente soddisfatto; ama tutto ciò che fa, conoscere e parlare con le persone, leggere quantità industriali di rapporti trimestrali e annuali, oltre a un sacco di giornali e settimanali. Come investitore è disciplinato, paziente, flessibile, coraggioso, sicuro di sé e risoluto. È sempre alla ricerca di investimenti dove il rischio è assente o ridotto al minimo e, oltre a questo, è molto bravo col calcolo delle probabilità e nell'assegnare le valutazioni

di rischio. Credo che la sua abilità venga da un amore intrinseco per i calcoli aritmetici, dal suo amore e dalla sua dedizione al gioco del bridge, e infine dalla lunga esperienza nel sottoscrivere e accettare elevati livelli di rischio in sede di assicurazione e riassicurazione. È disposto anche a correre rischi con bassa probabilità di perdita completa dell'investimento e ritorni sostanziosi. Prende atto di errori e fallimenti e non se ne scusa. Gli piace prendersi in giro da solo e complimentarsi con i suoi soci in termini oggettivi.

Warren Buffett è un grande studioso e un ascoltatore meraviglioso, in grado di cogliere gli elementi chiave di una società o di un argomento complesso con velocità e precisione elevate. È in grado di prendere la decisione di non investire in meno di due minuti, e concludere che è il momento di effettuare un acquisto importante dopo pochi giorni di ricerche. È sempre pronto, perché come ha scritto in uno dei suoi rapporti annuali: "Noè non cominciò a costruire l'arca quando stava già piovendo". Come manager, non ha l'abitudine di convocare un responsabile di area o l'amministratore delegato di un'azienda, ma a qualsiasi ora del giorno e della notte è più che felice se sono loro a farlo per riferirgli qualcosa o chiedergli consiglio. Dopo avere acquisito una partecipazione azionaria o anche un'intera azienda, ne diventa il maggior sostenitore e cassa di risonanza. Come ama ripetere ricorrendo a una metafora del baseball: "Alla Berkshire non abbiamo l'abitudine di spiegare a 400 battitori come si impugna una mazza da baseball".

Due esempi della disponibilità di Warren Buffett a imparare e ad adattarsi sono gli interventi in pubblico e l'uso del computer. Negli anni Cinquanta, investì 100 dollari in un corso per parlare meglio di Dale Carnegie: "Non per impedire alle ginocchia di tremare mentre parlo in pubblico ma per continuare a farlo mentre mi tremano le ginocchia". Al raduno annuale della Berkshire, davanti a più di 2 mila persone, Warren Buffett si presenta sul palco insieme a Charlie Munger e, senza appunti, tiene una vera e propria conferenza e risponde alle domande dei presenti senza nulla da invidiare a oratori come Will Rogers, Ben Graham, Phil Fisher, David Letterman e Billy Crystal. Per migliorare il suo bridge, nel 1994 Warren ha imparato a usare un computer per iscriversi a uno di quei gruppi online e giocare insieme ad altre persone, sparse in tutto il paese, ed è possibile che in futuro decida di approfittare di qualcuno delle centinaia di servizi informativi e di raccolta dati sulle aziende disponibili in rete a scopo di investimento.

Warren Buffett sottolinea sempre come il "fattore d'investimento" critico sia determinare il valore intrinseco di una data attività, per poi pagarla un prezzo giusto. Non gli interessa mai quale sia stata la performance del mercato azionario nel passato recente, o quella presunta nell'immediato futuro. Nel 1988 e 1989 acquistò oltre un miliardo di azioni della Coca-Cola dopo che il titolo si era apprezzato di oltre cinque volte negli ultimi sei anni, e di oltre cinquecento nei sessanta precedenti. Nei tre anni successivi ricavò quattro volte tanto, e ha tutte le intenzioni di fare ancora più soldi nei prossimi cinque, dieci e venti anni. Nel 1976 entrò in GEICO con una quota molto importante, dopo che il titolo era sceso da 62 a 2 dollari e l'opinione generale era che si sarebbe sostanzialmente estinto, arrivando a zero.

In quale modo l'investitore medio può applicare i metodi di Warren Buffett? Per cominciare Buffett non investe mai in settori che non capisce fino in fondo, o che ricadono al di fuori del suo "ambito di competenza". Col tempo, tutti possono formarsi e rafforzare un ambito di competenza in un settore nel quale sono coinvolti professionalmente, o che trovano interessante studiare e approfondire. In fondo, non è necessario avere ragione così tante volte nella vita, come afferma Warren quando dice che, in quarant'anni di carriera, a fare la differenza sono state dodici decisioni.

Per esempio, è possibile ridurre di molto il rischio concentrandosi su poche aziende o proprietà se questo costringe gli investitori a una maggiore prudenza e attenzione nelle ricerche: di regola, più del 75% delle proprietà in azioni ordinarie della Berkshire è rappresentato da non più di cinque titoli. Uno dei principi che ricorre più di frequente in questo libro è quello di acquistare partecipazioni in aziende di valore quando si trovano temporaneamente in difficoltà, o quando il mercato azionario è in calo e propone marchi di alto livello a prezzi convenienti. Bisogna smettere di cercare di prevedere l'andamento di borsa, economia, tassi d'interesse o i risultati delle elezioni, e soprattutto di buttare soldi in persone che lo fanno per lavoro. Meglio studiare i semplici fatti, le condizioni finanziarie, valutare l'outlook della società e acquistare quando tutte queste condizioni vi sono favorevoli. Molte persone investono come se giocassero a poker tutta la notte senza neanche guardare le carte che hanno in mano.

Pochi investitori avrebbero avuto le informazioni e il coraggio di acquistare la GEICO a 2 dollari per azione, oppure la Wells Fargo o la General Dynamics quando erano in crisi e persone bene informate sostenevano che avrebbero rappresentato solo un problema. Ma Buffett acquistò anche quote di Capital Cities/ABC, Gillette, Washington Post, Affiliated Publications, Freddie Mac o Coca-Cola (che da sola ha prodotto profitti per la Berkshire Hathaway per oltre 6 miliardi di dollari o, in altre parole, il 60% dei 10 miliardi di quote detenute dagli azionisti); tutti casi di società, gruppi e marchi di rilievo o dominanti nei rispettivi ambiti, ottimamente gestiti e con alle spalle una storia di consolidata redditività.

Warren Buffett compila il rapporto annuale della Berkshire anche con un pensiero al grande pubblico, per aiutare gli interessati a diventare investitori migliori; da ambo i rami della famiglia discende da editori di giornali, sua zia Alice insegnò in una scuola pubblica per più di trent'anni e anche a lui piace sia insegnare sia scrivere di affari, e di investimenti in particolare. Quando aveva ventun anni è stato docente presso la University of Nebraska di Omaha e nel 1955, quando lavorava a New York, ha tenuto un corso di formazione sul mercato azionario presso la Scarsdale High School. Per una decina d'anni, tra gli anni Sessanta e Settanta, ha tenuto gratuitamente conferenze presso la Creighton University, e nel 1977 ha fatto parte di un comitato presieduto da Al Sommer Jr. per fornire una valutazione alla Securities and Exchange Commission sulle informative aziendali. Dopo quell'incarico, la portata del rapporto annuale della Berkshire assunse un formato più simile alle relazioni per i soci che aveva prodotto dal 1956 al 1969. A partire dai primi anni Ottanta, i rapporti della Berkshire hanno informato gli azionisti sulle prestazioni del portafoglio e sui nuovi investimenti della società, ridefinendo gli standard assicurativi e riassicurativi del mercato e, a partire dal 1982, hanno riportato criteri di acquisizione applicabili a proprietà potenzialmente interessanti per la Berkshire stessa. Il rapporto abbonda in esempi, analogie aneddoti e metafore sui pro e i contro del corretto investimento azionario. Warren Buffett ha definito uno standard elevato per le prestazioni future della Berkshire, fissando come obiettivo di lungo termine un aumento annuale del valore intrinseco del 15%: un risultato che poche persone – e nessuno dal 1956 al 1993, tranne lui – hanno mai ottenuto. Ha anche precisato che oggi sarà molto difficile, ma che le occasioni non mancano mai e che la liquidità della Berkshire disponibile per investimenti è elevata e aumenta ogni anno. La sua fiducia può riassumersi nelle ultime otto parole alla pagina 60 del rapporto annuale del giugno 1993: "La Berkshire non paga dividendi liquidi dal 1967".

Warren Buffett ha sempre dichiarato che gli sarebbe piaciuto scrivere un libro su come si investe, e possiamo solo sperare che un giorno lo faccia. Fino ad allora, i suoi rapporti annuali svolgono una

funzione analoga, in maniera non dissimile dagli autori d'appendice del XIX secolo che scrivevano a puntate: Edgar Allan Poe, William Thackeray e Charles Dickens. I rapporti annuali della Berkshire Hathaway dal 1977 al 1993 costituiscono idealmente i primi diciassette capitoli di quel libro. Nell'attesa, abbiamo *Il Metodo Warren Buffett*, dove Robert Hagstrom traccia la carriera di Buffett e presenta esempi di come la sua tecnica e i suoi metodi d'investimento si siano evoluti, insieme alle personalità di rilievo coinvolte in questo processo. Il libro entra inoltre nel dettaglio delle decisioni cruciali che hanno portato ai risultati senza precedenti di Buffett, oltre a illustrare il pensiero e la filosofia di un investitore che nel tempo ha costantemente prodotto valore e guadagnato denaro, utilizzando strumenti che in teoria sono a disposizione di chiunque, indipendentemente dal suo reddito.

Peter S. Lynch

Introduzione

Mio padre, Philip A. Fisher, era orgoglioso del fatto che Warren Buffett avesse fatto proprie alcune delle sue opinioni, nonché della loro antica e cordiale conoscenza. Se mio padre fosse stato ancora vivo, avrebbe colto al volo l'occasione di condividere alcune delle belle esperienze che nel corso dei decenni aveva avuto con una delle poche star del mondo del business così brillanti da oscurare la sua. Mio padre apprezzava sinceramente Warren Buffett, e considerava un onore la sua decisione di adottare alcune delle sue idee. È morto all'età di novantasei anni, esattamente tre mesi prima che ricevessi una lettera del tutto inattesa con la quale mi si chiedeva se mi interessasse scrivere di lui e di Warren Buffett per questo libro. Spero quindi di fornire ai lettori de *Il Metodo Warren Buffett* un punto di vista il più possibile personale su una parte importantissima della storia economica, oltre ad alcune considerazioni su come utilizzare al meglio questo libro davvero meraviglioso.

Non parlerò molto di Buffett, visto che è già l'argomento principale e Robert Hagstrom lo svolge con stile e precisione. È cosa nota che mio padre costituì per Warren Buffett un'importante influenza: un'influenza, come scrive Hagstrom, che si è manifestata maggiormente e più chiaramente nel pensiero di Buffett in anni recenti. Per quanto lo riguarda, a mano a mano che conosceva meglio Warren Buffett, mio padre ne apprezzava sempre di più caratteristiche e qualità che considerava fondamentali per un investitore di successo, ma che tra gli operatori sono rare.

Quaranta anni fa, in un mondo che secondo gli standard odierni disponeva di strumenti informativi relativamente primitivi, quando Warren Buffett gli fece visita, mio padre aveva i suoi metodi per raccogliere informazioni: nel corso dei decenni aveva lentamente costruito una propria cerchia di conoscenze tra professionisti che stimava e che lo conoscevano abbastanza da capire a cosa era o non era interessato, e che erano disposti a condividere con lui idee e opinioni. A questo scopo, aveva quindi deciso che avrebbe incontrato almeno una volta ogni giovane professionista: se gli fosse piaciuto, si sarebbero rivisti, iniziando poi a conoscersi sempre meglio. Raramente incontrava una persona due volte... i suoi standard erano molto elevati. Dal suo punto di vista, chiunque non meritasse un "10" era da "0", e una volta che su una persona si fosse formato un giudizio negativo, quella persona veniva semplicemente cancellata per sempre, come se non esistesse più: il tempo era poco, e a ogni possibile conoscenza concedeva una sola possibilità.

Il giovane Warren Buffett fu uno dei pochi, pochissimi a fare colpo su mio padre abbastanza da meritare un secondo incontro, e molti altri in seguito. Mio padre era un giudice scaltro e severo di persone e capacità... davvero come pochissimi altri. Era convinto che la sua stessa carriera si basasse sulla capacità di valutare le persone: questa era una delle sue doti migliori, e il motivo più importante per cui nelle analisi di borsa dava tanta importanza alle valutazioni qualitative del management. Fu sempre estremamente orgoglioso di avere assegnato un bel "10" a Warren Buffett

prima che diventasse strameritatamente famoso.

Il rapporto tra i due era abbastanza solido da sopravvivere agli occasionali lapsus di mio padre, che quando si sbagliava lo chiamava "Howard" (il nome del padre di Buffett). Quello che segue è un aneddoto davvero particolare che non è mai stato raccontato, e che la dice lunga su entrambi.

Mio padre era un uomo piccolo, con una grande mente che funzionava molto velocemente e, per quanto gentile, era spesso nervoso e agitato, persino insicuro. Era anche una persona estremamente abitudinaria, che seguiva scrupolosamente i precetti del catechismo perché questo gli conferiva un senso di sicurezza. Inoltre, amava dormire, perché quando dormiva non era né nervoso né insicuro. Quando di notte non riusciva a impedire alla sua mente di funzionare vorticosamente, il che accadeva spesso, invece di contare le pecore ricorreva a giochetti mentali, come per esempio ripetere a memoria nomi e distretti di tutti i membri del Congresso finché non si addormentava.

A partire dal 1942 cominciò a mandare a memoria il nome di Howard Buffett, associandolo a Omaha, ripetendolo in continuazione, notte dopo notte, per più di dieci anni. La sua mente associava e collegava automaticamente tra loro le parole "Omaha", "Buffett" e "Howard" molto prima che conoscesse Warren. E in seguito, quando quest'ultimo cominciò a prendere il largo e la sua stella cominciò a brillare, ci vollero altri venti anni prima che mio padre riuscisse a scollegare totalmente "Buffett" e "Omaha" da "Howard". Questo lo infastidiva enormemente, perché non riusciva a controllare questo meccanismo e perché stimava profondamente Warren Buffett, alla cui amicizia teneva moltissimo. Papà sapeva benissimo chi fosse Warren Buffett, ma nelle conversazioni informali spesso se ne usciva con frasi come: "Quel brillante giovanotto di Omaha, Howard Buffett". Più lo diceva, più difficile diventava per lui correggere l'errore. Un uomo abitudinario e regolare, e regolarmente frustrato.

Un giorno, al mattino presto, poco prima che i due si incontrassero, mio padre era più che deciso a non sbagliarsi e a non dire "Howard" al posto di "Warren", cosa che a un certo punto fece ugualmente, chiamando Warren "Howard". Se l'interessato se ne accorse, non lo diede a notare e certamente non corresse mio padre. La cosa continuò a verificarsi occasionalmente nel corso degli anni Settanta; finchè negli anni Ottanta mio padre riuscì finalmente a eliminare "Howard" dalle frasi riguardanti Warren Buffett, una cosa di cui era particolarmente orgoglioso. Anni dopo, gli domandai se ne avesse mai parlato con Warren e mi disse che no, non l'aveva mai fatto perché lo imbarazzava moltissimo.

Il rapporto tra i due non ne soffrì mai: era costruito su fondamenta ben più solide, e uno dei punti forti era la condivisione della filosofia secondo cui entrambi cercavano la compagnia e la collaborazione di persone oneste e capaci. Per esempio la frase di Warren Buffett, "Non saremo noi a spiegare a 400 battitori come si impugna una mazza", riferendosi al controllo dell'attività dei manager della Berkshire Hathaway, deriva direttamente dalla Bibbia personale di Philip Fisher: "Trova il migliore, cerca di non sbagliarti, e poi non perdere tempo a dirgli quel che deve fare".

Nel corso degli anni mio padre è stato sempre più colpito da come Warren Buffett si è man mano trasformato in un investitore basandosi su principi di base senza compromessi. Decennio dopo decennio, Buffett ha fatto cose che nessuno avrebbe previsto guardando ai suoi trascorsi, e le ha fatte decisamente bene. Nel settore degli investitori di professione, la maggior parte delle persone apprende un determinato stile a partire dall'esperienza, in maniera empirica, per poi non cambiare più. Per esempio, acquistano titoli con un basso rapporto "Price/Earnings" ("prezzo/utile", o "P/E"), oppure nomi di punta in ambito tecnologico o cose del genere. Si formano un certo tipo di esperienza

e di mestiere, e non cambiano mai, o solo marginalmente. Al contrario, decennio dopo decennio, Warren Buffett ha sempre e regolarmente adottato nuovi approcci e strategie, ed è sempre stato impossibile prevedere quale sarebbe stata la mossa successiva. Il suo approccio iniziale, strettamente orientato al valore del titolo, non lasciava intendere la sua preferenza degli anni Settanta per i "franchise" e, analogamente, dagli approcci precedenti non sarebbe stato possibile prevedere che negli anni Ottanta si sarebbe orientato verso prodotti al consumatore con un P/E superiore alla media di mercato. La sua capacità di cambiare – e di farlo con successo – potrebbe fornire materiale per un libro a parte. Molto spesso le persone che cercano di evolversi semplicemente non ci riescono, e falliscono. Secondo mio padre, Buffett non falliva perché non perdeva mai di vista chi era, e la propria identità: restava sempre fedele a se stesso.

Mio padre teneva sempre a portata di mano una copia di *Se*, il celebre componimento di Rudyard Kipling, che mi leggeva e citava in continuazione. A mia volta, oggi lo conservo sempre sulla scrivania, come modo per restargli vicino. Era una persona insicura ma assolutamente tenace, e per lui era normale rivolgersi alle persone con tono "alla Kipling", spiegando come dovevano prendere molto seriamente la carriera e gli investimenti, ma anche senza prendersi troppo sul serio. Raccomandava sempre di tenere in considerazione le critiche altrui senza però permettere mai di esserne giudicati; o di non smettere mai di sfidare se stessi e i propri limiti ma, comunque andasse, di non giudicarsi troppo rigidamente e, nel caso ci si convincesse di avere fallito, di costringersi a ritentare. E sempre spronava chiunque a fare "il passo successivo", anche se questo passo ancora era da immaginare.

È questo aspetto di Warren Buffett, la sua capacità di evolversi in modo coerente con i propri valori e il proprio passato – di fare il passo successivo, anche se ancora tutto da immaginare – che mio padre ammirava maggiormente. Andare sempre avanti senza lasciarsi limitare da vincoli, frasi, convenzioni del passato. O dall'orgoglio. Secondo il modo di pensare di mio padre, Buffett incarnava alcune delle qualità rese immortali da Kipling.

Malauguratamente, ci sarà sempre una piccola percentuale – un numero però grande in valore assoluto – di individui scettici, invidiosi e dalla mentalità ristretta incapaci di farsi una propria vita e che preferiscono lanciare fango su quella degli altri. Per queste anime desolate lo scopo della vita è generare dolore, dato che non riescono a produrre altro. Prima della fine di una qualsiasi carriera di successo, il fango sarà volato contro chiunque abbia ottenuto un qualche risultato, e se può attecchire, lo farà. Il mio insicuro padre si aspettava sempre che questo potesse accadere a chiunque, compreso se stesso, ma per coloro che ammirava sperava che il fango sarebbe scivolato via. E quando veniva lanciato, si aspettava che coloro che ammirava prendessero in considerazione la critica o l'accusa senza sentirsene giudicati. Alla Kipling. Sempre e comunque attraverso gli occhi di Kipling.

Nel corso di una carriera più lunga di quasi tutte le altre, Warren Buffett se l'è cavata molto bene: gli è stato lanciato ben poco fango, che è scivolato via del tutto. Un vero e proprio testamento personale: Kipling ne sarebbe felice, come mio padre. Alla fine tutto deriva e ci riporta ai valori fondamentali di Buffett: egli sa sempre esattamente chi è e quali sono i suoi obiettivi; non è tormentato da conflitti d'interesse in grado di minare i suoi principi, producendo comportamenti indesiderabili. Ed è questa la parte migliore di Warren Buffett che dovreste cercare di emulare: capire chi siete.

Lo scopo di questa introduzione è anche quello di suggerirvi in quale modo utilizzare questo libro. Nel corso della mia carriera mi è stato chiesto perché non mi comporto o agisco in maniera più

simile a quanto faceva mio padre, o Warren Buffett. La risposta è molto semplice: io sono io, non loro. Quello che devo fare è mettere a frutto i miei possibili aspetti positivi: non sono in grado di valutare gli altri con l'abilità di mio padre, e non sono un genio come Warren Buffett.

È importante usare questo libro per imparare, ma non usatelo nel tentativo di essere o di diventare Warren Buffett. Non è possibile, e se ci provate vi farete del male. Usatelo invece per capire le sue idee, per poi cercare di integrarle nel vostro personale approccio agli affari e agli investimenti. Riuscirete a produrre qualcosa di buono soltanto a partire dalle vostre idee, così come i suggerimenti che troverete in questo libro saranno validi se assimilati in voi stessi, senza modificare i vostri comportamenti nel tentativo di metterli in atto. Una persona che non è se stessa sarà un pessimo investitore. In ogni caso, posso garantirvi che non potrete mai diventare Warren Buffett, qualsiasi cosa leggiate o per quanto ci proviate. Potete essere soltanto voi stessi.

È questa la lezione più importante che ho appreso da mio padre, un grandissimo insegnante da tanti punti di vista: non a essere lui o chiunque altro, ma a essere il migliore possibile, senza mai rinunciare a evolvermi e a cambiare. La lezione migliore che possiate apprendere da Warren Buffett è imparare da lui senza desiderare di essere lui. Se siete giovani, il migliore consiglio in fatto di investimenti è di capire chi siete veramente. Se siete meno giovani, è quella di capire che in realtà siete molto più giovani di quello che pensate, e dovreste comportarvi di conseguenza: un dono raro. È possibile, perché è quello che Warren Buffett continua imperterrito a fare, a un'età che per la maggior parte delle persone ha di gran lunga superato quella del pensionamento. Consideratelo un maestro, non un modello da emulare, e pensate a questo libro come alla miglior esposizione possibile dei suoi insegnamenti. Potete imparare moltissimo, gettando le basi per lo sviluppo di una filosofia d'investimento personale e di successo.

Kenneth L. Fisher

Prefazione dell'autore

Nel giugno 1984 mi iscrissi a un corso di formazione presso la società d'investimento Legg Mason Wood Walker di Baltimora. Per due settimane seguii presentazioni su investimento, analisi di mercato, normative e tecniche di vendita. In teoria, avrei dovuto cominciare la mia carriera di broker subito dopo, ma non riuscivo a scacciare la sensazione di avere commesso un terribile errore.

La Legg Mason sposava la filosofia del "value investing", un approccio che sottolineava l'importanza di stabilire l'esatto valore dell'oggetto dell'investimento; la loro formazione dava grande importanza a lavori classici come *Security Analysis* di Benjamin Graham e David Dodd, e *The Intelligent Investor*, sempre di Graham. Non passava giorno senza che i veterani della società ci esponessero i loro punti di vista e ci fornissero i loro suggerimenti sulla borsa e sul mercato, illustrandoci documenti come il *Value Line Investment Survey*, una rassegna analitica dei loro titoli preferiti. Ogni azienda possedeva le medesime caratteristiche: un P/E basso, un rapporto prezzo/valore nominale bassi e un elevato rendimento da dividendi. Spesso l'azienda era decisamente poco appetibile per gli standard del mercato, come evidenziato da un lungo periodo di prestazioni del titolo inferiori agli indici di mercato. Ci veniva ripetuto in continuazione di evitare i costosi "growth stocks", i titoli orientati alla crescita, e di concentrarci sui "paria", con un rapporto rischio/ritorno molto più favorevole.

La logica di questo approccio "al valore" mi era assolutamente chiara, e i calcoli non erano difficili. Il *Value Line* costituiva una pratica istantanea del bilancio e della redditività di un'azienda nei venti anni precedenti: si apriva con un grafico dell'andamento del titolo, di pari passo con i risultati, anno per anno. Ma per quanto analizzassi questi dati di una società, continuavo a pensare che mancasse qualcosa.

Un giovedì pomeriggio, il giorno prima della fine del corso, il docente mi consegnò una copia del rapporto annuale della Berkshire Hathaway, una società che non avevo mai sentito nominare, insieme al suo autore, Warren Buffett. Ci venne detto di leggere la lettera del Presidente agli azionisti e di prepararci per discuterne il giorno dopo.

Quella notte, nella mia stanza d'albergo, scorsi rapidamente il rapporto: con mia grande delusione mi resi conto che non c'erano immagini o grafici, e la sola lettera del Presidente occupava quasi venti pagine. Sospirando, mi lasciai cadere in poltrona e cominciai a leggere. Non è facile descrivere quello che successe in seguito, ma nel corso di quella serata il mio punto di vista sugli investimenti cambiò completamente.

Per due settimane avevo macinato numeri, percentuali e formule, mentre in quel momento mi ritrovavo a leggere di aziende e delle persone che le gestivano. Buffett parlava di Rose Blumkin, ottanta anni, un'immigrata di origine russa che aveva prodotto 100 milioni di vendite per la catena

Nebraska Furniture Mart. Imparai a conoscere Stan Lipsey, editore del *Buffalo News*, e Chuck Higgins di See's Candies, scoprendo i meccanismi economici sottostanti la gestione di un quotidiano e i vantaggi competitivi di un marchio di pasticceria. Buffett passava poi a discutere i risultati operativi del ramo assicurativo della Berkshire, che comprendeva la National Indemnity Company, e un terzo della GEICO. Ma non si limitava a sparare cifre: Buffett mi prese per mano, guidandomi attraverso le sottigliezze delle assicurazioni, come i premi annuali, le riserve per la liquidazione dei danni, il "combined ratio" e i vantaggi fiscali dei saldi dilazionati. Come se non bastasse, Buffett dava anche agli azionisti una sorta di semplice guida su come il valore intrinseco della società potrebbe superare quello nominale grazie a una magia chiamata "economic goodwill". Il giorno dopo mi presentai al corso completamente trasformato. Le copie del *Value Line*, con le loro interminabili sequenze di cifre erano ancora lì, ma improvvisamente su quegli scheletri numerici si erano formati muscoli, pelle e soprattutto uno scopo. In altri termini, le aziende avevano preso vita. Invece di semplici numeri, cominciai a pensare alle società, alle persone che le gestivano e ai prodotti e ai servizi da cui nascevano i numeri di cui erano pieni quei fogli.

Quando la settimana successiva cominciai a lavorare avevo ben chiari i miei obiettivi, e non c'era alcun dubbio nella mia mente su quello che avrei fatto. Avrei investito i soldi dei miei clienti nella Berkshire Hathaway e nelle azioni che la stessa aveva in portafoglio. Ogni volta che Warren Buffett avesse lasciato cadere una briciola dal suo tavolo, mi sarei precipitato a raccattarla per i miei clienti. Se Buffett avesse comprato un titolo, avrei chiamato l'azienda, richiesto il loro ultimo rapporto annuale disponibile, che avrei studiato con scrupolo cercando di capire che cosa aveva visto che era sfuggito ad altri. Prima dell'avvento di Internet, inviando 25 dollari alla Securities and Exchange Commission si poteva ricevere copia di qualsiasi rapporto. Feci domanda per tutti quelli della Berkshire Hathaway e, già che c'ero, lungo la strada raccattai tutti i giornali e le riviste e gli articoli dove si parlava di Buffett. Mi facevo una copia di qualsiasi cosa parlasse di lui e della Berkshire, la leggevo, la studiavo e l'archiviavo. Ero come un ragazzino che seguiva il suo campione di football.

Alcuni anni dopo, l'11 aprile 1998 uscì su *Fortune* un articolo di Carol Loomis intitolato "The Inside Story of Warren Buffett". Marshall Loeb, allora caporedattore di *Fortune*, aveva deciso che era arrivato il momento di stendere un profilo di Buffett, e sapeva che Carol era la scelta perfetta. Fino ad allora, le uniche informazioni su Buffett si potevano recuperare nei suoi messaggi del Presidente agli azionisti e durante la sua partecipazione al raduno annuale della Berkshire Hathaway a Omaha. Ma chi sapeva che Carol Loomis era anche la persona che revisionava i rapporti della Berkshire, sapeva anche che, se mai qualcuno avrebbe scritto un profilo di Buffett, sarebbe stata lei. Mi precipitai in edicola a procurarmi quella che ero certo sarebbe stata l'ultima copia rimasta.

Carol dichiarava che il suo scopo era fare un servizio diverso dal solito, mettendo in luce Buffett non solo come investitore ma anche come "straordinario uomo d'affari". Il risultato non deludeva affatto: un articolo di 40 mila battute scritto splendidamente e che forniva agli adoratori di Buffett un punto di vista ravvicinato, quasi intimo dell'uomo che ormai veniva chiamato il "Mago di Omaha". Carol forniva tantissimi dettagli, ma per me nessuno era sconvolgente più di tre brevi frasi accuratamente nascoste nel corso dell'articolo.

"Quello che faccio non va assolutamente oltre le competenze di chicchessia", affermava Buffett. "Investire o gestire, per me è sostanzialmente la stessa cosa: per ottenere risultati straordinari non è necessario fare cose straordinarie."

Ora, non sono certo che tutti i lettori siano in grado di ricondurre tutto ciò alla tipica modestia del Midwest. Buffett non è uno spaccone, ma non è neppure uno che dissimula. Ero certo che non avrebbe pronunciato una frase del genere se non ci avesse creduto. E se lui ci credeva, come io ero convinto, voleva dire che era possibile scoprire un percorso, o meglio una mappa del tesoro che avrebbe permesso di capire la filosofia personale di Buffett, su come investire in generale e su come selezionare i titoli in particolare. È stata questa la principale motivazione nello scrivere *Il Metodo Warren Buffett*.

Per venti anni ho letto i rapporti della Berkshire, quelli delle società che nel tempo ha acquisito e i tanti articoli scritti su Warren Buffett: questo mi ha condotto a una certa comprensione di quello che pensa della compravendita di titoli. La singola cosa più importante che ho imparato è che Buffett si pone sempre nello stesso modo davanti a una qualunque transazione, che sia un acquisto di titoli o l'acquisizione di intere aziende, che siano pubbliche o private: fa più o meno sempre le stesse cose, nell'ordine seguente. Per cominciare considera il tipo di attività, le persone che la gestiscono, i suoi parametri economici e il valore intrinseco, e in ciascun caso confronta i risultati con ciò che sa e i propri "benchmark", cioè la performance o il ritorno desiderato. Li ho chiamati "criteri d'investimento" e li ho divisi in quattro categorie: criteri di business, criteri di management, criteri finanziari e criteri di mercato. In origine l'obiettivo de *Il Metodo Warren Buffett* era quello di prendere in considerazione le principali aziende e società acquisite da Buffett per la Berkshire Hathaway, e cercare di scoprire se in effetti fossero in accordo con i principi espressi nei suoi scritti e nelle sue dichiarazioni. Ero convinto che, oltre che per me, sarebbe stato interessante per tutti gli investitori analizzare accuratamente convinzioni e strategie di Buffett in accordo con acquisti e decisioni prese dalla Berkshire nel corso degli anni, il tutto raccolto in un unico testo. Da questo particolare punto di vista, credo di avere raggiunto lo scopo.

Prima di stendere la prima edizione del libro non avevo mai conosciuto Warren Buffett di persona, né mi sono mai sentito o consultato con lui durante la stesura. Ovviamente, sarebbe stato una specie di valore aggiunto ma sono stato abbastanza fortunato da ricavare abbastanza materiale dai suoi numerosi scritti in tema di investimenti. Nel corso del libro ho riportato con generosità citazioni dai rapporti annuali della Berkshire Hathaway, e in particolare dai messaggi del Presidente agli azionisti: Buffett mi ha poi accordato il permesso di utilizzare il materiale sotto copyright, ma solo dopo avere visionato il libro. Il suo permesso non significa in alcun modo che ha collaborato alla sua stesura, o che mi abbia messo a disposizione informazioni, o strategie riservate che non fossero già ricavabili dai documenti disponibili: quasi tutto quello che Buffett fa è di pubblico dominio.

La sfida principale rappresentata dal libro era dimostrare o smentire la dichiarazione di Buffett secondo cui "quello che faccio non va assolutamente oltre le competenze di chicchessia". Alcune critiche sottolineano che a dispetto del suo successo, le particolari idiosincrasie di Buffett impediscono al suo particolare approccio di essere adottato su larga scala. Personalmente non sono d'accordo. Buffett ha sicuramente dei tratti idiosincratici – e questo è uno dei motivi del suo successo – ma cercherò di dimostrare che le sue metodologie, una volta comprese fino in fondo, sono applicabili sia dagli investitori individuali, sia da quelli istituzionali. Lo scopo di questo libro è quello di aiutare questi investitori ad applicare le strategie che secondo me hanno garantito a Buffett il successo.

Con tutto ciò, ci sono naturalmente degli scettici. La critica maggiore ricevuta negli anni è che leggere un libro su Warren Buffett non assicura a nessuno di ottenere i suoi stessi profitti. In primo

luogo, non ho mai neppure insinuato che una cosa del genere fosse possibile. In secondo luogo, mi sono chiesto a lungo perché mai qualcuno dovesse anche solo pensarlo. In fondo, se comprate un libro che vi spiega come giocare a golf come Tiger Woods, sicuramente non vi aspetterete di essere alla sua altezza sul campo. Il libro lo leggete perché vi siete convinti che riporti trucchi e suggerimenti che vi permetteranno di giocare meglio. Lo stesso vale per *Il Metodo Warren Buffett*: se leggendo il libro imparerete qualcosa che vi farà lavorare meglio, allora il libro avrà raggiunto il suo scopo. Visti i risultati mediocri della maggior parte delle persone sul mercato azionario, un qualche miglioramento non rappresenterebbe un risultato irraggiungibile.

Una volta Buffett e Charlie Munger, il Vicepresidente della Berkshire nonché "sparring partner intellettuale" di Buffett, si sono sentiti domandare se due grandi menti come le loro sarebbero state disposte a formare una nuova generazione di investitori. Che è esattamente quello che hanno fatto nel corso degli ultimi quarant'anni: i rapporti della Berkshire Hathaway sono famosi per la chiarezza, l'assenza di formulazioni fumose, e l'enorme valore didattico. Chiunque sia stato abbastanza fortunato da partecipare agli incontri annuali della Berkshire, sa quanto possano essere illuminanti.

L'acquisizione della conoscenza è come un viaggio. Lungo il proprio, Warren Buffett ha raccolto la maggior parte della saggezza altrui, a cominciare da Benjamin Graham e Phil Fisher, a cui ha aggiunto le tante lezioni ricevute dal suo socio Charlie Munger. Complessivamente, queste esperienze hanno contribuito a dare forma a un mosaico di nozioni che Buffett, a sua volta, condivide generosamente con gli altri, cioè con chi è disposto a fare i propri compiti a casa e a imparare, con mente aperta e rigorosa.

Al raduno della Berkshire Hathaway del 1995, Charlie Munger ha dichiarato: "È straordinaria la resistenza che certe persone oppongono a imparare le cose". E Buffett aggiunse: "La cosa più sorprendente è quanto siano riluttanti a farlo anche quando imparare è nel loro stesso interesse". Poi, proseguendo con tono più riflessivo: "La resistenza a pensare o al cambiamento è sempre enorme. Una volta citai Bertrand Russell, che diceva 'Certe persone preferiscono morire piuttosto che pensare. E a molti è successo.' Finanziariamente parlando, questo è assolutamente vero".

Nei venti anni trascorsi dalla prima edizione de *Il Metodo Warren Buffett*, il rumore di fondo nel mercato azionario non ha mai smesso di crescere, e proprio quando sembra che non possa aumentare ulteriormente, eccolo esibirsi in un acuto assordante. Commentatori televisivi, giornalisti finanziari, analisti e strateghi del mercato parlano oltre misura l'uno sull'altro, tutti in gara per accaparrarsi l'attenzione degli investitori. Internet è una meraviglia della moderna informazione, su questo siamo tutti d'accordo, ma ha anche dato libero accesso, o forse dovrei dire che ha messo a disposizione, a una piattaforma gratuita a chiunque abbia un'opinione finanziaria: il risultato è che ci ritroviamo a galleggiare in un'inondazione di indicazioni e consigli.

Eppure, nonostante una simile valanga informativa, gli investitori continuano a lottare con le unghie e con i denti per ogni centesimo dei loro profitti e alcuni ogni tanto hanno persino il dubbio se continuare. I prezzi di borsa schizzano alle stelle per un nonnulla, per poi precipitare altrettanto rapidamente. Chi si è rivolto alla borsa sperando di investire nell'educazione dei figli o per la propria pensione, è frastornato da un mercato azionario nel quale non sembra esservi nulla di certo o ragionevole, ma solo follia.

Ben al di sopra della follia del mercato si stagliano la saggezza e l'esperienza di Warren Buffett: in un ambiente che sembra prediligere gli speculatori agli investitori, i suoi consigli si sono dimostrati regolarmente un'ancora di salvezza per milioni di investitori. Occasionalmente, alcuni non

allineati vi strilleranno “Ma stavolta è diverso!”, e occasionalmente sarà proprio così. La politica è fonte di sorprese, l’economia reagisce e il mercato azionario riecheggia tutto ciò con armoniche leggermente diverse. Nascono nuove società, altre maturano definitivamente, le aziende si evolvono e si adattano. Le trasformazioni sono costanti ma i principi d’investimento delineati in questo libro sono ancora validi. “È per questo che si chiamano principi”, disse una volta Buffett con una battuta.

Una lezione succinta e fortissima dal rapporto annuale del 1996 è la seguente: “Lo scopo di un investitore dovrebbe essere semplicemente di acquistare, a un prezzo ragionevole, un interesse in un ramo d’impresa semplice da inquadrare e da capire, i cui profitti offrono la virtuale certezza di essere maggiori cinque, dieci e venti anni dopo. Nel corso del tempo, vedrete come solo poche aziende riusciranno a soddisfare queste richieste, perciò quando ne trovate una dovreste farne una buona scorta di quote”.

Qualunque sia il capitale d’investimento a vostra disposizione, qualsiasi azienda o società vi interessi, non potreste contare su un criterio migliore.

Robert G. Hagstrom
Villanova, Pennsylvania

1

Un evento “5 sigma”

IL PIÙ GRANDE INVESTITORE DEL MONDO

“Tieniti forte” disse Buffett con un ghigno sornione. Era una mattina di primavera e si trovava in un soggiorno di Manhattan, in compagnia di Carol Loomis, una delle sue più vecchie e care amiche. Autrice di best seller e vincitrice di numerosi premi giornalistici, Carol è una delle redattrici di maggior esperienza di *Fortune*, dove ha lavorato a partire dal 1954, ed è considerata l’esperta per antonomasia in tema di Warren Buffett. Gli intimi di Buffett sanno bene che fin dal 1977 è lei a rivedere e a curare i rapporti annuali della Berkshire Hathaway.

Quel giorno di primavera del 2006, Buffett disse a Carol che aveva cambiato idea su come e quando avrebbe lasciato il suo patrimonio in quote della Berkshire Hathaway. Come molti altri, Carol sapeva che, dopo aver disposto piccoli lasciti per i suoi tre figli, Buffett avrebbe lasciato il 99% della sua fortuna in beneficenza, ma aveva sempre pensato che sarebbe andato alla Fondazione Buffett, istituita dalla defunta moglie, Susan. Ora, invece, stava comunicando a Carol che aveva cambiato idea: “So cosa voglio fare e non c’è motivo per non muoversi”.[1]

Così, poco dopo pranzo, il 26 giugno 2006 Warren Buffett – allora il secondo uomo più ricco del mondo – si avvicinò al microfono della New York Public Library. Il pubblico era formato da centinaia tra le persone più ricche e facoltose della città che lo salutarono con un applauso a scena aperta. Dopo poche parole, infilò la mano in tasca e ne estrasse cinque lettere. Ciascuna disponeva una parte del suo patrimonio, e non mancavano che delle sue firme. Le prime tre lettere non erano una sorpresa: le firmò “papà” e le consegnò alla figlia Suze, al primogenito Howard e al secondo figlio, Peter. La quarta lettera fu consegnata a un rappresentante della fondazione della defunta moglie. Complessivamente, queste quattro lettere disponevano l’assegnazione di 6 miliardi di dollari.[2]

La vera sorpresa fu la quinta lettera. Buffett la firmò e la consegnò alla moglie di Bill Gates, l’unico uomo sul pianeta più ricco di lui. Con quella lettera conferiva più di 30 miliardi di dollari in azioni della Berkshire Hathaway alla fondazione filantropica più grande del mondo, la Bill & Melinda Gates Foundation. Si trattava della donazione più grande di sempre, di gran lunga superiore di quelle di Andrew Carnegie (7,2 miliardi, in dollari di oggi), John D. Rockefeller (7,1 miliardi) o John D. Rockefeller Jr. (5,5 miliardi).

Nei giorni seguenti le domande furono infinite. Buffett era forse malato, magari persino moribondo? “No, assolutamente no” dichiarò, “mai stato meglio”. La scomparsa della moglie aveva a che vedere con questa decisione? “Sì, è così”, confessò Buffett. Era infatti risaputo che Susie avrebbe ereditato il suo patrimonio, per la Buffett Foundation: “A lei sarebbe piaciuto. Ne era anche un po’ spaventata, per via dell’aumento delle dimensioni. Ma le sarebbe piaciuto e l’avrebbe fatto

benissimo".[3]

Ma con la scomparsa della moglie Buffett cambiò idea. Si rese conto che la fondazione di Bill e Melinda Gates era un'organizzazione impressionante, già predisposta a gestire i miliardi di dollari che Buffett le avrebbe conferito. Non sarebbe dovuta "passare attraverso tutti i problemi e i travagli che avrebbe avuto la Buffett Foundation con il passaggio obbligato alle super-dimensioni necessarie, gestiranno bene i miei soldi da subito. Che cosa c'è di più logico, se vuoi fare una cosa, di trovare qualcuno più attrezzato di te per farla?"[4]

La quintessenza del Buffett-pensiero. La razionalità fatta persona. Come ci ricorda lui stesso, alla Berkshire Hathaway ci sono schiere di manager che si occupano di questa o quella cosa, e che lo fanno molto meglio di quanto potrebbe mai fare lui stesso. Analogamente, la Bill & Melinda Gates Foundation avrebbe gestito i suoi fondi meglio di quanto avrebbe fatto lui.

Dell'amico, Bill Gates dichiarò: "Warren sarà ricordato non solo come il più grande investitore di tutti i tempi ma anche come il più grande benefattore".[5]

Quasi certamente questo sarà vero ma è importante ricordare che la sua generosità e la relativa beneficenza sono rese possibili in primo luogo dalla sua ineguagliata abilità di investitore. Quando Buffett consegnò a Melinda Gates l'assegno da 30 miliardi, subito me ne venne in mente un altro, compilato cinquant'anni prima, di 100 dollari, che rappresentava il suo investimento iniziale nella Buffett Partnership Ltd.

Buffett ha sempre sostenuto di avere vinto "la lotteria delle ovaie": è convinto che le probabilità di nascere nel 1930 negli Stati Uniti fossero di circa 1:30. Non sarebbe stato granché a correre, e quindi non sarebbe mai diventato un bravo giocatore di football. E, nonostante una certa abilità nello strimpellare l'ukulele, non sarebbe mai stato un bravo violinista. Ma era "configurato in un certo modo" che gli avrebbe permesso "di prosperare in una grande economia capitalista, dove succedono un sacco di cose".[6]

"La mia fortuna deriva da una combinazione di cose: vivere negli USA, il gene della fortuna e l'interesse composto" ha dichiarato Buffett, "la mia fortuna è stata aiutata da un sistema di mercato che a volte produce risultati distorti, ma che, complessivamente, torna utile al nostro Paese". Per mantenere le cose in prospettiva, Buffett ci ricorda umilmente che si è ritrovato a lavorare "in un'economia che gratifica chi salva le vite degli altri sul campo di battaglia con una medaglia, ricompensa un grande insegnante con la gratitudine dei genitori, ma premia chi riesce a individuare dei titoli valutati impropriamente con cifre che possono arrivare a miliardi di dollari". La chiamò la distribuzione capricciosa da parte del fato delle "pagliuzze lunghe".[7]

È possibile che sia così, ma a mio parere è stato Buffett l'artefice del proprio destino, non il fato. Questa è la storia di come Warren Buffett ha estratto la pagliuzza lunga.

La storia e gli inizi

Warren Edward Buffett è nato il 30 agosto 1930 a Omaha, in Nebraska, e rappresentava ormai la settima generazione della sua famiglia a risiedere in quella città. Il primo Buffett a stabilirsi in Nebraska aprì un negozio di alimentari nel 1869. Fu questa l'attività anche del nonno di Warren, che una volta diede lavoro a un giovane Charlie Munger, futuro vicepresidente della Berkshire Hathaway. Howard, il padre di Warren, era un bancario e agente di Borsa, in seguito eletto al Congresso per il Partito Repubblicano.

È stato detto che, sin da neonato, Warren Buffett cominciò a subire il fascino dei numeri. Forse si esagera leggermente, ma è cosa nota e ben documentata che quando andò all'asilo era già una specie di calcolatrice automatica. Da ragazzo, insieme al suo migliore amico Bob Russell, se ne stava sotto la veranda della famiglia Russell a guardare i numeri sulle targhe delle auto che passavano. Quando veniva buio, i due amici entravano in casa, spalancavano l'*Omaha World-Herald* sul pavimento e si mettevano a contare quante volte ciascuna lettera compariva nel giornale. Poi, riportavano i calcoli su un libretto, come se fossero informazioni segretissime.

Uno dei giocattoli più amati dal giovane Buffett gli fu regalato dalla zia Alice, che era particolarmente attaccata al suo particolarissimo ma delizioso nipote. Lei gli fece una proposta irresistibile: se avesse mangiato gli asparagi, avrebbe ricevuto in regalo un cronometro. Warren era affascinato dalla precisione di un simile strumento e lo utilizzava in molte occasioni, come per esempio i giochi con le biglie: chiamava le due sorelle in bagno, riempiva d'acqua la vasca, poi chiedeva loro di lasciarle scivolare lungo il bordo. La biglia che vinceva era quella che arrivava per prima al tappo dello scarico, seguendo la pendenza della vasca. Cronometro alla mano, Buffett misurava e annotava i tempi di ciascuna biglia.

Ma fu il secondo regalo della zia Alice che influenzò decisamente Buffett, all'età di sei anni, con l'attrattiva non solo dei numeri, ma del denaro. Era il giorno di Natale, e il piccolo Warren strappò la carta del suo pacco regalo e attaccò orgogliosamente alla cintura quello che sarebbe diventato il suo oggetto più amato: un "money changer" placcato in Nichel, il tipico borsello per conservare le monete di resto, oggetto per il quale scoprì rapidamente molte utili applicazioni. Per cominciare, mise un tavolino sulla veranda di casa e cominciò a vendere gomme da masticare a tutti quelli che passavano. In seguito, iniziò a vendere bibite porta a porta: comprava una confezione di sei barattoli di Coca-Cola nel negozio del nonno a 25 centesimi, e rivendeva le singole lattine per 5 centesimi: un ritorno sull'investimento del 20%. Sempre porta a porta, vendeva anche copie del *Saturday Evening Post* e di *Liberty*, mentre ogni fine settimana distribuiva popcorn e noccioline alle partite di football. In queste sue iniziative, aveva sempre con sé il suo money changer, prendeva i dollari e dava il resto.[8]

Quella che, fino a questo punto, può sembrare un'infanzia idilliaca prese tutta un'altra piega quando un giorno il padre di Warren tornò a casa e informò la famiglia che la banca per cui lavorava era fallita. Il lavoro non c'era più, e anche i risparmi se n'erano andati. La Grande Depressione era arrivata fino a Omaha, così il nonno di Warren aiutò Howard prestandogli il denaro necessario al sostentamento della famiglia.

Fortunatamente, il senso di disperazione non durò a lungo: Howard Buffett si rimise in piedi, annunciando l'apertura degli uffici della Buffett, Sklenicka & Company in Farnam Street, la stessa strada dove un giorno Warren avrebbe acquistato una casa e avviato una sua attività.

Per quanto di breve durata, gli effetti della Grande Depressione sulla famiglia Buffett furono pesanti e colpirono profondamente il giovane Warren. "Uscì da quei primi, durissimi anni con la risoluta volontà di diventare molto, molto, molto ricco", ha scritto Roger Lowenstein, autore di *Buffett: The Making of an American Capitalist*, "ci pensava già prima di compiere cinque anni, e da quel momento non ha mai smesso".[9]

Quando Warren arrivò al suo decimo compleanno, il padre lo portò con sé a New York, un regalo che Howard faceva a tutti i suoi figli. "Dissi a mio padre che volevo vedere tre cose" ricorda Buffett, "la Scott Stamp & Coin Company, la Lionel Train Company e la Borsa".[10] Dopo un viaggio notturno

in treno, Buffett e il padre arrivarono a Wall Street dove incontrarono At Mol, un dirigente della Borsa. "Dopo pranzo, arrivò un signore con un carrello con un sacco di tipi diversi di foglie di tabacco" continua Buffett, "confezionò sul momento un sigaro per Mol, che scelse le foglie che voleva a una a una. E io pensai che era il massimo, che non poteva esserci niente di meglio: un sigaro fatto a mano su misura".[11]

Howard Buffett presentò poi il figlio a Sidney Weinberg, un socio anziano di Goldman Sachs, all'epoca considerato l'uomo più famoso di Wall Street. Nel suo ufficio, Buffett fu affascinato dalle foto e dai documenti appesi alle pareti: prese mentalmente nota delle lettere incorniciate, tutte scritte da persone famose. Mentre Howard e Sidney parlavano di questioni finanziarie, Warren era dimentico di tutto e camminava su e giù per l'ufficio, osservando qualsiasi cosa. Quando fu tempo di andare, Sidney Weinberg gli mise il braccio sulla spalla chiedendogli scherzosamente quale fosse il suo titolo preferito. "Il giorno dopo già non se ne ricordava più" ripensò in seguito Buffett, "io invece non l'ho mai dimenticato".[12]

Ancora prima di recarsi a New York, Buffett era già incuriosito e interessato a titoli e al mercato azionario. Andava spesso a trovare il padre nel suo ufficio di broker finanziario, dove fissava i titoli e le obbligazioni appese al muro, come da Weinberg, e spesso saltellava lungo le due rampe di scale fino allo studio della Harris Upham. Molti broker presero in simpatia quel ragazzino pestifero che non la piantava mai di fare domande, e ogni tanto permettevano al piccolo Warren di scrivere sulla lavagna i prezzi delle azioni.

La domenica mattina, quando la Borsa apriva per due ore, Buffett andava in ufficio accompagnato dagli zii Frank Buffett e John Barber (fratello della madre). Stando a Buffett, lo zio Frank era il tipico "orso", mentre lo zio John era un "toro", eternamente ottimista. Facevano sempre a gara per avere l'attenzione di Warren, raccontando storie su come, secondo loro, sarebbe andato il mondo. Intanto, Buffett fissava il tabellone Trans-Lux con le quotazioni delle azioni, cercando di capire qualcosa di quei prezzi che cambiavano in continuazione. Ogni fine settimana, leggeva la rubrica "Trader" pubblicata su *Barron's* (testata finanziaria di riferimento, NdT). Quando ebbe finito di leggere tutti i libri sullo scaffale del padre, consumò letteralmente tutti i testi sugli investimenti della biblioteca pubblica e ben presto cominciò a seguire le quotazioni da solo, cercando di capire le configurazioni numeriche che gli scorrevano sotto agli occhi.

Nessuno si stupì quando, a undici anni, Warren annunciò di essere pronto ad acquistare la sua prima partecipazione azionaria. Tuttavia, in famiglia si turbarono quando Warren li informò che voleva investire i 120 dollari accumulati vendendo bibite, noccioline e riviste. Alla fine, si decise per le Cities Service Preferred, uno dei titoli preferiti del padre, e convinse la sorella Doris a unirsi a lui. Acquistarono così tre azioni a testa, per un investimento complessivo di 114,75 dollari ciascuno. Warren aveva studiato l'andamento dei prezzi e sapeva quello che faceva.

Quell'estate la Borsa calò, raggiungendo il minimo annuale in giugno e i due giovani Buffett videro il loro titolo perdere il 30%. Non passava giorno senza che Doris ossessionasse Warren, ricordandogli la perdita. Quando il titolo recuperò e raggiunse i 40 dollari, Warren vendette tutto con un guadagno di 5 dollari ad azione.

Con suo grande disappunto, ben presto le Cities Service Preferred presero il volo e schizzarono a 202 dollari. Buffett fece i conti e dedotte le commissioni aveva perso un guadagno di oltre 492 dollari. Poiché gli erano occorsi cinque anni per risparmiare 120 dollari, stimò di avere dato un calcio a venti anni di lavoro. Fu una lezione dolorosa, ma in definitiva estremamente utile. Buffett

giurò che, tanto per cominciare, non si sarebbe mai lasciato distrarre dal prezzo pagato per un titolo; inoltre, non si sarebbe mai più accontentato di guadagni ridotti. Alla saggia età di undici anni, Buffett aveva già appreso una delle regole più importanti: la pazienza (torneremo su questa qualità nel Capitolo 7).

Nel 1942, quando Buffett aveva dodici anni, suo padre fu eletto al Congresso e si trasferì a Washington con la famiglia. Il cambiamento non fu facile per il ragazzo: triste e disperatamente nostalgico di casa, gli fu permesso di tornare ad abitare a Omaha insieme al nonno e alla zia Alice per un anno. L'anno successivo, Warren diede a Washington un'altra possibilità.

Senza alcuna agenzia di brokeraggio "amica" dove passare il tempo, gradualmente gli interessi di Buffett passarono dal mercato azionario all'imprenditoria: ogni giorno percorreva due tragitti diversi, consegnando il *Washington Post* e il *Washington Times-Herald.* Al liceo, la Woodrow Wilson High School, fece amicizia con Don Danly, che fu rapidamente contagiato dall'entusiasmo di Buffett per il guadagno. I due misero insieme i rispettivi risparmi e acquistarono dei flipper usati per 25 dollari l'uno. Buffett convinse un barbiere a piazzare una delle macchine nella sua bottega per metà dei ricavi e, alla fine del primo giorno, trovarono un incasso di 4 dollari. La Wilson Coin-Operated Machine Company si ampliò fino a sette flipper, e ben presto Buffett cominciò a portare a casa 50 dollari alla settimana.

Arrivato al diploma, Buffett si ritrovò con risparmi per circa 9 mila dollari, derivati dalle sue varie iniziative. Comunicò subito che non vedeva alcun motivo per andare al college, dato che avrebbe interferito con i suoi affari. Il padre non era per nulla d'accordo, e in autunno Buffett si ritrovò iscritto alla Wharton School of Business and Finance della University of Pennsylvania. Nonostante l'importanza che la Wharton dava ad affari e finanza, Buffett non ne fu particolarmente colpito: "Diciamo che non mi ha proprio entusiasmato" dichiarò in seguito, "non mi sembrava di imparare granché".[13]

Il programma privilegiava gli aspetti teorici, mentre quello che interessava a Buffett erano le problematiche pratiche del business: in pratica, come si fanno i soldi. Dopo due anni alla Wharton (1947-1949) si trasferì alla University of Nebraska, dove seguì quattordici corsi in un anno, laureandosi nel 1950. Non aveva ancora vent'anni.

Intanto, a Omaha Buffett tornò in contatto con la Borsa. Cominciò a raccogliere suggerimenti dai broker che contavano e si abbonò a riviste e servizi informativi. Ripescò i suoi vecchi tabulati delle quotazioni e studiò testi di analisi tecnica. Applicò il sistema "point-and-figure" di McGee (un modo per rappresentare dati finanziari, NdT) e qualsiasi altro sistema gli venisse in mente, cercando di capire che cosa potesse funzionare. Poi un giorno, frugando in biblioteca si imbatté in un libro uscito da poco: si trattava di *The Intelligent Investor* di Benjamin Graham. "Fu come vedere la luce" dichiarò in seguito.[14]

Il testo di Graham sugli investimenti, insieme a *Security Analysis* (1934), scritto ancora da Graham insieme a David Dodd, influenzò Buffett a tal punto da indurlo a lasciare Omaha per New York, dove fu suo studente alla Graduate School of Business della Columbia University. Graham predicava l'importanza di capire fino in fondo il concetto di valore intrinseco di un'attività: era convinto che gli investitori che l'avessero stimato con precisione, e che fossero riusciti ad acquistare quote a un prezzo inferiore, avrebbero avuto un guadagno sul mercato. Questo approccio matematico era sicuramente in sintonia con l'amore di Buffett per i numeri.

Nel corso di Graham, c'erano venti studenti, molti erano più anziani di Buffett. Alcuni di loro

lavoravano già a Wall Street e la sera si fermavano a discutere con Graham di quali titoli fossero drasticamente sottovalutati, e il giorno dopo tornavano al lavoro acquistando le azioni analizzate la sera prima.

Presto fu chiaro a tutti che lo studente più brillante era Buffett, che spesso alzava la mano per rispondere prima ancora che Graham finisse di formulare la domanda. Del corso faceva parte anche Bill Ruane, che in seguito avrebbe fondato il Sequoia Fund, insieme a Rick Cunniff. Ruane ricorda che tra Graham e Buffett ci fu una sintonia immediata e che gli altri studenti facevano sostanzialmente da spettatori.[15]

Alla fine, il voto di Buffett fu "A+", il primo assegnato da Graham in ventidue anni d'insegnamento.

Dopo la laurea alla Columbia, Buffett chiese a Graham se avesse un lavoro per lui ma la risposta fu negativa. Dapprima il rifiuto lo deluse, ma in seguito venne a sapere che alla Graham-Newman preferivano assegnare i posti ad analisti ebrei, per compensare quello che era percepito come una discriminazione da parte di Wall Street. Imperterrito, Buffett rientrò a Omaha, dove lavorò per la Buffett-Falk Company, lo studio del padre. Partì lancia in resta, raccomandando titoli che soddisfacevano i requisiti di Graham, con cui intanto restava in contatto, facendogli avere idee su idee per delle azioni. Poi, nel 1954 Graham chiamò per degli aggiornamenti: la pregiudiziale anti-gentili era caduta e, se era ancora interessato alla Graham-Newman, c'era un posto per lui. Il tempo di dire "sì" e Buffett salì sul primo aereo per New York.

Nel periodo trascorso alla Graham-Newman, Buffett si immerse totalmente nel pensiero e nella filosofia del suo mentore. Oltre a Buffett, Graham ingaggiò anche Walter Schloss, Tom Knapp e Bill Ruane. Schloss proseguì la carriera gestendo investimenti per WJS Ltd. Partners per ventotto anni. Knapp, laureato in Chimica a Princeton, diventò socio fondatore di Tweedy, Browne Partners. Ruane, come già ricordato, fu tra i fondatori del Sequoia Fund.

Per Buffett, Graham fu più di un semplice tutore. "Fu Graham che per primo tracciò e mise a disposizione un percorso affidabile verso quella città favolosa e spesso proibita che è il mercato azionario" ha scritto Roger Lowenstein, "ha posto le basi metodologiche per la scelta dei titoli, cosa che prima di lui era una pseudo-scienza più affine all'azzardo".[16]

Dal giorno in cui, undicenne, Buffett aveva acquistato le sue prime azioni, metà della sua vita era trascorsa a studiare i misteri del mercato azionario: ora aveva le risposte. Alice Schroeder, autrice di *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*, ha scritto: "La reazione di Warren fu quella di un uomo che esce dalla caverna in cui ha vissuto per tutta la vita, sbattendo le palpebre alla luce del sole che per la prima volta viene percepita come la realtà". Secondo Schroeder, "l'idea iniziale che Buffett aveva di un'azione era quella derivata dalle modalità di formazione dei prezzi ai quali venivano scambiati dei pezzi di carta. Ora capiva che quei pezzi di carta erano semplicemente dei simboli di una realtà soggiacente".[17]

Nel 1956, due anni dopo l'arrivo di Buffett, la Graham-Newman si sciolse: Graham, che all'epoca aveva sessantun anni, decise di ritirarsi e ancora una volta, Buffett fece ritorno a Omaha. Armato delle nozioni acquisite, e con il supporto finanziario della famiglia e di alcuni amici, avviò una società d'investimento. Aveva venticinque anni.

Buffett Partnership Ltd.

La Buffett Partnership cominciò con sette soci accomandanti che complessivamente conferirono 105

mila dollari. Buffett era il socio accomandatario e iniziò con 100 dollari. I soci accomandanti ricevevano il 6% all'anno sull'investimento iniziale e il 75% dei guadagni, mentre il restante 25% andava a Buffett. Ma lo scopo dell'iniziativa era relativo e non assoluto: l'obiettivo di Buffett era superare le prestazioni dell'indice Dow Jones Industrial Average di 10 punti percentuali.

Ai soci assicurò che "i nostri investimenti saranno scelti sulla base del valore, non della popolarità dei titoli", e che avrebbe sempre cercato "di ridurre le perdite di capitale (non quelle di quotazione a breve termine) al minimo possibile".[18]

All'inizio, la società seguì i principi di Graham e acquistò solo azioni ordinarie sottocosto. In aggiunta a ciò, Buffett praticò anche il "merger arbitrage", una strategia di arbitraggio sui titoli secondo cui due società in procinto di fondersi vengono contemporaneamente acquistate e vendute, per produrre un utile a rischio zero.

La Buffett Partnership fece registrare da subito prestazioni sorprendenti. Nei suoi primi cinque anni (1957-1961), durante i quali il Dow Jones aumentò del 75%, la società lo superò non dei 10 punti previsti, ma mediamente di 35.

Con il crescere della reputazione di Buffett, sempre più persone lo interpellavano per gestire il loro denaro, e con l'aumento degli investitori aumentavano anche le società, finché nel 1962 Buffett decise di riorganizzare tutto in un'unica struttura. La sede fu trasferita dalla sua abitazione al Kiewit Plaza di Omaha, dove si trova ancora oggi il suo ufficio. L'anno successivo, Buffett realizzò uno dei suoi investimenti più famosi, che fece decollare definitivamente la sua già ottima reputazione.

Uno dei peggior scandali aziendali degli anni Sessanta fu quello che travolse la Allied Crude Vegetable Oil Company di Tino De Angelis, che otteneva prestiti usando come garanzia le scorte a magazzino dell'olio da cucina che produceva. Sfruttando semplicemente il fatto che l'olio galleggia sull'acqua, De Angelis attuò la sua truffa: costruì una raffineria in New Jersey, dove stoccò 139 colossali serbatoi per olio di semi di soia. Riempì i serbatoi di acqua, e versò solo una piccola quantità di olio, in modo che emergesse in superficie. Al momento della verifica delle scorte da parte degli ispettori incaricati, gli addetti della Allied salivano in cima ai serbatoi, immergevano un'asta graduata e comunicavano un numero falsato agli ispettori rimasti a terra. Allo scoppio dello scandalo, si scoprì che Bank of America, Bank Leumi, American Express e altre società attive nel commercio internazionale avevano erogato più di 150 milioni di dollari in prestiti fraudolenti.

L'American Express fu una delle vittime più illustri dello "scandalo dell'olio": aveva dissipato 58 milioni e il titolo aveva perso oltre il 50%. Se c'era una cosa che Warren Buffett aveva imparato da Ben Graham era che, quando il titolo di una società forte e sana viene venduto al di sotto del suo valore intrinseco, bisogna muoversi senza esitazioni. Era consapevole del buco di 58 milioni ma quello che ancora non conosceva era la reazione dei consumatori allo scandalo. Così, fece un giro per le casse dei ristoranti di Omaha e verificò che non c'era alcun calo particolare nell'uso della famosa Carta Verde dell'American Express. Passò anche presso alcune banche della zona, dove scoprì che lo scandalo finanziario non aveva avuto alcun impatto sulla vendita dei traveler cheque dell'American Express.

Rientrato in ufficio, Buffett investì immediatamente 13 milioni di dollari – un clamoroso 25% dei beni della società – in azioni American Express. Nel corso dei due anni successivi, il titolo triplicò e i soci incamerarono un guadagno di 20 milioni. Fu davvero Graham – e Buffett – allo stato puro.

Nei primi tempi, Buffett limitò la sua attività all'acquisto di titoli sottovalutati e a certi "announcement di merger arbitrage" (annunci, NdT). Nel quinto anno d'attività, invece, acquistò la

sua prima partecipazione di controllo in un'attività industriale, la Dempster Mill Manufacturing Company, che produceva attrezzature per gli agricoltori. Il passo successivo fu l'acquisto di quote in una società tessile in sofferenza, la Berkshire Hathaway, di cui entro il 1965 avrebbe acquisito il controllo.

—

Nel calcolo differenziale, un punto di flesso su una curva è una posizione in cui la curvatura cambia di segno (da positiva a negativa, o viceversa). Ne possiamo trovare esempi anche nella vita delle società, negli sviluppi dell'economia, nelle situazioni geopolitiche e persino nelle vicende individuali. Penso che gli anni Sessanta siano stati il punto di flesso di Buffett, con la sua evoluzione da investitore a imprenditore. Fu anche un periodo durante il quale il mercato si trovò in un proprio punto di flesso. Dal 1956 in poi, la strategia di valutazione delineata da Graham, e attuata da Buffett, aveva dominato il mercato azionario, ma verso la metà degli anni Sessanta si prospettava all'orizzonte la nascita di una nuova era. Erano i cosiddetti "anni Go-Go", dove "Go-Go" si riferiva ai "growth stock": anni durante i quali il mercato cominciò a essere guidato dall'avidità, e il denaro veniva guadagnato e perso a grande velocità correndo dietro ai cosiddetti "performance stock", ossia titoli performanti altamente volatili.[19]

Nonostante il cambiamento nella psicologia del mercato, la Buffett Partnership continuò a produrre risultati eccezionali. Alla fine del 1966, il guadagno era del 1.156% (704% per i soci accomandanti), e stracciava letteralmente il Dow Jones, che nel medesimo periodo era cresciuto del 123%. Ma, nonostante ciò, Buffett era irrequieto: anche se il mercato aveva effettivamente ballato al ritmo dei princìpi di Graham, la nuova musica suonata in Borsa non aveva molto senso per lui.

Così, nel 1969 decise di mettere fine alla società d'investimento: il mercato era eccessivamente speculativo e le occasioni autenticamente di valore erano sempre più rare, mentre la Borsa era dominata da titoli growth stock dalla quotazione elevata. Sulla bocca di tutti gli investitori c'erano i "Nifty Fifty", i cinquanta titoli più appetibili del momento. Nomi come Avon, Polaroid e Xerox, le cui azioni venivano scambiate con utili elevatissimi. Buffett scrisse ai soci confessando di non sentirsi al passo con la situazione che si era creata: "Ho ben chiara però una cosa: non abbandonerò un approccio di cui comprendo e padroneggio i princìpi, per quanto difficile da applicare – anche se può voler dire rinunciare a guadagni ingenti e apparentemente facili – per abbracciarne uno che non capisco fino in fondo, che non ho praticato con risultati soddisfacenti e che potrebbe produrre ingenti perdite di capitale".[20]

All'inizio dell'attività, Buffett si era prefissato l'obiettivo di superare il Dow Jones mediamente di 10 punti all'anno. Tra il 1957 e il 1969 lo aveva "sconfitto" non di 10 ma di 22 punti! Allo scioglimento della Buffett Partnership ogni investitore riscosse la sua parte. Alcuni ricevettero un'infarinatura in obbligazioni pubbliche, altri furono indirizzati a un nuovo gestore per il loro capitale. L'unico che Buffett raccomandava era Bill Ruane, il suo vecchio compagno di corso alla Columbia: Ruane accettò di gestire alcuni dei vecchi soci e così nacque il Sequoia Fund. Altri, come Buffett, trasformarono la loro parte in quote della Berkshire Hathaway. Il capitale di Buffett era intanto arrivato a 25 milioni, sufficiente ad assicurargli il controllo dell'azienda.

Allo scioglimento della Buffett Partnership, molti pensarono che il periodo dorato del money changer fosse ormai alle sue spalle, ma in realtà stava solo cominciando.

Berkshire Hathaway

La società originale si chiamava Berkshire Cotton Manufacturing ed era stata costituita nel 1889. Quaranta anni dopo, le sue varie attività, comprendenti diversi altri impianti, ne facevano uno dei maggiori gruppi industriali nel settore tessile del New England, che da solo produceva circa il 25% del fabbisogno di cotone del Paese, assorbendo l'1% dell'elettricità prodotta nella regione. Nel 1955, la Berkshire si era fusa con la Hathaway Manufacturing, diventando così Berkshire Hathaway.

Il periodo successivo alla fusione fu disastroso e in meno di dieci anni il valore in mano agli azionisti diminuì del 50%, mentre le perdite operative superavano i 10 milioni. Nei vent'anni successivi, Buffett – insieme a Ken Chace, che amministrava il gruppo – lavorarò alacremente per rivoltare come un guanto gli stabilimenti del New England, con risultati deludenti: i profitti stentavano a raggiungere le due cifre.

Negli anni Settanta, gli azionisti cominciarono a mettere in discussione l'opportunità di proseguire l'investimento nel tessile: Buffett non fece nulla per nascondere le difficoltà e in diverse occasioni spiegò molto chiaramente il suo punto di vista. Per cominciare, gli stabilimenti tessili erano la principale fonte di occupazione dell'area; i dipendenti erano principalmente di mezza età, con esperienze e capacità relativamente non riconvertibili; la dirigenza aveva dimostrato un elevato grado di entusiasmo; i sindacati si erano dimostrati ragionevoli; e soprattutto, Buffett era semplicemente convinto che nel tessile ci fosse da guadagnare bene.

Tuttavia chiarì che si aspettava un ritorno positivo a fronte di investimenti modesti: "Non chiuderò un'attività con una redditività inferiore alla media di mercato solo per aggiungere una frazione di punto ai nostri guadagni. Penso, inoltre, che anche per una società dalla redditività eccezionale non sarebbe opportuno finanziare un'attività cronicamente in perdita, anche in prospettiva. Adam Smith dissentirebbe con la prima affermazione, e Karl Marx con la seconda; restarmene a metà strada è l'unica soluzione che mi fa sentire a mio agio".[21]

Così, negli anni Ottanta Buffett si ritrovò davanti ad alcuni dati di fatto. In primo luogo, per sua natura, il settore tessile rendeva improbabile profitti elevati: si tratta di un prodotto non sempre facilmente distinguibile da quello dei concorrenti. E la concorrenza straniera, d'altra parte, con la sua forza lavoro più economica, riduceva ulteriormente i margini di profitto. In secondo luogo, per restare competitivi, gli stabilimenti tessili necessitavano di aggiornamenti costanti e costosi, un fatto da temere in un periodo di inflazione e assolutamente disastroso in assenza di ritorni considerevoli.

Buffett si trovava davanti a una scelta difficile. Se avesse investito capitali sostanziosi nella divisione tessile al fine di conservarne la competitività, i guadagni della Berkshire sarebbero stati bassi, a fronte di una base di investitori in espansione. Se non avesse reinvestito, gli stabilimenti sarebbero divenuti meno competitivi rispetto agli altri produttori nazionali. E in ogni caso, persisteva il vantaggio dei concorrenti esteri, col loro minore costo del lavoro.

Arrivati al 1980, il rapporto annuale rivelava prospettive pessime per il gruppo tessile, e quell'anno perse il prestigioso "posto d'onore" che lo posizionava in apertura della lettera agli azionisti. L'anno successivo, non vi compariva neppure più. In seguito accadde l'inevitabile: nel 1985 Buffett chiuse il tessile, mettendo fine a un'attività che andava avanti da cento anni.

Nonostante ciò, l'esperienza non fu un completo fallimento. In primo luogo, Buffett aveva imparato una lezione importante sui riposizionamenti societari: raramente andavano a buon fine. Inoltre, il settore tessile aveva fatto in tempo a guadagnare abbastanza da permettere l'acquisto di una compagnia assicurativa, e questa è una storia decisamente più rosea.

Assicurazioni

Nel marzo del 1967 la Berkshire Hathaway acquisì per 8,6 milioni di dollari l'intero flottante di due compagnie assicurative con sede a Omaha: la National Indemnity Company e la National Fire & Marine Insurance Company. Era l'effettivo inizio dello stupefacente successo della Berkshire Hathaway.

Per apprezzare fino in fondo questo vero e proprio fenomeno è fondamentale rendersi conto dell'importanza di detenere il controllo di una società assicurativa. A volte si tratta di un buon investimento, altre no, ma rappresenta sempre un ottimo vettore per altri investimenti. Il premio pagato dagli assicurati garantisce una costante liquidità, che le compagnie investono finché non diventa necessario pagare i risarcimenti. A causa dell'aleatorietà del momento in cui questo accadrà, le compagnie assicurative scelgono generalmente di investire in liquid commodities (strumenti a elevata liquidità, NdT) soprattutto short-term fixed income securities (titoli a breve termine a interesse fisso, NdT), longer-date bonds (obbligazioni a lungo termine, NdT) e azioni. In altre parole, Warren Buffett aveva acquisito non solo due società modeste ma sane, ma anche un robusto "motore" per la gestione degli investimenti.

Nel 1967 le due compagnie assicurative gestivano un portafoglio obbligazionario di oltre 24,7 milioni, e uno azionario di circa 7,2 milioni. Dopo due anni, il portafoglio complessivo sfiorava i 42 milioni: un risultato di tutto rispetto per uno stagionato cacciatore di titoli come Buffett, che aveva già avuto qualche piccolo successo nella gestione del portafoglio titoli del ramo tessile. Quando nel 1965 aveva acquisito il controllo della Berkshire Hathaway, la società possedeva 2,9 milioni in titoli trattabili. Alla fine del primo anno di gestione, Buffett aveva portato la voce "titoli" a 5,4 milioni. Nel 1967, il rendimento del settore investimenti fu il triplo di quello dell'intero comparto tessile, che aveva un'equity base (base di capitale proprio, NdT) pari a dieci volte il portafoglio in azioni ordinarie.

Si è detto che quando Buffett entrò nel settore assicurativo abbandonando quello tessile, non fece altro che scambiare una materia prima con un'altra. In fondo, le società assicurative, come le industrie tessili, vendono un prodotto che è indistinguibile: le polizze sono prodotti standardizzati, e chiunque può copiarle. Non esistono copyright o brevetti, vantaggi geografici o materiali che distinguano l'una dall'altra. È facile ottenere i permessi necessari e i premi sono noti a tutti. Spesso, l'attributo più peculiare di una compagnia assicurativa è il personale, e le prestazioni dei singoli manager possono avere ricadute cruciali sui risultati. Nel corso degli anni, Buffett ha aggiunto diverse compagnie al gruppo assicurativo della Berkshire. Un acquisto d'eccellenza, oggi ben noto grazie a un'accorta campagna pubblicitaria, fu la GEICO. Nel 1991, la Berkshire Hathaway deteneva quasi metà del flottante azionario della GEICO. Nei tre anni successivi, la società continuò a ottenere risultati sorprendenti, e la partecipazione di Buffett aumentò. Nel 1994, la Berkshire annunciò di detenere il 51%, e si iniziò a discutere seriamente dell'ingresso di GEICO nella grande famiglia Berkshire Hathaway. Due anni dopo, Buffett staccò un assegno da 2,3 miliardi e la GEICO fu completamente acquisita.

Ma Buffett non aveva ancora finito. Nel 1998 pagò sette volte quella cifra – circa 16 miliardi in titoli Berkshire Hathaway – per acquistare la General Re, una società di riassicurazione. Fu la sua maggiore acquisizione di sempre.

Nel tempo, Buffett ha continuato ad acquistare compagnie assicurative ma non c'è dubbio che la sua acquisizione più accorta ha riguardato una persona: Ajit Jain, a cui affidò la gestione del

Berkshire Hathaway Reinsurance Group. Nato nel 1951, Ajit si laureò in ingegneria presso il prestigioso Indian Institutes of Technology, e lavorò per tre anni per l'IBM, prima di iscriversi a un corso di economia ad Harvard. Anche se non aveva esperienza di assicurazioni, Buffett ne riconobbe subito l'intelligenza: in poco più di vent'anni a partire dal 1985, Ajit portò il flottante del gruppo (premi incassati e risarcimenti non pagati) a 34 miliardi di dollari. Buffett disse: "Ajit stipula assicurazioni su cose per cui nessuno ha voglia o capitale necessario per assicurarle. Sa agire con competenza, rapidità, risolutezza e soprattutto cervello, con uno stile unico nel settore assicurativo".[22] Non passa un giorno senza che Buffett e Ajit si sentano di persona, e per dare un'idea dell'importanza di quest'ultimo, nel rapporto annuale del 2009, Buffett scrisse: "Se Charlie, Ajit e io ci dovessimo mai trovare su una nave che affonda e poteste salvarne solo uno, salvate Ajit".

Un uomo, un'azienda

Non è semplice descrivere Warren Buffett. Fisicamente è abbastanza anonimo, e certamente è più simile a un nonno che a un titano aziendale. Intellettualmente, è considerato un genio, ma i suoi normalissimi rapporti con le persone sono improntati alla più assoluta semplicità. È lui stesso semplice, diretto, aperto e onesto. Vanta un'accattivante combinazione tra sofisticato sarcasmo e umorismo grossolano. Porta un profondo rispetto per la logica delle cose e il massimo disprezzo per la stupidità. Preferisce le cose semplici ed evita quelle complicate.

Leggendo i suoi rapporti, stupisce la naturalezza con cui cita la Bibbia, John Maynard Keynes o Mae West. E la parola chiave è "leggere": ogni rapporto è costituito da non meno di sessanta-settanta pagine di informazioni densissime. Niente immagini, niente grafici a colori, nessuna tabella. Le persone abbastanza motivate – e disciplinate – da cominciare a leggere da pagina uno senza mai fermarsi vengono ricompensate con una sana dose di acume finanziario, battute alla buona e una sincerità quasi sfrontata. Buffett sottolinea i punti di luce e quelli di ombra delle attività della Berkshire, perché crede fermamente che i possessori di azioni della Berkshire ne siano i proprietari, e dice a loro tutto quello che vorrebbe fosse riferito a lui se si trovasse al loro posto.

La società gestita da Buffett ne incarna perfettamente la personalità, la filosofia aziendale (a sua volta, inestricabilmente legata a quella dell'investitore) e uno stile individuale e unico. La Berkshire Hathaway, Inc. è una struttura complessa, ma non complicata. Le attività principali sono solo due: le occupazioni imprenditoriali e il portafoglio azionario, alimentato dai guadagni delle attività non assicurative e dal flottante delle assicurazioni. Tutto questo è permeato dal modo assolutamente schietto di Warren Buffett di valutare le attività per una semplice acquisizione, per un acquisto di una quota azionaria o per il management dell'azienda.

Oggi la Berkshire Hathaway si compone di tre grandi gruppi: le attività assicurative (Insurance Operations); le imprese e le attività industriali (Regulated Capital-Intensive Businesses), che comprendono la MidAmerican Energy e la rete ferroviaria Burlington Northern Santa Fe; le attività manifatturiere al dettaglio e i servizi (Manufacturing, Services and Retailing Operations), con prodotti che vanno dai lecca-lecca ai jet. Complessivamente, nel 2012 queste attività hanno prodotto 10,8 miliardi di utile per la Berkshire Hathaway (nel 1988, Buffett come persona fisica aveva guadagnato 399 milioni). Il portafoglio d'investimenti ha un valore di mercato di 87,6 miliardi, a fronte di una base imponibile di 49,8 miliardi. Poco più di vent'anni fa, nel 1988, il portafoglio dell'investitore Buffett era valutato 3 miliardi, a fronte di una base imponibile di 1,3 miliardi.

Nel corso degli ultimi quarantotto anni, a partire dal 1965, quando Buffett assunse il controllo

della Berkshire Hathaway, il valore nominale della società è passato da 19 a 114.214 dollari per azione, con un incremento composto annuale del 19,7%; nel medesimo periodo, l'indice 500 di Standard & Poor (S&P) è aumentato del 9,4%, compresi i dividendi. Si tratta di una differenza relativa nella performance del 10,3%, realizzata sistematicamente per quasi cinquant'anni consecutivi. Come ho già avuto modo di scrivere, quando abbassò la saracinesca della Buffett Partnership, il ragazzo del money changer stava solo cominciando.

Un evento "5 sigma"

Per anni e anni studiosi e investitori professionisti hanno discusso la teoria oggi nota come "del mercato efficiente". Questa controversa teoria sostiene che l'analisi degli andamenti di Borsa sia una perdita di tempo perché tutte le informazioni disponibili già si riflettono nei prezzi correnti. I sostenitori della teoria affermano – scherzando solo a metà – che, lanciando freccette contro un poster che raffiguri le quotazioni azionarie, gli investitori professionisti non abbiano meno probabilità di azzeccare il titolo giusto rispetto a un navigato analista di Borsa dopo ore e ore trascorse a studiare l'ultimo rapporto annuale o trimestrale.

Eppure, i risultati e il successo di determinati individui che regolarmente "battono il mercato", Warren Buffett in testa, sembra sconfessare la teoria del mercato efficiente. I teorici di quest'ultima ribattono che non è la teoria a essere sbagliata, ma gli individui come Buffett a rappresentare degli "eventi 5 sigma", un'espressione statistica per indicare un fatto talmente raro da non verificarsi praticamente mai.[23] Sarebbe semplice schierarsi con chi sostiene che si tratti di una sorta di eccezione statistica. Nessuno ha mai anche solo lontanamente sfiorato i suoi risultati come investitore, sia durante i tredici anni della Buffett Partnership sia nella performance record di quasi mezzo secolo della Buffett Hathaway. Se tabuliamo i dati relativi dei principali investitori professionisti, osservando come non siano riusciti a superare i principali indici di riferimento, sorge spontanea una domanda: davvero il mercato azionario è inespugnabile, oppure la colpa è dei metodi utilizzati dalla maggior parte degli operatori?

Infine, non dobbiamo dimenticare le parole di Buffett: "Quello che faccio non va assolutamente oltre le competenze di chicchessia. Investire o gestire per me è sostanzialmente la stessa cosa: per ottenere risultati straordinari non è necessario fare cose straordinarie".[24] Molti liquiderebbero queste parole semplicemente come tipica modestia del Midwest. Ma ho deciso di prenderlo in parola, ed è l'argomento di questo libro.

2

La formazione di Warren Buffett

Persino un evento "5 sigma" dotato di un gran QI deve basarsi sugli insegnamenti di chi è venuto prima di lui, poiché nessuno può fare a meno del processo di apprendimento. Come vedremo, la formazione di Warren Buffett è stata una sintesi di tre diverse filosofie d'investimento, elaborate da tre personalità imponenti: Benjamin Graham, Philip Fisher e Charlie Munger.

L'influenza di Graham è ben nota e, in realtà, secondo alcuni sarebbe preponderante se non addirittura esclusiva. Questo non stupisce affatto, dato il modo in cui le vite dei due uomini si sono intrecciate. Inizialmente, Buffett era un lettore appassionato di Graham, poi ne è stato studente, dipendente, collaboratore e infine il massimo promotore. Graham a sua volta ha dato forma al talento incolto di Buffett. Chi considera Buffett come il prodotto esclusivo degli insegnamenti di Graham, ignora però l'influenza di altri due colossi del pensiero finanziario: Philip Fisher e Charlie Munger. In questo capitolo li studieremo entrambi.

Benjamin Graham

Graham è considerato il decano dell'analisi finanziaria. Come osserva Adam Smith (pseudonimo di George Jerome Waldo Goodman, economista americano, NdR): "Prima di lui la professione di analista finanziario non esisteva, e dopo di lui è così che si chiama".[1] Oggi è ricordato soprattutto per due celebratissimi testi: *Security Analysis*, scritto insieme a David Dodd, e pubblicato per la prima volta nel 1934, e *The Intelligent Investor*, del 1949. *Security Analysis* continua a essere importante grazie al suo tempismo: quest'opera decisiva apparve pochi anni dopo il crollo della Borsa del 1929, un evento di portata mondiale che ebbe un impatto profondo sull'autore e che ne formò in profondità le idee. Mentre altri studiosi cercavano di spiegare l'evento in termini economici, Graham aiutò le persone a gettare nuovamente basi finanziarie e a intraprendere iniziative redditizie.

Ben Graham aveva conseguito una laurea in Scienze presso la Columbia University nel 1914, all'età di vent'anni. Padroneggiava il greco, il latino e aveva un interesse profondo per la matematica e per la filosofia. Nonostante questa sua formazione lontana dal mondo degli affari, cominciò a lavorare a Wall Street e il suo primo incarico fu come messenger (commesso, NdT) per la società di brokeraggio Newburger, Henderson & Loeb, affiggendo obbligazioni e quotazioni azionarie su una lavagna per 12 dollari alla settimana. In seguito, fu promosso alla stesura dei rapporti e ben presto ricevette una quota dello studio. Nel 1919, all'età di venticinque anni, il suo reddito annuale era di 600 mila dollari, l'equivalente di quasi 8 milioni di dollari del 2012.

Nel 1926, fondò una società d'investimento insieme a Jerome Newman, e fu questo studio ad assumere Buffett, circa trent'anni più tardi. La Graham-Newman superò il crack del 1929, la Grande

Depressione, la Seconda guerra mondiale e la Guerra di Corea per poi sciogliersi nel 1956.

Pochi sanno che Graham uscì rovinato dal crack del 1929 e che, per la seconda volta nella sua vita (la prima era stata alla morte del padre, quando la famiglia si trovò in difficoltà economiche), si rimboccò le maniche e ricostruì la propria fortuna. Trovò ispirazione, tra l'altro, presso la sua Alma Mater, dove aveva cominciato a insegnare ai corsi serali. La sicurezza dell'incarico universitario diede a Graham la possibilità di riflettere e, insieme a David Dodd, all'epoca anch'egli docente alla Columbia, scrisse quello che diventò il trattato esemplare sull'approccio prudente all'investimento.

Insieme, Graham e Dodd potevano vantare oltre quindici anni di esperienza nel settore. Ne impiegarono quattro per stendere *Security Analysis*. All'uscita del libro, nel 1934, Louis Rich scrisse sul *New York Times*: "Il frutto pieno, maturo, scrupoloso e assolutamente meritorio di analisi scientifica e sagacia empirica. Se mai arrivasse a esercitare una propria influenza, lo farà indirizzando l'investitore ad affidarsi alla concretezza delle risorse, invece che al mercato".[2]

Nella prima edizione Graham e Dodd dedicarono grande attenzione alle frodi aziendali. Il materiale d'altra parte non mancava. Prima del Securities Act del 1933 e del Securities Exchange Act del 1934, le informazioni sulle aziende erano totalmente inadeguate e spesso fuorvianti. La maggior parte delle società rifiutava di comunicare i dati di vendita, e la valutazione degli asset era spesso inaffidabile, se non sospetta. Questo tipo di disinformazione aziendale veniva usata per manipolare i prezzi, sia nelle offerte pubbliche iniziali sia nell'aftermarket finanziario. I due Securities Act avviarono una riforma delle pratiche aziendali che fu lenta ma decisa. Nella terza edizione del libro, nel 1951, la parte relativa alle frodi fu eliminata e al suo posto Graham e Dodd trattarono i problemi del rapporto tra azionisti e management, in particolar modo le competenze di quest'ultimo e la politica dei dividendi.

In sintesi, *Security Analysis* afferma che un portafoglio bene assortito e diversificato di azioni ordinarie, sulla base di prezzi ragionevoli, può costituire un investimento solido; di seguito, passo dopo passo, Graham spiega agli investitori la logica del suo approccio prudente.

Il primo problema che dovette affrontare fu la mancanza di una singola definizione onnicomprensiva di "investimento". Citando il giurista Louis Brandeis, Graham osservava che "investimento è una parola dai molti significati". Il punto, proseguiva, non è se l'oggetto di questo investimento è un titolo (e quindi speculativo per definizione), o un'obbligazione (e pertanto un investimento). Se non è solida, un'obbligazione non può essere considerata un investimento solo perché tale; né un titolo con una certa quotazione inferiore al valore netto dei beni che rappresenta può essere considerato una speculazione, solo perché è un'azione. Ciò che conta, conclude Graham, sono le intenzioni: un acquisto effettuato con denaro in prestito, nella speranza di un rapido guadagno, è una speculazione indipendentemente dall'oggetto dell'acquisto stesso. Vista la complessità della questione, Graham propose una propria definizione: "Chiameremo investimento un'attività che, in seguito a un'analisi approfondita, garantisce ragionevolmente la sicurezza del capitale e un profitto soddisfacente. Chiameremo speculative le attività che non soddisfano queste condizioni".[3] Questa semplice affermazione è un condensato di idee che merita tutta la nostra attenzione.

Per cominciare, che cosa si intende per "analisi approfondita"? Il punto di partenza è una breve definizione: "Lo studio scrupoloso delle informazioni disponibili con lo scopo di trarne conclusioni basate su principi consolidati e sulla logica".[4] In seguito, procede descrivendo l'analisi come un processo in tre fasi: (1) descrittiva, (2) critica e (3) selettiva. La prima consiste nella raccolta dei dati di fatto e nella loro presentazione adeguata. La seconda nell'esaminare gli standard adottati nel

comunicare le informazioni: i fatti sono stati presentati in maniera corretta e adeguata? L'ultima fase consiste nel sottoporre l'analisi al giudizio di effettivo interesse dell'oggetto dell'investimento.

Inoltre, Graham insiste su un presupposto: affinché si possa effettivamente parlare di investimento, devono presentarsi due condizioni, un certo grado di sicurezza del capitale e un guadagno percentuale soddisfacente. Per quanto riguarda la prima premessa, mette in guardia dal fatto che la sicurezza non possa essere assoluta; un evento inconsueto o improbabile può portare al default anche un'obbligazione solida. Il capitale dovrebbe, quindi, essere considerato ragionevolmente al riparo da perdite.

Anche l'idea di "un guadagno soddisfacente" va considerata con prudenza, perché la soddisfazione è una nozione soggettiva. Secondo Graham, il guadagno può essere in una qualsiasi misura, anche arbitrariamente basso, purché l'investitore agisca in maniera consapevole e si attenga integralmente alla definizione di investimento. Un soggetto che condurrà un'analisi finanziaria su solide basi logiche, e che scelga di accettare come ragionevole un determinato guadagno senza arrischiare la sicurezza del capitale, sarà – secondo la definizione di Graham – un investitore e non uno speculatore.

Per tutta la sua carriera, Graham non cessò mai di meditare sulla contrapposizione tra investimento e speculazione, questione che lo turbò sempre. Negli ultimi anni di vita, osservò con sconforto investitori istituzionali comportarsi come speculatori. Poco dopo la crisi del 1973-1974, Graham fu invitato a partecipare a un raduno di gestori finanziari organizzato dalla società Donaldson, Lufkin e Jenrette, e fu profondamente turbato da quello che udì: "Non riuscivo a capire come la gestione del denaro da parte delle istituzioni potesse essere degenerata a tal punto: dal solido investimento che era, a questo frenetico affannarsi per il massimo ritorno nel periodo più breve possibile".[5]

Dopo la chiara distinzione tra investimento e speculazione, il secondo contributo di Graham fu una metodologia concreta per l'acquisto di azioni ordinarie come pratica d'investimento non speculativa. Questo suo metodo si basava sulla nozione di margine di sicurezza, un concetto chiaramente sviluppato dall'esperienza del Crack del 1929.

Il problema del 1929 non consisteva solo nel fatto che la speculazione fosse mascherata da investimento, ma che anche l'investimento stesso fosse improntato alla speculazione. Graham osservò cioè i pericoli dell'ottimismo rampante e inarrestabile fondato sulla storia passata: incoraggiati dai successi trascorsi, gli investitori si lanciavano in avanti, verso prospettive di crescita continua e di prosperità, cominciando a perdere il senso delle proporzioni nella valutazione dei prezzi. Secondo Graham, per i titoli si cominciarono a pagare cifre del tutto avulse da ogni aspettativa matematica: il valore diventava quello assegnato dall'ottimismo del mercato. All'apice di questa follia, il confine tra investimento e speculazione cominciò a sfumare.

Come rimedio a questi comportamenti rischiosi, Graham propose una tecnica per la selezione dei titoli basata sul "margine di sicurezza". Secondo questo approccio, gli investitori ottimisti sulle prospettive di crescita futura di una società hanno a disposizione due metodi per aggiungere il titolo al loro portafoglio: acquistare quote (1) quando il mercato sta complessivamente operando in un regime di prezzi bassi (questo solitamente capita durante una fase di crisi, o un periodo di analogo aggiustamento), oppure (2) quando viene scambiato a prezzi inferiori al suo valore intrinseco, anche in una situazione di mercato sostanzialmente non depresso. In ciascuno dei casi, nello stesso prezzo d'acquisto si ritrova un margine di sicurezza.

La prima tecnica – acquistare solo durante i periodi di ribasso del mercato – presenta alcune

difficoltà intrinseche. Per cominciare, richiede che l'investitore sviluppi una qualche formula per stabilire quando il mercato è "caro", e quando è "economico". Si diventa così ostaggi della necessità di prevedere i cicli del mercato, cosa tutt'altro che affidabile. Inoltre, quando il mercato si ritrova in uno stato di ragionevole apprezzamento, può diventare difficile o impossibile procurarsi azioni ordinarie convenienti. In questa situazione, attendere una correzione di mercato prima dell'acquisto può diventare esasperante e in definitiva una strategia perdente.

Graham suggerì che le energie dell'investitore dovessero concentrarsi sulla seconda tecnica: identificare i titoli sottovalutati indipendentemente dalla condizione di valore complessiva del mercato. Per operare sistematicamente secondo questa strategia era necessario un metodo per identificare questi titoli, e lo scopo di Graham fu proprio lo sviluppo di un approccio quantitativo che prima di *Security Analysis* non esisteva.

Graham ridusse il concetto di investimento "solido" a quello che lui chiamò margine di sicurezza, col quale cercò di unificare azioni e obbligazioni in un unico approccio all'investimento.

Per le obbligazioni non fu molto difficile stabilire la nozione di margine di sicurezza: se, per esempio, un analista passava in rassegna la storia operativa di un'azienda e scopriva che, in media, nei cinque anni precedenti aveva guadagnato ogni anno cinque volte le spese fisse, allora le sue obbligazioni includevano un margine di sicurezza. Graham non si aspettava che gli investitori stimassero i fatturati futuri dell'azienda. Piuttosto, pensava che se la differenza tra guadagni e spese fisse fosse stata sufficientemente ampia, gli investitori sarebbero stati protetti da cali imprevisti del fatturato.

Il vero exploit di Graham fu adattare questa nozione alle azioni ordinarie. Il suo criterio fu il seguente: in un'azione ordinaria era presente un margine di sicurezza se il suo prezzo d'acquisto stava al di sotto del suo valore intrinseco. E l'ovvia domanda successiva era: come se ne determina il valore intrinseco? Anche qui, la risposta di Graham fu una definizione semplice e chiara: il valore intrinseco è "quel valore stabilito dai fatti". Tra i "fatti" rientravano i beni della società, gli utili, i dividendi e qualsiasi futuro sviluppo chiaramente definito. Tra questi, Graham pensava che il singolo fattore più importante fosse il potenziale di future earning power (redditività futura, NdT). Questo lo portò a elaborare una semplice formula: il valore intrinseco di una società si stabilisce stimando gli utili futuri, moltiplicandoli poi per un adeguato fattore di capitalizzazione. Questo fattore – o moltiplicatore – di capitalizzazione dipende dalla stability of earning (regolarità degli utili, NdT), dai beni, dalla politica dei dividendi e dalla condizione (salute) finanziaria.

Graham aggiunse poi una forte raccomandazione: un limite di questo approccio era la capacità di calcolare il futuro della società, un calcolo inevitabilmente impreciso. I fattori futuri come il volume delle vendite, i prezzi al pubblico e le spese sono di difficile stima e questo rendeva ancora più difficile la scelta di un moltiplicatore.

Nonostante ciò, Graham era convinto che il criterio del margine di sicurezza potesse applicarsi con successo in tre ambiti: (1) nella valutazione di titoli tendenzialmente stabili, come obbligazioni e azioni privilegiate; (2) nell'analisi comparativa; (3) nella selezione dei titoli azionari, a patto che la differenza tra prezzo e valore intrinseco fosse sufficiente. Si noti che Graham era consapevole di chiedere al suo interlocutore di accettare il fatto che quella di valore intrinseco fosse una nozione elusiva, certamente diversa dalla quotazione di mercato. In origine, si pensava che il valore intrinseco fosse sostanzialmente il valore nominale, oppure la somma degli asset meno le passività. Questo portò alla convinzione che si trattasse di qualcosa di chiaramente definito. Tuttavia, gli

analisti giunsero ben presto a rendersi conto di come il valore di un'azienda non consistesse semplicemente nei suoi asset ma anche negli utili che questi producono. Graham propose quindi che non fosse fondamentale stabilire l'esatto valore intrinseco: una prima approssimazione, relativamente al prezzo di vendita, sarebbe bastata a stimare il margine di sicurezza.

Con ciò, Graham ricorda anche che l'analisi finanziaria non è una scienza esatta. Certo, determinati fattori quantitativi si prestano a un'analisi dettagliata: bilancio, conto economico, asset e passività, utili e dividendi. Non dobbiamo però sottovalutare parametri qualitativi meno semplici da analizzare ma che sono elementi ugualmente fondamentali nella determinazione del valore intrinseco. Due di questi elementi sono le competenze del management e il settore merceologico dell'impresa. Il punto per Graham era il seguente: quale peso dobbiamo attribuire loro, esattamente?

Certamente, nutriva forti dubbi su quanta enfasi porre su questi fattori qualitativi. Non è semplice misurare il peso da attribuire alla valutazione dei manager, o all'ambito di attività di un'impresa: il che vuol dire che è molto facile darne una misura sbagliata. L'eventuale ottimismo sui fattori qualitativi si traduce facilmente in moltiplicatori più elevati, e l'esperienza di Graham lo aveva convinto che gli investitori si spostavano gradualmente da hard asset (beni concreti o commodity, NdT) verso altri più intangibili, e si rendevano sempre più disponibili ad atteggiamenti potenzialmente rischiosi. Graham concluse così che se una buona parte del valore intrinseco di un'azienda era composta da fattori quantitativi, le possibili perdite dell'investitore risultavano limitate: gli asset sono misurabili; i dividendi sono misurabili; gli utili passati e presenti sono misurabili. Ciascuno di questi fattori può essere illustrato per mezzo di cifre e verificato dall'esperienza.

Cercate di muovervi in maniera prudente, consigliava Graham. Assumete come punto di partenza il valore netto degli asset: in caso di acquisto, il rischio sarà maggiorato dal valore di liquidazione. Se le proiezioni di crescita troppo ottimistiche non si verificheranno, nessuno potrà aiutarvi. Quando un'attività viene percepita come un'occasione di guadagno, e il suo qualificatissimo management prevede utili futuri elevati, cominceranno a fioccare richieste di acquisto di quote da parte di un numero sempre maggiore di investitori: "Così [gli investitori] acquisteranno, rilanciando il prezzo e facendolo lievitare, insieme al valore degli utili futuri. A mano a mano che sempre più investitori verranno attratti dalla prospettiva di un utile, il prezzo lieviterà verso l'alto, indipendentemente dal valore intrinseco, producendo una bolla in costante espansione, che alla fine dovrà scoppiare".[6]

Graham ripeteva sempre che uno dei suoi fardelli era avere una buona memoria. Il ricordo delle due volte in cui nella vita si era ritrovato a terra lo spingeva verso un approccio all'investimento che privilegiava la protezione dal rischio rispetto al potenziale di crescita.

Secondo lui esistevano due regole principali. La prima è: "Non perdere denaro". La seconda: "Non dimenticare la prima". Graham sintetizzò questa filosofia in due specifiche, concrete linee-guida che fotografavano la nozione di margine di sicurezza: (1) una società va acquistata per non più di due terzi del valore netto dei suoi asset; (2) limitarsi a titoli azionari con un rapporto P/E basso.

La prima regola si accorda perfettamente col suo particolare senso del presente, e soddisfa la sua esigenza di precisi criteri matematici. Graham non riconosceva alcun valore a impianti, proprietà e attrezzatura di un'azienda, e sottraeva tutte le passività a breve e lungo termine. Quello che restava erano gli asset attuali: se la quotazione del titolo era al di sotto di questo valore per azione, Graham cominciava a considerarlo un investimento interessante. Precisava inoltre che i risultati dipendevano anche dalla performance plausibile di un gruppo di titoli (diversificazione), e non dei singoli.

Questo è uno dei problemi del suo approccio: può non essere facile individuare dei titoli che soddisfino queste richieste, specialmente durante i periodi di crescita. Riconoscendo il fatto che potrebbe non essere realistico attendere fino a un cambiamento di rotta del mercato, Graham aveva sviluppato la strategia di acquisto di titoli a prezzi assoluti ridotti e con un P/E basso. Si affrettava anche ad aggiungere che l'azienda doveva possedere un qualche valore di asset al netto di tutto; in altre parole, non doveva avere debiti per importi superiori al proprio valore.

Nel corso di tutta la sua carriera, Graham lavorò a diverse varianti di quest'approccio. Poco prima della sua morte avvenuta nel 1976, iniziò la revisione della quinta edizione di *Security Analysis* insieme a Sidney Cottle. All'epoca stava analizzando i risultati finanziari dei titoli acquistati sulla base dei seguenti criteri: un rapporto P/E ridotto nei dieci anni precedenti, una quotazione del titolo pari a metà del suo precedente massimo di mercato e, naturalmente, un valore netto di asset positivo. Graham analizzò titoli risalendo fino al 1961 e ottenne risultati molto incoraggianti.

Nel corso degli anni, molti altri hanno cercato scorciatoie analoghe per la determinazione del valore intrinseco e, anche se generalmente l'approccio di Graham basato sul P/E viene ancora preferito, oggi sappiamo che prendere decisioni unicamente su elementi contabili non è sufficiente a garantire utili interessanti. Oggi la maggior parte degli investitori si affida alla classica definizione di valore di John Burr Williams, come sviluppata in *The Theory of Investment Value* (Harvard University Press, 1938): il valore di un investimento è il valore presente scontato dei suoi incassi futuri. Discuteremo più approfonditamente il "modello dei dividendi" nel Capitolo 3.

Per ora, osserveremo che entrambi i metodi di Graham – acquistare un titolo per meno dei due terzi del suo valore netto, oppure titoli con rapporti P/E ridotti – hanno un tratto in comune. I titoli che selezionava in questo modo risultavano assai poco popolari rispetto alle tendenze di mercato del momento e, qualunque ne fosse il motivo, apparivano apprezzati molto al di sotto del loro valore. Graham era saldamente convinto che queste azioni, "valutate ingiustificatamente poco", costituissero acquisti interessanti.

Le idee di Graham poggiavano su ipotesi concrete. Per cominciare, era convinto che il mercato deprezzasse i titoli di frequente, di solito come risultato di comportamenti emotivi indotti dalla paura o dall'avidità. All'apice di un periodo ottimista, l'avidità fa salire il prezzo dei titoli oltre il loro valore intrinseco, producendo un mercato drogato. In altri periodi, la paura spinge i prezzi al ribasso, sotto il valore intrinseco, producendo un mercato sottostimato. La seconda ipotesi si basava su un fenomeno statistico noto come *regressione verso la media*, anche se Graham non usò mai questo termine. Più eloquentemente, amava citare il poeta Orazio: "Molte [parole] che già caddero d'uso, rinasceranno, e molte che oggi sono in onore, cadranno". (Orazio, *Ars poetica*, 70-71) In qualunque modo lo si formuli, in forma statistica o poetica, Graham era convinto che un investitore potesse trarre vantaggio dalle forze correttive di un mercato inefficiente.

Philip Fisher

Mentre Graham scriveva *Security Analysis*, Philip Fisher iniziava la sua carriera di consulente finanziario. Dopo la laurea alla Graduate School of Business Administration di Stanford, Fisher lavorò come analista per la Anglo London & Paris National Bank di San Francisco. Dopo meno di due anni fu nominato direttore del dipartimento di statistica della banca e, da quel punto di vista privilegiato, osservò il crollo della Borsa del 1929. Poi, dopo un breve e improduttivo periodo

presso una società di brokeraggio, Fisher decise di avviare una propria attività di consulenza, e il 31 marzo 1931 la Fisher & Company cominciò a proporsi ai potenziali clienti.

Avviare uno studio di consulenza all'inizio degli anni Trenta poteva apparire una follia, tuttavia Fisher aveva capito di poter contare su due vantaggi. In primo luogo, qualsiasi investitore che, dopo il crollo, avesse conservato dei capitali doveva essere estremamente insoddisfatto del proprio broker. Inoltre, in piena Grande Depressione gli uomini d'affari avevano molto tempo da dedicargli.

A Stanford, uno dei corsi che seguiva richiedeva a Fisher di accompagnare uno dei docenti in visite periodiche presso società nell'area di San Francisco. Il professore parlava con i responsabili delle aziende delle loro diverse attività, e spesso li aiutava a risolvere un problema immediato. Tornando in auto a Stanford, Fisher discuteva con l'insegnante di quello che aveva visto durante la giornata. "Quell'ora alla settimana" commentò in seguito Fisher, "fu la formazione più importante che abbia mai ricevuto".[7]

Da tutto ciò Fisher si convinse che fosse possibile realizzare utili superiori alla media (1) investendo in società con particolari potenzialità, e (2) operando congiuntamente ai manager più capaci. Per identificare queste particolari aziende, Fisher sviluppò un sistema di valutazione che descriveva un'impresa a partire dalle caratteristiche del suo specifico comparto produttivo e del management.

Il tratto di un'azienda che più colpì Fisher fu la sua capacità di produrre vendite e utili sempre maggiori nel corso degli anni, a tassi superiori a quelli medi del settore.[8] Per riuscirci, secondo Fisher doveva disporre di "prodotti o servizi potenzialmente sufficienti a rendere possibile un aumento sostanziale delle vendite per diversi anni consecutivi".[9] A Fisher non interessava particolarmente l'incremento su base annua, e considerava invece il successo di un'azienda su un periodo più lungo. Era consapevole che le trasformazioni del ciclo economico avrebbero avuto ricadute su vendite e utili, ma era convinto che, decennio per decennio, due tipi ben precisi di società si sarebbero rivelate in grado di crescere al di sopra della media: (1) quelle "fortunate e capaci", e (2) quelle "fortunate perché capaci".

L'Aluminum Company of America (ALCOA) era un esempio del primo tipo. La società era "capace" in virtù dell'esperienza e dell'abilità dei fondatori. Inoltre, il management fu in grado di prevedere gli utilizzi commerciali dei propri prodotti e intervenne in maniera aggressiva per capitalizzare sulle maggiori vendite nel mercato dell'alluminio. La società fu anche "fortunata", secondo Fisher, perché una serie di eventi al di là del loro controllo immediato ebbe ricadute positive sull'azienda e sul mercato. Il rapido sviluppo del trasporto aereo aumentò rapidamente il fabbisogno, e quindi le vendite, di alluminio, e l'Alcoa beneficiò delle necessità dell'industria aeronautica più di quanto avesse previsto.

La DuPont era invece un buon esempio di azienda "fortunata perché capace". In origine produceva polveri esplosive e, se si fosse limitata a questo settore, avrebbe avuto performance equiparabili a quelle di normali società minerarie. Ma grazie alle competenze acquisite e messe a frutto dal management in questo settore specializzato, la DuPont fu in grado di lanciare nuovi prodotti, tra cui il nylon e il cellophane, che aprirono nuovi mercati e produssero vendite per miliardi di dollari.

Secondo Fisher, gli investimenti in ricerca e in sviluppo contribuiscono pesantemente alla sostenibilità per una crescita delle vendite superiore alla media ed era evidente, osservava, che né DuPont né ALCOA avrebbero avuto successo nel lungo periodo senza un impegno significativo in questi ambiti. Anche le società non tecnologiche devono investire in ricerca se vogliono essere in

grado di fornire prodotti migliori e servizi più efficienti.

Oltre alla ricerca e allo sviluppo Fisher si occupò anche di analizzare la rete dei distributori: un'azienda poteva anche proporre prodotti e servizi superiori ma, senza "una sapiente commercializzazione" l'investimento in ricerca e sviluppo, non si sarebbe mai tradotto in introiti. Secondo Fisher, la rete dei distributori ha il compito di aiutare i clienti a comprendere i reali benefici derivanti dall'adozione dei prodotti e dei servizi dell'azienda. Questo avviene tenendo sotto osservazione le abitudini d'acquisto dei potenziali clienti e cercando di individuare le trasformazioni delle loro necessità. In questo modo, la struttura dedicata alle vendite diventa l'anello di congiunzione insostituibile tra il mercato e l'unità di sviluppo.

Ma le sole potenzialità non bastavano. Fisher era convinto che nemmeno un'azienda in grado di produrre un incremento superiore alla media nelle vendite costituisse di per sé un investimento adeguato, se non era in grado di generare utili per gli azionisti: "Tutti gli aumenti nelle vendite del mondo non produrranno un veicolo d'investimento adeguato se nel corso degli anni non aumenteranno corrispondentemente gli utili".[10] Fisher era quindi alla ricerca di aziende che non solo producessero a basso costo prodotti e servizi, ma che mantenessero queste caratteristiche nel tempo. Una società con un punto di pareggio basso è maggiormente in grado di sostenere un ambiente economicamente depresso e, in definitiva, ha più probabilità di sopravvivere rispetto ai concorrenti più deboli, rafforzando la propria quota di mercato.

Secondo Fisher, nessuna impresa potrà mai mantenersi remunerativa se non riuscirà ad abbattere i costi di gestione, e se non sarà al tempo stesso in grado di analizzare e comprendere il costo di ogni singola parte del processo produttivo. Per riuscirci dovrà dotarsi di un'analisi contabile e dei costi adeguata. Il controllo dei costi di gestione permetterà, inoltre, di convogliare le risorse verso quei prodotti o servizi con le potenzialità maggiori. Poi, i controlli amministrativi permetteranno di individuare problemi e imprevisti nelle varie attività aziendali. Problemi o inefficienze che devono essere considerati dei pre-allarmi, uno strumento a difesa della redditività complessiva dell'impresa. Fisher è molto sensibile all'argomento della redditività, per via di un'altra sua preoccupazione: la capacità di un'azienda di crescere nel tempo senza ricorrere al finanziamento con mezzi propri. Se l'unico modo per finanziare la crescita fosse la vendita di quote, sosteneva Fisher, il maggior numero di azioni in circolazione avrebbe bilanciato un qualunque vantaggio che la crescita avrebbe potuto apportare agli azionisti. Un'azienda con margini di profitto elevati sarebbe stata maggiormente in grado di autofinanziarsi, senza diluire la proprietà degli azionisti. Inoltre, mantenendo controlli adeguati sui costi fissi e sulla disponibilità per le spese correnti è possibile gestire meglio le necessità di cassa, ed evitare di ricorrere a finanziamenti.

Fisher era consapevole del fatto che le aziende migliori non solo posseggono caratteristiche intrinsecamente dipendenti dall'ambito in cui operano ma – cosa altrettanto importante – sono gestite da persone con capacità manageriali superiori. Questi manager sono decisi a sviluppare nuovi prodotti e nuovi servizi che sosterranno l'aumento delle vendite a lungo nel tempo, anche quando quelli attuali saranno stati sfruttati del tutto. Fisher osservava anche che molte società vantano proiezioni di crescita interessanti, perché la loro linea di prodotti è in grado di sostenerle per diversi anni: eppure sono poche ad attuare politiche che assicurino utili consistenti in un arco temporale di dieci-vent'anni. "Il management", sosteneva, "deve sviluppare una politica adeguata per il raggiungimento di questi obiettivi, subordinando senza esitazione l'utile immediato a quello a lungo termine richiesto da quest'impostazione".[11] Subordinare l'utile immediato non significa rinunciarvi:

un manager capace riuscirà a implementare i piani a lungo termine dell'azienda senza perderne di vista la gestione quotidiana.

Fisher analizza anche un altro aspetto cruciale: l'azienda può contare su un management la cui affidabilità e integrità non sia in alcun modo in discussione? I manager si comportano da autentici fiduciari degli azionisti, o la loro unica preoccupazione è il tornaconto personale?

Fisher suggerisce che un modo per verificarne le intenzioni è osservare le loro modalità di comunicazione con gli azionisti. Tutte le attività, che vadano bene o male, si troveranno un giorno ad affrontare un periodo di difficoltà impreviste. Normalmente, quando tutto va bene, i manager si esprimono liberamente, ma quando si presentano dei problemi alcuni smettono di parlare in maniera trasparente delle difficoltà aziendali. Il modo in cui il management reagisce ai periodi difficili è un buon indicatore delle persone a cui è stato affidato il futuro dell'azienda.

Affinché un'attività sia di successo il management deve anche instaurare rapporti soddisfacenti con tutti i dipendenti, che dovrebbero convincersi che la loro azienda costituisca un buon posto di lavoro. Gli operai devono sentire di essere trattati con rispetto e correttezza, mentre i dirigenti devono essere convinti che le promozioni dipendono dalle capacità e non dai favoritismi.

Fisher analizzò poi anche la qualità e la struttura del management. L'amministratore delegato ha sotto di sé una squadra di valore? E soprattutto, sa delegare in maniera funzionale alla gestione delle varie parti dell'attività?

Infine, Fisher esaminò le caratteristiche specifiche di un'azienda: gli aspetti produttivi e di gestione e come confrontarli con quelli di altre attività nello stesso settore. In questo suo studio cercò capire che cosa potesse spiegare la superiorità di un'impresa sui propri concorrenti. Secondo lui, i soli rapporti finanziari di una società non potevano giustificare la scelta di investirvi. E il passo cruciale in un investimento prudente era avere più informazioni possibili sull'impresa, possibilmente direttamente dalle persone che la conoscevano meglio. Ammetteva anche che questa esigenza le riassumeva tutte, e che si trattava quindi di quelle che oggi potremmo chiamare "voci di corridoio". Se gestite adeguatamente, secondo Fisher, questo tipo di informazioni possono permettere di identificare investimenti importanti.

La raccolta delle "voci di corridoio" portò Fisher a consultarsi con più persone possibili. Parlò con clienti e venditori; contattò ex dipendenti e consulenti che avevano lavorato per quelle aziende in passato; intervistò ricercatori universitari, dipendenti del Governo e rappresentanti di associazioni di categoria. Oltre che i concorrenti. Anche se i vari dirigenti spesso non erano inclini a parlare della propria attività, Fisher constatò che avevano sempre un'opinione sui propri concorrenti. "È stupefacente", commentò, "quanto possa essere accurato il ritratto dei punti deboli e di quelli forza di una azienda, ricavabile da un campione significativo delle opinioni di chi vi è coinvolto, in un modo o nell'altro".[12]

La maggior parte degli investitori è restia a dedicare tempo ed energie che secondo Fisher sono invece indispensabili per conoscere e capire fino in fondo un'impresa. Sviluppare una rete di conoscenze e ottenere incontri e colloqui sono cose che richiedono molto tempo: farlo per ciascuna attività da analizzare può diventare un compito semplicemente inaffrontabile. Fisher trovò un modo semplice per ridurne l'impatto, limitando drasticamente il numero di società di cui possedeva titoli. Sostenne sempre che preferiva avere quote in poche aziende di prestigio che in molte aziende che rientravano nella media. Così, in genere i suoi portafogli includevano non più di dieci titoli, di cui tre o quattro rappresentavano il 75% di tutta la gestione.

Fisher era convinto che per fare un investimento di successo bisognasse fare bene solo due o tre cose. La prima era investire in aziende la cui attività rientrava nel proprio ambito di competenza, e ricordava come i suoi primi errori fossero dovuti "ad andare al di là dei limiti della mia esperienza. Investii in settori tra loro completamente diversi: ero convinto di conoscerli fino in fondo, ma non avevo una conoscenza adeguata in tutti".[13]

Charlie Munger

Quando Warren Buffett aprì la sua attività nel 1956 aveva un capitale di poco più di 100 mila dollari. Ogni anno, uno degli obiettivi più importanti era quello di convincere nuovi investitori a salire a bordo. Una volta, Buffett stava svolgendo il solito, preciso e scrupoloso discorso ai suoi vicini di casa, il dottor Edwin Davis e signora, quando il dottor Davis lo interruppe comunicandogli bruscamente che gli avrebbero affidato 100 mila dollari. Quando Buffett gli chiese perché, Davis rispose: "Mi ricordi Charlie Munger".[14]

Pur essendo entrambi cresciuti a Omaha, e avendo diverse conoscenze in comune, Buffett e Charlie non si erano mai incontrati, fino al 1959. All'epoca, Charlie si era trasferito in California, e quando tornò a Omaha per la morte del padre, il dottor Davis decise che era venuto il momento che quei due giovani si incontrassero, e combinò loro un incontro in un ristorante, a cena. Fu l'inizio di una partnership straordinaria.

Charlie era figlio di un avvocato e nipote di un giudice federale; aveva aperto uno studio di successo a Los Angeles ma aveva già un fortissimo interesse per il mercato azionario. A quella prima cena, i due ebbero molto di che parlare, azioni comprese. Da quel momento, restarono in contatto, e Buffett insistette spesso affinché Charlie lasciasse la pratica forense e si concentrasse sugli investimenti. Per qualche tempo, Charlie fece entrambe le cose: nel 1962 aprì una sua attività di gestione finanziaria simile a quella di Buffett, continuando a mantenere lo studio legale. Dopo tre anni di ottimi risultati lasciò lo studio, anche se tuttora uno degli uffici porta il suo nome.

Passeremo rapidamente in rassegna i risultati della società di Charlie nel Capitolo 5, tuttavia per il momento è significativo osservare che la sua attività a Los Angeles e quella di Buffett a Omaha avevano un approccio simile: entrambe cercavano di acquistare a un prezzo inferiore rispetto al valore intrinseco, ed entrambe conseguivano risultati stupefacenti. Non deve quindi sorprendere che si ritrovassero ad accaparrarsi gli stessi titoli: come Buffett, Charlie cominciò acquistando quote di Blue Chip Stamps alla fine degli anni Sessanta, finendo col diventarne presidente. Quando nel 1978 Berkshire e Blue Chip Stamps si fusero, Charlie diventò vicepresidente della prima.

Il rapporto di lavoro tra Charlie e Buffett non venne formalizzato da un vero e proprio accordo, ma si evolse nel corso degli anni in qualcosa di forse persino più stretto e simbiotico: già prima che Charlie entrasse nel consiglio della Berkshire, i due avevano preso insieme molte decisioni importanti, sentendosi spesso quotidianamente, e fu così che a poco a poco le loro attività lavorative diventarono sempre più interconnesse.

Oggi Charlie è sempre vicepresidente di Berkshire Hathaway, ed è a tutti gli effetti il socio alla pari di Buffett e il suo alter ego. Per capire quanto i due siano in sintonia, basti contare il numero di volte che Buffett ha riferito che "Charlie e io abbiamo fatto questo o deciso quello o preso in considerazione quest'altro" o "crediamo che", come se "Charlie e io" fosse il nome di un singolo individuo.

Il contributo di Charlie alla collaborazione tra i due fu un grande acume finanziario, le competenze

legali e un punto di vista intellettuale abbastanza diverso da quello di Buffett. Charlie è sinceramente interessato a molti ambiti della conoscenza come scienza, storia, filosofia, psicologia, matematica, ed è convinto che in ciascuno di questi campi vi siano idee e concetti importanti che, con la dovuta preparazione, possiamo e dobbiamo applicare a tutte le nostre attività, comprese le decisioni finanziarie. Per maturare questa "saggezza", secondo Charlie dobbiamo costruire una rete di modelli mentali che abbracci le grandi idee formulate nel mondo.[15] Per apprezzare fino in fondo la profondità e il respiro culturale di Charlie è sicuramente bene leggere il suo meraviglioso *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger* (Donning Co. Publishers, Virginia Beach 2005).

Insieme, tutti questi filoni di pensiero – preparazione finanziaria, competenza giuridica e curiosità verso altre discipline – hanno creato una filosofia d'investimento abbastanza diversa da quella di Buffett. Dove quest'ultimo, nella sua incrollabile devozione verso Ben Graham, proseguiva nella ricerca di titoli a prezzi convenienti, Charlie era più in sintonia con i principi delineati da Phil Fisher, e il suo punto di vista era che fosse di gran lunga preferibile pagare il giusto prezzo per un'ottima azienda che un ottimo prezzo per l'azienda giusta.

Charlie aiutò Buffett ad attraversare il Rubicone dell'investimento orientato al deep-value investing (massimo valore possibile, NdT), cominciando a prendere in considerazione l'acquisto di imprese di elevato valore aggiunto; comincia così la storia dell'acquisizione di See's Candies da parte di Berkshire.

Nel 1921, una nonnina di settantun anni di nome Mary See aprì una piccola pasticceria a Los Angeles, vendendo dolci al cioccolato di sua invenzione. Con l'aiuto del figlio e del suo socio, l'attività crebbe lentamente, diventando una piccola catena di negozi in California. Riuscì a sopravvivere alla Grande Depressione, al razionamento dello zucchero durante la Seconda guerra mondiale, e alla forte concorrenza grazie a una strategia che non cambiò mai: nessun compromesso sulla qualità dei prodotti.

Circa cinquant'anni dopo, See's era diventata la principale catena del suo genere sulla Costa ovest, e gli eredi di Mary See decisero che era venuto il momento di passare ad altro. Chuck Huggins, che era entrato nell'azienda trent'anni prima, ricevette l'incarico di trovare il miglior acquirente e di gestire la vendita. Si fecero avanti diversi pretendenti ma non fu annunciato alcun fidanzamento.

Alla fine del 1971, un consulente della Blue Chip Stamps, di cui all'epoca Berkshire Hathaway era azionista di maggioranza, propose che Blue Chip acquistasse See's. Il prezzo richiesto era 40 milioni di dollari ma, siccome See's vantava una liquidità di 10 milioni, il prezzo effettivo era in realtà di 30 milioni. Ciononostante Buffett restava scettico: si trattava di una valutazione tre volte superiore al valore nominale, un prezzo decisamente alto secondo i criteri di Graham.

Charlie convinse Buffett che si trattava di un ottimo affare: Buffett offrì 25 milioni e i venditori accettarono. Per Buffett si trattò del primo sostanziale allontanamento dalla filosofia di Graham, per cui un'azienda andava acquistata solo quando il prezzo fosse inferiore al suo valore strettamente nominale. Era l'inizio di un terremoto nella mentalità di Buffett, che riconobbe apertamente come fosse stato Charlie a spingerlo in una nuova direzione. "Fu la prima volta" osservò in seguito, "che pagavamo per avere della qualità".[16] Dieci anni dopo, Buffett si vide offrire 125 milioni per la See's: cinque volte il prezzo d'acquisto del 1972. Rifiutò.

Uno dei motivi della longevità del rapporto tra Buffett e Charlie è che entrambi non sono disposti

ad alcun compromesso quando ci sono di mezzo i principi di base, ed entrambi hanno le qualità necessarie alla gestione di attività di valore elevato. Per gli azionisti della Berkshire Hathaway due gestori che curano i loro interessi e li aiutano a realizzare utili in ogni possibile ambito economico sono un'autentica benedizione. Grazie all'opinione di Buffett sul pensionamento obbligatorio, in cui non crede, per oltre trentacinque anni hanno beneficiato non di un cervello, ma di due.

Una combinazione di influenze intellettuali

Poco dopo la morte di Graham nel 1976, Buffett divenne l'alfiere designato del suo approccio al value investing, di cui in realtà Buffett stesso diventò sinonimo.[17] Ed è facile capire perché: era il più noto tra i migliori studenti di Graham, e Buffett stesso non perse mai occasione per riconoscere il suo debito intellettuale nei confronti del maestro. Ancora oggi, Buffett considera Graham la sola persona, dopo suo padre, ad avere influenzato in maniera decisiva la sua vita di investitore,[18] e ha addirittura chiamato come lui il suo primogenito: Howard Graham Buffett. In che modo allora Buffett concilia la sua ascendenza intellettuale con acquisti come Washington Post Company (1973), Capital Cities/ABC (1986), Coca-Cola Company (1988) e IBM (2011)? Nessuna di queste aziende avrebbe passato le rigorose analisi finanziarie di Graham, tuttavia Buffett ha investito generosamente in ciascuna di esse: questo perché, già nel 1965, era diventato consapevole dei limiti della strategia azionaria di Graham.[19] Secondo Buffett, Graham avrebbe acquistato un titolo dal prezzo così basso che il minimo "singhiozzo" nella conduzione aziendale avrebbe consentito agli investitori di vendere le loro quote realizzando un guadagno: Buffett lo chiamava l'approccio "del mozzicone di sigaro". Camminando per strada, un investitore scorge per terra un mozzicone di sigaro e lo raccoglie per farsi un ultimo tiro. Sarà una boccata da poco, ma per quello che costa ne sarà valsa la pena. Secondo Buffett, affinché la strategia di Graham funzioni sistematicamente, qualcuno deve giocare la parte del liquidatore, altrimenti qualche altro investitore sarà tentato di acquistare quote della vostra società, spingendo in alto il prezzo del titolo. Più precisamente: se paghiamo 8 milioni per una società con asset per 10 milioni, realizzeremo un buon profitto se gli asset vengono realizzati contestualmente. Se invece il ciclo economico del settore in cui opera la società è negativo e occorrono dieci anni per liquidarla, il rischio di un rientro inferiore alla media è concreto: "Il tempo è amico degli affari migliori e nemico di quelli mediocri".[20] Perciò, se l'investitore non ha la possibilità di liquidare le aziende meno dinamiche in maniera tempestiva, e realizzare la differenza tra il prezzo d'acquisto e il valore di mercato dei loro asset, nel tempo la convenienza dell'operazione non supererà le prestazioni medie del settore.

Dopo gli errori dei primi tempi, Buffett cominciò ad allontanarsi dagli insegnamenti di Graham: "Mi sono evoluto" ha confidato una volta, ma "non da scimmia a uomo o da uomo a scimmia, è più complicato di così".[21] Cominciava ad apprezzare la natura qualitativa di certe aziende, rispetto ai risvolti quantitativi di altre, ma era comunque pur sempre alla ricerca di occasioni. "La mia condanna è una formazione segnata dalle economie della produzione a filiera corta per l'agricoltura (Dempster Mill Manufacturing), di grandi magazzini di terz'ordine (Hochschild-Kohn) e del manifatturiero tessile del New England (Berkshire Hathaway)".[22] Nel tentativo di spiegare il suo dilemma, Buffett cita Keynes: "Il problema non è avere nuove idee, ma abbandonare quelle vecchie". Come lui stesso ha ammesso, la sua evoluzione è stata ritardata dal grande valore di quanto appreso da Graham.

Nel 1984, intervenendo davanti agli studenti della Columbia University in occasione del cinquantesimo anniversario della pubblicazione di *Security Analysis*, Buffett spiegò come un folto gruppo di investitori di successo riconoscono in Ben Graham il loro patriarca intellettuale.[23] Graham formulò la teoria del margine di sicurezza, ma ciascuno dei suoi studenti ha poi sviluppato modi diversi di applicarla per determinare il valore di un'azienda. Il motivo ricorrente è comunque sempre lo stesso: la ricerca di una qualche differenza tra il valore dell'attività e il suo costo. Chi resta confuso dagli acquisti di Coca-Cola e IBM non riesce a distinguere tra teoria e metodo. È evidente che Buffett sottoscrive fino in fondo la teoria del margine di sicurezza, eppure si è spesso nettamente allontanato dalla metodologia di Graham. A quanto dice, l'ultima volta che fu relativamente facile realizzare degli utili con i metodi di Graham fu durante il minimo del mercato nel 1973-1974.

Non bisogna dimenticare che nella valutazione dei titoli Graham non teneva in considerazione le specificità dell'attività, o le risorse e le capacità del management, e le sue analisi si limitavano ai comunicati e ai rapporti aziendali. Se esisteva una probabilità matematica di realizzare un utile, perché il prezzo del titolo era inferiore al valore degli asset della società, Graham acquistava.

Certo, se il lascito di Graham si fosse limitato a questo, oggi Buffett non avrebbe tutti questi riguardi verso di lui. Ma la teoria del margine di sicurezza era così profonda e cruciale da fare passare in secondo piano i punti deboli della metodologia di Graham; e ancora oggi, Buffett sottoscrive e applica questa sua idea di base, quasi sessantacinque anni dopo averla letto per la prima volta. Anche oggi non esita un istante a ricordare a tutti che: "Penso che le tre parole davvero importanti siano ancora 'margine di sicurezza'".[24]

Oltre a questo, che rappresenta la vera e propria cornice intellettuale del pensiero di Buffett, Graham gli fornì gli strumenti per comprendere la follia di seguire le fluttuazioni del mercato azionario. Come aveva spiegato, le azioni possono essere l'oggetto di investimento o di speculazione, e quest'ultima è una manifestazione della paura e dell'avidità. Sono queste emozioni, presenti nella maggior parte degli investitori, a causare variazioni del titolo molto al di sopra o – ancora più importante – molto al di sotto del valore intrinseco dell'azienda. Graham insegnò a Buffett che se fosse riuscito a isolarsi dall'emotività del mercato azionario avrebbe potuto sfruttare i comportamenti irrazionali degli altri investitori.

Da Graham, Buffett imparò il pensiero indipendente: se si giunge a una conclusione logica sulla base di un'analisi solida e affidabile, non si deve cambiare idea solo perché gli altri non sono d'accordo: "Non si ha ragione o torto solo perché la massa è d'accordo oppure no", scriveva Graham, "si ha ragione perché i dati e il ragionamento sono corretti".[25]

Sotto molti punti di vista, Phil Fisher era l'esatto opposto di Ben Graham. Fisher era convinto che per prendere decisioni affidabili gli investitori dovessero acquisire tutte le informazioni necessarie, e questo voleva dire indagare e analizzare tutti gli aspetti della società. Dovevano andare al di là dei numeri e studiare e capire l'attività in sé, perché le sue peculiarità erano importanti. Dovevano anche capire le caratteristiche del management, perché da queste poteva dipendere il valore dell'attività industriale. Li spronava a informarsi il più possibile sul settore nel quale l'azienda operava, e sui suoi concorrenti, ricorrendo a ogni possibile fonte d'informazione. Non a caso, negli anni Buffett ha sviluppato un'ampia rete di contatti che si sono rivelati molto utili nella valutazione delle diverse attività.

Infine, Fisher insegnò a Buffett a non sopravvalutare la diversificazione. Era convinto che fosse un errore insegnare agli investitori che mettendo le loro uova in tanti cesti diversi avrebbero ridotto il

rischio. Era convinto che l'eccessiva diversificazione di un portafoglio costituisse un pericolo, perché non è possibile tenere d'occhio tutte le uova in tutti i panieri. Secondo lui, il vero rischio corso dagli investitori è investire troppo in un'azienda che non si conosce bene, e quello di acquistare azioni che non si è avuto il tempo di conoscere fino in fondo è di gran lunga superiore a quello di una diversificazione limitata.

Le differenze tra Graham e Fisher sono evidenti. Graham, l'analista quantitativo, sottolineava gli elementi che possono essere misurati: cespiti, utili e dividendi. Le sue ricerche si limitavano ai documenti e alle comunicazioni aziendali, e non perdeva tempo con clienti, concorrenti o manager.

L'approccio di Fisher era agli antipodi: da tipico analista qualitativo, dava importanza a elementi che secondo lui avrebbero aumentato il valore dell'azienda, soprattutto le previsioni sugli sviluppi futuri e le caratteristiche del management. Graham era interessato solo ad acquistare titoli a buon prezzo, Fisher ad aziende potenzialmente in grado di aumentare il loro valore intrinseco sul lungo periodo; era disposto a ogni sforzo, e a condurre lunghi e faticosi colloqui pur di disporre di frammenti d'informazione che potessero aiutarlo a perfezionare il processo di selezione.

Dopo aver letto il libro di Phil Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits*, Buffett si mise in contatto con l'autore. "Quando ci incontrammo fui molto colpito sia dall'uomo sia dalle sue idee", ebbe poi modo di dichiarare, "come Ben Graham, Fisher era una persona di aspetto modesto, di spirito generoso e uno straordinario insegnante". Gli approcci all'investimento di Graham e Fisher sono diversi, certo, ma "sono paralleli".[26] Prendendoci la libertà di parafrasare questa definizione, potremmo dire che in Warren Buffett invece di scorrere paralleli, si incastrano a vicenda: la sua filosofia è una combinazione di analisi qualitativa dell'attività e della sua gestione (come predicato da Fisher), e di analisi quantitativa di prezzo e valore (secondo Graham).

Una volta Buffett ha detto "Mi considero al 15% Fisher e all'85% Benjamin Graham".[27] Quest'osservazione è stata riportata spesso, ma è molto importante ricordare che è stata fatta nel 1969. Negli anni successivi, Buffett si è gradualmente ma decisamente spostato verso la filosofia di Fisher dell'acquisto selettivo di pochi titoli, e della loro conservazione per un periodo di svariati anni. Penso che se dovesse aggiornare la sua affermazione, oggi la divisione sarebbe vicina a 50/50.

Dall'altra parte, Charlie è la vera e propria incarnazione delle teorie qualitative di Fisher. Sin dall'inizio, ha attribuito una grande importanza al valore aggiunto di un'attività, e al buon senso che può avere pagarlo il giusto prezzo. Sotto alcuni importanti punti di vista, però, Charlie è una specie di eco odierna di Ben Graham.Tanti anni prima, Graham aveva spiegato a Buffett il ruolo delle emozioni nell'investimento: gli errori che inducono in chi prende decisioni irrazionali sulla loro base, e le occasioni che rappresentano per chi riesce a evitare questa trappola. Attraverso il suo interesse per la psicologia, Charlie ha sviluppato questi argomenti e ha coniato il termine "psicologia dell'errore di valutazione", una nozione che analizzeremo meglio nel Capitolo 6 e che non smette mai di sottolineare e di coltivare come parte integrante del processo decisionale della Berkshire. Si tratta certo di uno dei suoi contributi più importanti.

La devozione di Buffett a Ben Graham, Phil Fisher e Charlie Munger è comprensibile. Graham gli ha fornito le basi intellettuali per operare nell'investimento – il concetto di margine di sicurezza – e lo ha aiutato a gestire le proprie emozioni per approfittare delle fluttuazioni del mercato. Fisher gli ha insegnato una metodologia moderna e operativa che gli ha permesso di identificare i buoni investimenti di lungo termine e a gestire nel tempo un portafoglio selezionato. Charlie lo ha aiutato ad apprezzare gli utili derivanti dall'acquisto e dal mantenimento di attività di pregio. A questo scopo,

Charlie lo ha istruito sui passi falsi psicologici che le persone rischiano di fare quando prendono decisioni finanziarie. Si può capire bene la perplessità che spesso circonda le scelte di Buffett se ci si rende conto che egli rappresenta la sintesi di questi tre uomini.

"Possedere una viva intelligenza non basta" scrisse Cartesio, "la cosa più importante è applicarla bene". L'applicazione è ciò che distingue Buffett dagli altri gestori: molti suoi colleghi sono estremamente intelligenti, disciplinati e motivati. Buffett svetta sopra tutti loro per la sua capacità di integrare le strategie di questi tre saggi in un unico approccio coerente.

3

Il momento dell'acquisto

I DODICI PRINCIPI IMMUTABILI

Secondo Buffett non c'è una differenza sostanziale tra acquistare un'intera azienda o solo una parte di essa, sotto forma di azioni o di obbligazioni. Delle due opzioni, personalmente, ha sempre preferito la prima, perché gli permette di intervenire sull'elemento più critico di un business: l'allocazione del capitale. Al contrario, acquistare solo azioni ordinarie presenta il grosso svantaggio di non garantire il controllo, anche se secondo Buffett questo è bilanciato da due specifici vantaggi: il primo è che il campo di battaglia dove scegliere questi investimenti "non controllabili" – la Borsa – è molto più ampio; in secondo luogo, il mercato azionario tende a generare molte più occasioni. In ogni caso, Buffett segue invariabilmente la medesima strategia: ricerca aziende che pensa di poter capire e analizzare fino in fondo, con proiezioni di lungo termine positive, gestite da persone oneste e competenti, e, infine, – fatto molto importante – sono aziende disponibili a prezzi interessanti.

"Quando procediamo a un investimento" dichiara "ci consideriamo analisti aziendali, non di mercato o macroeconomici, e neppure di Borsa".[1] Questo vuol dire che Buffett lavora in primo luogo e prima di tutto dal punto di vista di un uomo d'affari. Guarda all'attività in questione in maniera olistica, esaminando aspetti qualitativi e quantitativi del management, la situazione finanziaria e il prezzo d'acquisto.

Se guardiamo indietro e consideriamo gli acquisti di Buffett cercandone degli aspetti comuni, è possibile individuare una serie di regole di base, o principi, che ne guidano le decisioni. Se estrapoliamo questi principi e li analizziamo da vicino, scopriamo che sono naturalmente raggruppati in **quattro** categorie:

1. **criteri di business:** tre caratteristiche di base dell'affare in questione;
2. **criteri di management:** tre importanti qualità che un manager esperto deve avere;
3. **criteri finanziari:** quattro decisioni finanziarie a cui l'azienda deve attenersi;
4. **criteri di mercato:** due linee guida tra loro correlate nell'analisi dei prezzi.

Non tutti gli acquisti di Buffett soddisfano tutti i dodici principi, ma presi insieme costituiscono il nucleo profondo del suo approccio all'investimento, e sicuramente sono quelli che Buffett segue nella gestione della Berkshire Hathaway. Le stesse caratteristiche che cerca nelle attività da acquistare si aspetta di vederle ogni giorno quando entra in ufficio.

Criteri di business

Per Buffett, le azioni sono un'astrazione[2] e lui stesso non pensa mai in termini di teorie di mercato, concetti macroeconomici o andamenti di settore. Basa le sue decisioni unicamente sulle modalità secondo cui una determinata azienda o ambito imprenditoriale "funziona", ed è convinto che se le persone sono attratte da un investimento per motivi superficiali e non per le sue caratteristiche di base, sarà più probabile che al primo problema si spaventino e decidano di mollare, molto probabilmente subendo delle perdite. Buffett cerca invece di imparare tutto ciò che può sul possibile investimento, e lo fa concentrandosi su tre aspetti fondamentali di un'attività:

1. deve essere semplice e comprensibile;
2. deve avere una storia operativa coerente;
3. deve possedere delle proiezioni a lungo termine positive.

I PRINCIPI DEL METODO WARREN BUFFETT

1. **Criteri di business**

   L'ATTIVITÀ:
   - È semplice e comprensibile?
   - Ha una storia operativa coerente?
   - Ha delle proiezioni di lungo termine favorevoli?

2. **Criteri di management**

   IL MANAGEMENT:
   - Agisce razionalmente?
   - È trasparente nei confronti degli azionisti?
   - Sa resistere all'imperativo istituzionale?

3. **Criteri finanziari**
   - Concentrarsi sulla redditività del capitale, non sugli utili per azione.
   - Calcolare l'owner earning.
   - Cercare sempre aziende con elevati margini di profitto.
   - Per ogni dollaro incassato, accertarsi che l'azienda abbia creato almeno un dollaro di valore di mercato.

4. **Criteri di mercato**
   - Qual è il valore dell'attività?
   - Può essere acquisita con un margine significativo rispetto al suo valore?

SEMPLICE E COMPRENSIBILE

Il punto di vista di Buffett è che il successo finanziario degli investitori è correlato alla comprensione che riescono ad avere dell'investimento. Si tratta di un tratto distintivo degli investitori "orientati al business" rispetto ai tanti individui mordi-e-fuggi che acquistano e rivendono senza sosta.

Nel corso degli anni, Buffett ha posseduto un'ampia gamma di attività in tanti ambiti diversi. Alcune erano aziende che controllava, di altre era o è un azionista di minoranza, ma in ogni caso egli è sempre lucidamente consapevole di come tutte queste operino sul mercato. In altre parole, Warren Buffett comprende le economie di entrata e di uscita, il flusso di cassa, le relazioni sindacali, la flessibilità nella determinazione dei prezzi e le esigenze di allocazione del capitale di ogni singola partecipazione della Berkshire.

Buffett è in grado di mantenere questo livello elevato di competenza perché limita deliberatamente l'assortimento ad aziende alla portata delle sue capacità di comprensione culturale e finanziaria. La sua logica è stringente: se si possiede o si partecipa a un'azienda (come proprietario o azionista) che non si comprende fino in fondo, non si potrà mai sperare di interpretarne l'evoluzione in maniera affidabile, o di prendere le decisioni giuste.

Il successo in un investimento non dipende da quanto si sa, ma da quanto realisticamente si arriva a definire ciò che non si sa: "Investi nel tuo ambito di competenza", è il mantra di Buffett, "non importa tanto la sua ampiezza quanto la precisione con cui riesci a definirne i parametri".[3]

Una storia operativa coerente

Buffett evita non solo le complicazioni ma anche l'acquisto di aziende che stanno uscendo da un periodo di difficoltà, o che sono in procinto di cambiare direzione a causa dell'insuccesso di progetti precedenti. Per esperienza, sa che gli utili maggiori si ottengono con aziende che hanno fornito lo stesso prodotto o gli stessi servizi per un certo numero di anni: in sostanza, i cambiamenti sostanziali aumentano la probabilità di commettere grossi errori nella conduzione dell'attività. "Di solito, grandi cambiamenti e grandi utili non vanno a braccetto" sostiene Buffett.[4] Sfortunatamente, la maggior parte delle persone investe come se fosse vero il contrario: spesso gli investitori sono attirati dalle società in rapida trasformazione, o da quelle aziende che stanno attraversando un periodo di riorganizzazione. Per qualche sconosciuto motivo, spiega ancora Buffett, queste persone tendono a infatuarsi a tal punto del futuro da ignorare la realtà dell'oggi.

In sostanza, a lui non interessa granché del titolo o dell'azione del momento e tiene molto più a società che, a suo parere, potrebbero avere successo e produrre utili nel lungo termine. E anche se la previsione del futuro non sarà mai un'attività a prova d'errore, una storia regolare è anche una storia relativamente affidabile. Quando un'azienda può vantare risultati costanti nel tempo, anno dopo anno, con il medesimo prodotto, non è irragionevole supporre che quei risultati persisteranno.

Buffett tende anche a evitare le attività che stanno risolvendo situazioni complicate: l'esperienza gli ha insegnato che le inversioni di rotta raramente invertono i risultati. In altre parole, può essere più remunerativo acquistare un'attività consolidata a prezzi ragionevoli che spendere molto meno per una complicata da gestire. "Io e Charlie non abbiamo mai imparato a risolvere i problemi delle attività in crisi", ammette, "quello che abbiamo imparato a fare è evitarle. I successi che abbiamo riportato dipendono dal fatto che siamo riusciti a concentrarci sull'individuazione di ostacoli di mezzo metro, che potevamo sperare di riuscire a oltrepassare, e non perché abbiamo imparato a saltare quelli da due metri".[5]

Proiezioni di lungo termine favorevoli

Buffett divide il mondo economico in due parti diseguali: un piccolo gruppo di attività di successo e di valore elevato, che in gran parte non vale la pena acquistare. La sua definizione di "franchise" è quella di un'azienda che fornisce un prodotto o un servizio (1) di cui c'è necessità o che è ricercato, (2) che non ha nessun sostituto immediato e (3) il cui prezzo non è in qualche modo disciplinato. Queste caratteristiche permettono all'impresa di mantenere il livello dei prezzi e occasionalmente di alzarli senza timore di perdere quote di mercato o volumi di vendita. Questa flessibilità nella gestione dei prezzi è una delle caratteristiche distintive di una grande azienda, e le consente di ottenere ritorni sull'investimento superiori alla media.

"I titoli che ci piacciono sono quelli che producono guadagni elevati rispetto al capitale investito" dichiara Buffett, "e che permettono di prevedere che, con ogni probabilità, continueranno a farlo".[6] Aggiunge poi: "Quello che cerco di capire è se c'è un vantaggio competitivo sul lungo termine, e se verrà conservato nel tempo".[7]

Sia individualmente sia nell'insieme, questi business di qualità superiore scavano quello che Buffett chiama "fossato": un fattore che conferisce all'azienda un netto vantaggio sulle altre e che la protegge dalla concorrenza. Più il fossato è largo e difendibile e meglio è: "Il segreto dell'investimento" spiega "è stabilire l'eventuale vantaggio competitivo di ogni singola società e, soprattutto, la tenuta di questo vantaggio. I prodotti o i servizi 'circondati' da fossati larghi e difendibili sono quelli che premieranno gli investitori. Per me, la cosa più importante è stabilire quanto sia largo il fossato scavato intorno a un'attività: non chiedo di meglio che un castello grande e grosso, circondato da un fossato pieno di piraña e coccodrilli".[8]

Infine, confida Buffett, affidandoci una delle sue preziose perle di saggezze, "la definizione di business superiore è quella di un business che lo sarà per venticinque o trent'anni".[9]

Al contrario, un business mediocre propone prodotti virtualmente indistinguibili da quelli della concorrenza, i cosiddetti "beni indifferenziati". Anni fa, tra queste merci di base c'erano petrolio, benzina, prodotti chimici, rame, legname, grano e succo d'arancia. Oggi i computer, le automobili, le compagnie aeree, le banche e le assicurazioni hanno assunto le medesime caratteristiche e si presentano attraverso le peculiarità della merce. Nonostante budget colossali per la promozione, non riescono a differenziare i propri prodotti in maniera significativa.

Le attività che si occupano di queste merci, in genere, sono poco redditizie e "candidate a problemi".[10] I loro prodotti non si differenziano sostanzialmente da quelli degli altri e possono competere solo sulla base del prezzo, cosa che ovviamente riduce gli utili: il modo più affidabile per aumentarne la redditività è diventare un fornitore low-cost. L'unico altro modo per ricavarne un utile dignitoso è durante i periodi di offerta limitata, una circostanza estremamente difficile da prevedere. Un modo per stabilire la redditività di lungo termine di questo tipo di attività, osserva Buffett, è il rapporto tra i due periodi "anni di offerta scarsa / anni di offerta abbondante", un numero che peraltro è spesso minore di uno: "quello che apprezzo davvero è la forza economica in un settore che capisco fino in fondo e che sono convinto che durerà".[11]

Criteri di management

Durante il periodo di valutazione di un nuovo investimento, o di una possibile acquisizione, Buffett analizza e considera di grande importanza la qualità della sua dirigenza.

Dichiara che le aziende o le partecipazioni acquistate dalla Berkshire devono essere gestite da manager onesti e competenti, che lui possa ammirare e di cui fidarsi. "Non ci interessa lavorare con persone che non posseggono queste caratteristiche," spiega, "indipendentemente da quanto possano essere interessanti le prospettive del business. Non abbiamo mai fatto buoni affari con cattive persone".[12]

Buffett non è mai avaro di lodi con i manager che stima e che ammira. Anno dopo anno, i lettori della lettera del Presidente nel rapporto annuale della Berkshire si imbattono in calorosi apprezzamenti verso chi gestisce le varie aziende del gruppo. È anche altrettanto scrupoloso verso il management di società di cui sta considerando i titoli. In particolare, si domanda se abbia queste tre caratteristiche:

1. Agisce razionalmente?
2. È trasparente nei confronti degli azionisti?
3. Sa resistere all'imperativo istituzionale?

Il maggior complimento che Buffett possa rivolgere a un manager è che si comporta, senza eccezioni, come se fosse il proprietario dell'azienda: sono questi i dirigenti che non perdono di vista lo scopo primario della società, e cioè aumentare il valore in mano agli azionisti, e che per ottenere questo scopo prendono decisioni razionali. Buffett ammira anche quei manager che prendono molto seriamente il loro compito di riferire agli azionisti in maniera trasparente e senza reticenze, e che hanno il coraggio di non cedere al cosiddetto "imperativo istituzionale", cioè assecondare i comportamenti prevalenti nel settore.

Razionalità

Il compito più importante del management è l'allocazione del capitale aziendale, perché è questo che nel tempo determina il valore in mano agli azionisti. Decidere che cosa fare degli utili – reinvestirli nell'attività o distribuirli agli azionisti – nella mente di Buffett è un esercizio di logica e razionalità. "Secondo Buffett, è la razionalità lo stile distintivo della sua gestione della Berkshire, ed è quello che gli sembra di non trovare in altre aziende", ha scritto Carol Loomis su *Fortune*.[13]

Il problema dell'allocazione è strettamente collegato al punto del ciclo vitale economico in cui si trova l'azienda. Questo perché, lungo la strada e col tempo, tassi di crescita, vendite, utili e liquidità cambiano drasticamente. Nella fase dello sviluppo, una società perde denaro mentre è intenta a sviluppare prodotti e a conquistare quote di mercato. Nella fase successiva, quella di rapida crescita, diventa redditizia ma la sua stessa velocità potrebbe non essere sostenibile, e per finanziarsi potrebbe arrivare non solo a non distribuire utili ma anche ad accendere prestiti o emettere obbligazioni. Nella terza fase, quella della maturità, la crescita rallenta e l'azienda comincia a generare più denaro di quello di cui ha bisogno per lo sviluppo e per la gestione. Nell'ultima parte della sua vita, assistiamo al declino: vendite e utili diminuiscono, anche se questi ultimi proseguono e non si azzerano. Nelle fase tre e quattro – ma soprattutto nella tre – si pone la seguente domanda: come dovremmo allocare questi utili?

Se reinvestendoli nell'azienda, riusciamo a generare un aumento del valore superiore a quello di mercato e al costo del capitale, certamente l'unico comportamento logico è quello di non distribuirli. Analogamente, reinvestirli nell'azienda a meno del costo medio del capitale è totalmente irrazionale.

Ed è anche piuttosto comune.

Un'azienda che produce utili rispetto agli investimenti che sono non superiori alla media di mercato, ma che genera anche più liquidità di quanta le necessiti, ha davanti a sé tre opzioni: può (1) ignorare il problema e continuare a reinvestire a tassi inferiori alla media; (2) "acquistare crescita"; oppure (3) restituire il denaro agli azionisti. È in corrispondenza di questi incroci tra possibilità che Buffett guarda con la massima attenzione alle decisioni del management, perché è qui che è chiamato a comportarsi razionalmente, oppure no.

In genere, i manager che continuano a reinvestire nonostante una redditività inferiore a quella di mercato lo fanno convinti che si tratti di una situazione temporanea e che, con la dovuta accortezza nella gestione, riusciranno a migliorarla. E magari gli azionisti si lasciano ipnotizzare dalle loro previsioni. Se un'azienda ignora questo problema, la liquidità diventerà sempre più una risorsa inutile e immobilizzata, e il valore del titolo comincerà a diminuire.

Una società con risultati economici e liquidità mediocri e un basso valore del titolo attirerà i corporate raider (gli speculatori, NdT), il che significa l'inizio della fine per il management in carica.Per proteggere se stessi, spesso i dirigenti scelgono la seconda opzione: "acquistare crescita" nella forma dell'acquisizione di un'altra società.

L'annuncio di un piano d'acquisizione produce l'effetto di entusiasmare gli azionisti e di dissuadere gli speculatori. Buffett, tuttavia, guarda con scetticismo alle aziende che hanno bisogno di acquistare crescita. Per cominciare, la crescita ha un costo elevato, nel senso che spesso viene sopravvalutata. In secondo luogo, la necessità di integrare e fondere una nuova attività si presta a commettere errori che potrebbero costare caro agli azionisti.

Nell'ottica di Buffett, l'unico comportamento ragionevole e responsabile per aziende con un accumulo di liquidità che non possa essere reinvestito con redditività superiore alla media è distribuire quel denaro agli azionisti. È possibile farlo in due modi: accendere o aumentare un dividendo, oppure riacquistare azioni.

Una volta incassati i dividendi, gli azionisti potranno decidere se investirli altrove, alla ricerca di guadagni maggiori. Di primo acchito, sembra una cosa niente male, e molti considerano un aumento dei dividendi come un segno di salute delle società. Secondo Buffett, questo è vero solo se gli investitori riusciranno a ottenere in cambio del loro denaro più di quanto l'azienda sarebbe stata in grado di generare per loro se si fosse scelto di reinvestire.

Se, a volte, non è facile cogliere il reale significato dei dividendi, a maggior ragione questo capita con il secondo meccanismo per la distribuzione di utili agli azionisti: il riacquisto di azioni. Questo perché sotto certi aspetti i benefici per gli azionisti sono meno diretti, meno tangibili e meno immediati.

Buffett è convinto che quando si decide per il riacquisto, il vantaggio è duplice. Se il titolo è in vendita al di sotto del valore intrinseco, il riacquisto è puro buon senso: se il prezzo è, per esempio, 50 dollari e il valore intrinseco è stimato a 100, ogni volta che si decide per il riacquisto, per ogni dollaro speso si acquisiscono due dollari "intrinseci", e transazioni del genere possono risultare estremamente redditizie per gli azionisti che restano a bordo.

Inoltre, secondo Buffett, raccogliendo quote disponibili sul mercato, il management dimostra di avere a cuore gli interessi degli azionisti, invece che una forsennata necessità di espansione della struttura aziendale. Questo tipo di comportamento invia precisi segnali al mercato, attraendo altri investitori interessati a una società ben gestita che opera per incrementare il valore in mano agli

azionisti. Così, spesso questi ultimi vengono ricompensati due volte: la prima, dall'acquisto sul mercato e la seconda quando l'interesse degli investitori produce una ricaduta positiva sul titolo.

Trasparenza

Buffett tiene nella massima considerazione i dirigenti che comunicano agli azionisti i risultati aziendali interamente e in maniera corretta, che ammettono gli errori così come condividono i successi e che, sotto tutti i punti di vista, si comportano con la massima trasparenza. In particolare, rispetta quei manager che riescono a comunicare le performance aziendali senza nascondersi dietro i "generally accepted accounting principles", o GAAP (criteri amministrativi generalmente accettati).

"Quello che conta" afferma Buffett "è riferire dati – che siano GAAP, non-GAAP, extra-GAAP – che mettano in grado i lettori finanziariamente acculturati di rispondere a tre domande cruciali: (1) indicativamente, qual è il valore dell'azienda? (2) Quale probabilità ha di fare fronte agli impegni futuri? (3) Date le condizioni in cui si sono trovati a lavorare, i manager stanno facendo un buon lavoro?".[14]

Buffett ammira anche, e molto, chi ha il coraggio di discutere apertamente degli insuccessi. Nel tempo, qualsiasi azienda commette degli errori, grossi o irrilevanti che siano. Trova che troppi manager riportino i fatti con un ottimismo eccessivo invece di illustrare onestamente le cose come stanno, magari perseguendo obiettivi propri di breve termine ma quelli di nessuno nel lungo.

La maggior parte dei rapporti annuali sarebbe quindi – detto chiaramente – un bluff. Per questo, quando stende i suoi per la Berkshire Hathaway, Buffett è estremamente diretto e trasparente sui risultati economici e di gestione, sia quelli positivi sia quelli negativi. Nel corso degli anni, ha sempre ammesso le difficoltà incontrate sia nel settore tessile sia in quello assicurativo e i fallimenti del suo stesso management in questi ambiti. Nel rapporto del 1989 inaugurò l'abitudine di elencare formalmente i fallimenti, sotto il titolo "Errori dei primi venticinque anni (versione sintetica)". Due anni dopo, il titolo era diventato "Errore del giorno" e Buffett vi confessava non solo gli errori commessi, ma anche le occasioni perse perché non era riuscito a operare adeguatamente.

Secondo i critici, pubblicare i propri errori è vagamente ipocrita da parte di Buffett: in fondo, viste le dimensioni della sua partecipazione nella Berkshire Hathaway, non dovrà mai temere di essere licenziato. Questo è sicuramente vero ma dando pubblicamente esempio di trasparenza Buffett ha, in modo discreto, creato un nuovo approccio all'importante pratica del rapporto aziendale. Di certo, è convinto che questo giovi al manager almeno quanto all'azionista: "Il CEO che inganna in privato, potrebbe continuare a farlo in pubblico".[15] Buffett riconosce a Charlie Munger il merito di averlo aiutato a capire l'importanza di studiare i propri errori, invece di concentrarsi unicamente sui successi.

L'imperativo istituzionale

Se affrontare e discutere gli errori significa acquistare in saggezza e in credibilità, perché tanti rapporti annuali sono bollettini che riportano solo successi? Se l'allocazione del capitale è una questione così semplice e logica, perché solitamente viene risolta piuttosto male? Buffett ha appreso sul campo che la risposta è una forza invisibile che ha battezzato "imperativo istituzionale": la tendenza "in stile lemming" dei dirigenti aziendali a imitare il comportamento degli altri, per quanto sciocco o irrazionale possa essere.

A suo tempo, si trattò della scoperta più stupefacente della sua carriera. A scuola gli avevano

insegnato che i dirigenti navigati erano persone oneste e intelligenti, che prendevano spontaneamente decisioni razionali. Una volta nel mondo del lavoro, ha dovuto imparare che "quando scende in campo l'imperativo istituzionale, spesso e volentieri la razionalità va a farsi friggere".[16]

Buffett è convinto che sia questa la causa di alcune situazioni piuttosto serie e tristemente comuni: "(1)[L'organizzazione] resiste a ogni cambiamento della conduzione corrente; (2) a mano a mano che l'attività si espande, si materializzano progetti o acquisizioni aziendali che prosciugano i fondi disponibili; (3) ogni vezzo imprenditoriale del capo, per quanto bizzarro, viene rapidamente supportato da dettagliati studi strategici sulla redditività predisposti dalle sue 'truppe cammellate'; e infine, (4) il comportamento delle aziende 'colleghe', che siano in corso di espansione, acquisizione, predisposizione delle compensazioni del caso o qualsiasi altra situazione, viene imitato ciecamente".[17]

Buffett imparò rapidamente la lezione. Un giorno Jack Ringwalt, responsabile della National Indemnity, acquisita da Berkshire nel 1967, fece quella che sembrava una mossa azzardata. Mentre la maggior parte delle compagnie assicurative sottoscriveva polizze con termini garantiti e produceva ritorni inadeguati – o peggio ancora delle perdite – Ringwalt si chiamò fuori dal mercato e rifiutò di sottoscrivere nuove polizze. Buffett si rese conto dell'accortezza del gesto e fece lo stesso. Oggi tutte le società del ramo assicurativo della Berkshire operano sullo stesso principio: solo perché tutti fanno una cosa, non vuol dire che sia quella giusta.

Perché l'imperativo istituzionale è talmente forte da condizionare così tante attività? La risposta è: la natura umana. I manager non vogliono apparire come degli sprovveduti che, per esempio, realizzano una perdita trimestrale imbarazzante quando altri nello stesso settore stanno macinando utili, anche se tutti sono diretti con assoluta certezza verso la rupe, come tanti lemming.

Prendere decisioni non convenzionali o cambiare direzione non è mai facile, ma un dirigente con le adeguate capacità comunicative dovrebbe essere in grado di convincere il suo titolare ad accettare minori utili di breve termine e un cambiamento di strategia, se nel tempo questo produrrà risultati migliori. Buffett ha imparato che l'incapacità di resistere all'imperativo istituzionale spesso non dipende dal titolare ma dalla chiusura mentale dei manager ad accettare i cambiamenti. E anche quando questo avviene, mettere in esecuzione le decisioni necessarie spesso si rivela un compito troppo difficile, e molti cedono alla tentazione di acquistare una nuova azienda invece di affrontare nei dettagli le questioni finanziarie legate al problema del momento.

Perché si comportano così? Buffett ha identificato tre fattori particolarmente importanti nel condizionare il comportamento dei manager:

1. molti dirigenti non riescono a controllare la loro smania di cose da fare e questa iperattività spesso trova sfogo in nuove acquisizioni;
2. molti dirigenti confrontano costantemente vendite, utili e i propri compensi con quelli di altre aziende, nello stesso e in altri settori. Questi confronti inevitabilmente sollecitano forme di iperattività;
3. molti dirigenti hanno una percezione esagerata delle proprie abilità.

Un altro problema abbastanza comune, come abbiamo visto, è l'insufficiente capacità di allocazione. Spesso i CEO ricoprono quel ruolo per capacità messe a frutto in altri ambiti dell'azienda, come produzione, marketing, sviluppo o incarichi amministrativi. Hanno poca esperienza di gestione del

capitale, e per questo motivo si rivolgono a collaboratori, consulenti o banche d'investimento; ed è a questo punto che, inevitabilmente, l'imperativo istituzionale si inserisce nei meccanismi del processo decisionale. Se un CEO vuole assolutamente realizzare un'acquisizione che per giustificare l'investimento deve garantire una redditività del 15%, le truppe cammellate riferiranno di gran corsa che quella determinata attività può in effetti rendere il 15,1%.

Infine, una spiegazione all'imperativo istituzionale è semplicemente l'imitazione cieca. Supponiamo che il CEO della società D decida tra sé e sé, "se le società A, B e C fanno tutte la stessa cosa, dev'essere meglio farla, anche per noi".

Il destino comune di tutte è fallire, non per avidità o stupidità, ma perché le dinamiche istituzionali di questo tipo d'imperativi rendono difficile resistere ai comportamenti dagli esiti ineluttabili. Parlando a un gruppo di studenti, Buffett ha letto una volta un elenco di trentasette società bancarie. Ciascuna di esse era fallita, pur in presenza di tutte le condizioni per un ragionevole successo: il volume di scambi della Borsa di New York era aumentato di quindici volte; i responsabili delle società erano lavoratori indefessi e molto intelligenti, tutti fortemente motivati ad avere successo. Eppure tutti erano finiti male. A quel punto, Buffett fece una pausa, e passando in rassegna la sala con lo sguardo, disse con voce severa: "Pensateci. Com'è possibile un risultato del genere? Ve lo dirò io: cieca imitazione degli altri".[18]

Come valutare il management

Buffett sarebbe il primo ad ammettere che valutare dei dirigenti seguendo le tre concezioni di razionalità, trasparenza e indipendenza di ragionamento è più difficile rispetto alle sole prestazioni finanziarie, per il semplice motivo che gli esseri umani sono più complicati dei numeri.

Secondo molti analisti, misurare le attività umane è una pratica inevitabilmente vaga e imprecisa: semplicemente, non possiamo farlo con il management di un'azienda con un determinato grado di sicurezza, e provarci è quindi un esercizio inutile. Senza un punto decimale, sembrano dire, non c'è niente da misurare. Altri pensano che il valore di una dirigenza si rifletta fedelmente nelle cifre dei risultati dell'azienda – come vendite, margini di utile e ROE, return on equity (redditività del capitale, NdT) – e non servano altre "asticelle graduate". Entrambi questi punti di vista hanno una qualche validità ma, a mio parere, nessuno dei due è sufficiente a svuotare la premessa originale: il motivo per cui occorre investire tempo nella valutazione del management è che questo può permetterci di scorgere i primi segnali dei futuri risultati finanziari. Analizzando da vicino parole e comportamenti dei manager si possono cogliere indizi utili alla valutazione complessiva del lavoro del gruppo, molto prima che la loro attività si rifletta nei rapporti finanziari o nelle quotazioni di Borsa sul giornale. Per riuscirci occorre scavare a fondo e questo potrebbe bastare a scoraggiare i pigri o i deboli di cuore. È questo che farà la loro perdita e il vostro guadagno.

Buffett offre qualche consiglio su come raccogliere le informazioni necessarie. Per cominciare, analizzate i rapporti aziendali tornando indietro di qualche anno, prestando particolare attenzione alle dichiarazioni del management sulle strategie future, poi confrontateli con i risultati del presente: in quale misura si sono realizzati i loro piani? Confrontate anche le strategie passate con quelle di oggi: sono cambiate? Buffett suggerisce anche che potrebbe essere utile confrontare i rapporti annuali dell'azienda che vi interessa con altri di società simili, operanti nello stesso ramo. Trovare dei duplicati esatti non è facile, ma anche confrontare i risultati può rivelare qualcosa di interessante.

Va detto che il management da solo non basta a interessare Buffett. Per quanto possa essere valido,

i suoi investimenti non sono nel solo patrimonio umano, perché sa che vi sono condizioni nelle quali anche il più brillante e abile dei manager non potrà salvare un'azienda nei guai. Buffett è stato abbastanza fortunato da lavorare insieme ad alcuni dei migliori manager del mondo aziendale americano, come Tom Murphy e Dan Burke di Capital Cities / ABC, Roberto Goizueta e Donald Keough in Coca-Cola, e Carl Reichardt a Wells Fargo. Ma precisa anche che "se li prendete e li mettete a lavorare su una bagnarola che fa acqua da tutte le parti, non farà molta differenza".[19] E aggiunge: "Quando un management dalla reputazione brillante mette le mani su un'attività nota per avere basi traballanti, a uscirne intatta è la reputazione dell'attività".[20]

Criteri finanziari

Buffett valuta l'eccellenza manageriale ed economica secondo criteri che affondano in alcuni principi tipicamente suoi. Per cominciare, non prende troppo seriamente i rapporti annuali e preferisce concentrarsi sulle medie degli ultimi cinque anni. Come osserva acutamente, un utile interessante non nasce necessariamente nel tempo necessario alla terra per girare intorno al sole. Ha anche poca pazienza per i giochi di prestigio finanziari che generano stupefacenti numeri di fine anno, ma hanno assai poco valore reale. Preferisce invece farsi guidare dai seguenti quattro principi:

1. concentrarsi sulla **return on equity**, non sugli utili per azione;
2. determinare una buona approssimazione del valore calcolando l'**owner earning**;
3. lavorare su aziende che hanno **margini di profitto** elevati;
4. rispettare la **regola del dollaro**: per ogni dollaro distribuito, essere certi che l'azienda abbia generato almeno un altro dollaro di valore di mercato.

1. Return on equity

Solitamente, gli analisti misurano i risultati annuali delle società dall'earning per share (EPS, utile per azione, NdT). L'EPS è aumentato nel corso dell'anno trascorso? La società ha superato le aspettative? Gli utili sono soddisfacenti?

Secondo Buffett, gli EPS sono uno specchio per le allodole. Siccome la maggior parte delle aziende incamera una parte degli utili dell'anno precedente allo scopo di incrementare la equity base, non vede perché si dovrebbe fare tanto baccano per degli EPS da record. Non c'è niente di spettacolare in una società i cui EPS registrano un aumento del 10% se, contemporaneamente, è aumentata del 10% anche la earning base (base degli utili, NdT). È esattamente come mettere da parte dei risparmi e lasciare che si accumulino gli interessi. Come misura delle prestazioni aziendali, Buffett preferisce la return on equity, cioè il rapporto tra opereting earnings (utili operativi, NdR) e lo shareholder equity (capitale azionario, NdR).

Per poterla utilizzare occorrono però diverse precisazioni. Per cominciare, tutti i titoli marketable securities, cioè oggetto di contrattazione, andrebbero valutati a prezzo di costo e non di mercato, perché nel loro complesso i valori di mercato possono influire pesantemente sulla shareholder equity di una data società. Per esempio, se la Borsa cresce sensibilmente nel corso dell'anno, aumentando quindi il valore netto dell'azienda, una prestazione operativa effettivamente eccellente verrebbe oscurata a causa del denominatore elevato del rapporto. Al contrario, delle quotazioni in caduta riducono la shareholder equity, e dei risultati operativi mediocri apparirebbero migliori di quello che sono.

In secondo luogo, bisogna tenere sotto controllo gli effetti che voci inconsuete potrebbero avere sul numeratore del rapporto. Per esempio, Buffett esclude tutti i guadagni e le capital gains and losses (perdite in conto capitale, NdR), oltre a tutte quelle voci non ordinarie che potrebbero aumentare o diminuire gli utili operativi. Il suo scopo è isolare la particolare performance annuale di una determinata attività per arrivare a capire in quale misura il management è riuscito nel proprio compito di generare utili, operando insieme alle attività aziendali col capitale impiegato. È questo, secondo lui, il singolo miglior indice delle prestazioni economiche del management.

Non solo: Buffett è convinto che un'attività debba realizzare utili senza indebitarsi, o quasi. Sa bene che è possibile aumentarli incrementando il rapporto debito-capitale, ma la cosa non lo impressiona affatto. "I buoni affari o le buone decisioni" afferma "produrranno risultati soddisfacenti senza ricorrere alla leva finanziaria".[21] Inoltre, compagnie pesantemente indebitate diventano vulnerabili nei periodi di rallentamento economico. Buffett preferisce commettere possibili errori finanziari che compromettere la proprietà degli azionisti della Berkshire, aumentando il livello di rischio associato all'indebitamento.

Nonostante l'atteggiamento conservatore, Buffett non nutre alcuna fobia nei confronti del debito. Anzi, preferisce prendere denaro in prestito in previsione che possa poi servire lungo la strada piuttosto che a fronte di una necessità conclamata. Secondo lui, l'ideale sarebbe se la tempistica delle acquisizioni coincidesse con la disponibilità di cassa, ma l'esperienza ci dice che in genere succede esattamente il contrario. Il denaro a basso costo ha la tendenza a far salire i prezzi degli asset, mentre scarsa liquidità e tassi d'interesse maggiori aumentano i costi da indebitamento e spesso deprimono il valore degli asset.

Così, quando si presentano i prezzi migliori per un'acquisizione, possiamo aspettarci che il costo del denaro (a tassi d'interesse elevati) diminuisca la convenienza dell'operazione. Per questo motivo, spiega, le aziende dovrebbero gestire asset e indebitamento indipendentemente gli uni dagli altri.

La filosofia del prendere denaro in prestito nella speranza di trovare una buona occasione, più tardi, penalizzerà gli utili a breve termine; naturalmente, Buffett opera in questo modo solo quando si sente ragionevolmente sicuro che gli utili dal futuro investimento compenseranno e, anzi, supereranno il costo del debito. C'è anche un'altra considerazione: siccome la disponibilità di occasioni davvero interessanti è ovviamente limitata, Buffett esige che la Berkshire sia sempre pronta: "Anche se vuoi sparare solo di tanto in tanto a elefanti veloci", spiega, "meglio portarsi sempre addosso un'arma".[22]

Buffett non dà suggerimenti specifici sui livelli di indebitamento che, secondo lui, sarebbero compatibili oppure inappropriati, e la cosa è assolutamente comprensibile: società diverse, a seconda del flusso di cassa, possono sostenere e gestire indebitamenti diversi. Quello che ci dice è che un buon investimento dovrebbe essere in grado di generare utili soddisfacenti, senza ricorrere ai finanziamenti esterni. Aziende che per ottenerli hanno bisogno di indebitarsi vanno guardate con sospetto.

2. Owner earning

Secondo Buffett: "La prima cosa da capire è che non tutti i profitti sono creati uguali".[23] Per le società con asset elevati rispetto agli introiti, gli utili rischiano di diventare una specie di miraggio, per via del tasso di inflazione, che tipicamente colpisce queste attività. Ne segue che gli utili nominali possono servire all'analista solo se possono essere considerati un'approssimazione del

flusso di cassa previsto della società.

Ma Buffett mette in guardia rispetto al fatto che neppure questo sia lo strumento ideale per misurare il valore e, in realtà, rischia di fuorviare gli investitori. Il flusso di cassa è una misura adeguata per misurare attività con larghi investimenti iniziali e spese minori nel seguito, come per esempio la costruzione di immobili, le attività estrattive e le società di cablatura. Le aziende manifatturiere, al contrario, richiedono una disponibilità costante di capitale e il flusso di cassa non ne costituisce una valutazione attendibile.

Di solito, il flusso di cassa viene definito come le entrate al netto di imposte, più gli ammortamenti e altre voci non monetarie. Il problema di questa definizione è che ignora un dato economico, il cosiddetto "Capex" (da "Capital Expenditure", cioè le spese in conto capitale): in quale misura l'azienda dovrà attingere agli utili per acquistare nuovi macchinari, rinnovare gli impianti e ogni altro investimento necessario a mantenere posizione e volume d'affari? Secondo Buffett, negli Stati Uniti la stragrande maggioranza delle attività richiedono un Capex approssimativamente pari al piano di ammortamento. Le spese in conto capitale possono essere rimandate per un anno o due, ma se non vengono fatte l'attività declinerà inevitabilmente: si tratta di voci di spesa al pari del costo del lavoro e delle utilità.

La popolarità dei parametri legati al flusso di cassa arrivò al suo apice durante il periodo delle acquisizioni finanziate con il debito, perché i prezzi esorbitanti pagati per un'attività erano giustificati dal flusso di cassa. Buffett è convinto che tutto ciò che ruoti intorno al flusso di cassa "viene usato da chi vende aziende e strumenti finanziari nel tentativo di giustificare l'ingiustificabile, e quindi di vendere ciò che è invendibile. Quando gli utili sono insoddisfacenti rispetto al debito e al relativo costo di un titolo-spazzatura, oppure giustificano la quotazione assurda di un titolo, allora fa decisamente comodo concentrarsi sul flusso di cassa".[24] Ma questo non si dovrebbe fare se non si è disposti a sottrarre il necessario Capex.

Al posto del flusso di cassa, Buffett preferisce usare quello che chiama "owner earning" (una nozione molto vicina a quella di "utile per l'azionista"): le entrate al netto di imposte, più gli ammortamenti, meno il Capex e ogni altro tipo di voce di capitale necessaria all'operatività. Ammette anche che l'owner earning non rappresenta l'esatta misura richiesta da molti analisti, perché spesso i Capex futuri possono essere solo stimati. Ma anche così, citando Keynes, preferisce avere vagamente ragione che chiaramente torto.

3. Margini di profitto

Come Philip Fisher, Buffett è perfettamente consapevole che le migliori attività del mondo possono rivelarsi investimenti mediocri se il management non riesce a trasformare le vendite in profitti. Non esiste un "segreto della redditività": tutto sta nel controllo dei costi. L'esperienza gli ha insegnato che i responsabili di progetti costosi tendono ad aggiungere continuamente voci di spesa, mentre quelli di progetti a basso costo cercano sempre di tagliare le spese.

Buffett ha personalmente assai poca pazienza nei confronti dei manager che permettono ai costi di lievitare senza freni, e che spesso sono gli stessi che si ritrovano a dover avviare una ristrutturazione per riallinearli alle vendite. Ogni volta che una società annuncia un programma di tagli ai costi, Buffett capisce che il management non si era reso conto dei danni che le spese potevano fare alla proprietà. "Il manager veramente bravo non si alza al mattino e dice 'Oggi taglio i costi', non più di quanto si svegli con l'intenzione di respirare".[25] Buffett sottolinea i risultati ottenuti da alcuni dei

migliori dirigenti con cui abbia mai lavorato, grazie costante diminuzione delle spese non necessarie: Carl Reichardt e Paul Hazen in Wells Fargo, o Tom Murphy e Dan Burke in Cap Cities/ABC. Questi professionisti, "hanno in odio qualsiasi costo non necessario e li controllano con tutte le loro forze, sia quando gli utili sono a livelli record sia quando sono sotto pressione".[26]

Lo stesso Buffett può avere la mano decisamente pesante quando si tratta di costi e spese non necessarie: sa qual è l'esatto organico per una data attività, ed è profondamente convinto che per ogni dollaro ricavato dalle vendite vi sia un livello di spesa appropriato. È estremamente attento e sensibile ai margini di profitti della Berkshire.

La Berkshire Hathaway è un'azienda dalle caratteristiche uniche. Non ha un ufficio legale, o un dipartimento di pubbliche relazioni o di rapporti con gli investitori. Non ci sono uffici per la pianificazione strategica pieni di laureati in economia intenti a tramare fusioni e acquisizioni. Le spese della Berkshire dopo le tasse ammontano a meno dell'1% degli utili operativi, mentre aziende delle stesse dimensioni hanno spese aziendali dieci volte superiori.

4. La regola del dollaro

Molto in generale, il mercato azionario è la risposta alla seguente domanda: quanto vale questa particolare azienda? Buffett si muove dall'assunto che se ha scelto una società con prospettive di lungo termine positive, gestita da manager capaci e solidali con la proprietà, questo si rifletterà in un aumento del valore di mercato. La stessa cosa, ci spiega, vale per gli utili non distribuiti. Se la società li utilizza in maniera non produttiva nel corso di un determinato periodo, alla fine il mercato (comprensibilmente) diminuirà il valore del titolo. Viceversa, se l'azienda consegue guadagni superiori alla media a fronte di un aumento del capitale, questo si rifletterà in un aumento della quotazione.

Il punto è, però, anche un altro: come sappiamo, anche se la Borsa registrerà i valori di mercato in maniera relativamente attendibile nel lungo periodo, nel corso del singolo anno i prezzi possono presentare un'ampia variabilità per motivi diversi dal valore della società. Buffett ha così messo a punto un rapido test per misurare non solo quanto un'attività sia economicamente interessante ma anche se il management ha raggiunto lo scopo di generare valore per gli azionisti: la "regola del dollaro". In altre parole, l'aumento di valore dovrebbe – come minimo – eguagliare gli utili non distribuiti, dollaro per dollaro. Se è superiore, tanto meglio. Alla fine, conclude Buffett: "All'interno di questa colossale arena, il nostro lavoro è individuare un'attività con caratteristiche economiche che permettano a ciascun dollaro di utile di trasformarsi in almeno un dollaro di valore di mercato".[27]

Criteri di mercato

Tutti i principi implementati nei criteri presi in esame fino a ora conducono a un'unica questione: acquistare oppure no quote di una certa società. A questo punto, chiunque si ponga il problema dovrà valutare due elementi: la società rappresenta un valore? È questo il momento migliore per acquistarla? In altre parole, il prezzo è buono?

Il prezzo si forma nel mercato azionario. Il valore viene determinato dall'analista, dopo avere soppesato e preso in considerazione tutte le informazioni a disposizione sulla conduzione della società, il management e gli aspetti finanziari. Prezzo e valore non sono necessariamente uguali: se il mercato azionario fosse sempre efficiente, i prezzi si allineerebbero istantaneamente a quanto

richiesto dalle informazioni note. Naturalmente questo non accade – non sempre, almeno – e i prezzi dei titoli fluttuano sopra e sotto il valore societario per diverse ragioni, non tutte razionali.

In teoria, il comportamento di un investitore è determinato dalle differenze tra prezzo e valore: se il prezzo di un'azienda è inferiore al corrispondente valore per azione, un investitore razionale ne acquisterà delle quote. Al contrario, se il prezzo è superiore al valore, l'investitore passerà la mano. A mano a mano che l'azienda evolve nel corso della propria vita economica, l'analista ne valuterà nuovamente il valore rispetto al prezzo di mercato, acquistando o vendendo quote di conseguenza.

Riassumendo, l'investimento razionale si forma intorno a due domande:

1. Qual è il **valore dell'azienda**?
2. È possibile acquistarla a un **prezzo conveniente**, quindi significativamente inferiore?

1. Determinare il valore dell'azienda

Nel tempo gli analisti finanziari hanno fatto uso di varie formule per calcolare il valore intrinseco di un'azienda. Ciascuno è un sostenitore di questo o quel criterio: P/E basso, valori attuariali bassi, rendimento da dividendi elevato. Ma secondo Buffett il sistema migliore è stato messo a punto più di settant'anni fa da John Burr Williams, nel suo libro *The Theory of Investment Value*. Parafrasando Williams, Buffett sostiene che il valore di un'azienda si calcola a partire dal flusso di cassa netto atteso nel corso della vita dell'azienda stessa, scontato di un adeguato tasso d'interesse. "Valutate in questo modo," dice Buffett, "tutte le aziende, dai costruttori di calessi ai gestori di telefonia, diventano economicamente confrontabili".[28]

Secondo Buffett, questo esercizio matematico assomiglia molto a valutare un'obbligazione. Un'obbligazione è caratterizzata da una cedola e da una data di scadenza che ne determina il flusso di cassa futuro. Sommando tutte le cedole e dividendo il risultato per tasso di sconto del caso (il tasso d'interesse alla data di scadenza) se ne trova il prezzo. Per stabilire il valore di un'attività, l'analista stima le cedole (il flusso di cassa dell'owner earning), che verranno generate nel corso di un determinato periodo di tempo nel futuro, per poi scontarle tutte per ricondurle al presente.

Per Buffett, valutare una società non è difficile, se si impiegano le variabili giuste: lo sviluppo del flusso di cassa e il giusto tasso di sconto. Secondo lui, la prevedibilità del flusso di cassa futuro dovrebbe assumere un grado di certezza simile a quello delle cedole di un'obbligazione. Se l'attività è sufficientemente semplice e comprensibile nelle sue caratteristiche fondamentali, e ha operato sul mercato con una capacità duratura di produrre utili, Buffett saprà stabilirne il flusso di cassa futuro con un elevato grado di precisione. Se non ci riesce, non cercherà neppure di valutare l'azienda. È questo il discrimine fondamentale del suo approccio.

Dopo avere valutato il flusso di cassa futuro, Buffett applica il tasso di sconto. Molti potrebbero stupirsi del fatto che per lui debba essere semplicemente quello dei buoni del Tesoro USA a lungo termine. Probabilmente, la cosa più vicina possibile a un tasso a rischio zero.

Secondo gli economisti, per un tasso di sconto migliore si dovrebbe aggiungere a quello dei buoni a lungo termine un "equity risk premium", un premio a copertura del rischio-capitale che rifletterebbe l'incertezza rappresentata dai flussi di cassa futuri della società. Ma come vedremo più avanti, Buffett scarta a priori l'idea stessa di equity risk premium, che considera un'aggiunta artificiosa al Capital Asset Pricing, un modello dei mercati finanziari che a sua volta assume la volatilità dei prezzi come misura del rischio. In parole povere, maggiore è la volatilità dei prezzi, maggiore

sarebbe l'equity risk premium.

Ma secondo Buffett, l'idea stessa che la volatilità dei prezzi costituisca una misura del rischio è una sciocchezza. Secondo lui, il rischio d'impresa viene ridotto, e non eliminato, concentrandosi sulle attività con utili rilevanti e prevedibili: "Io attribuisco un grande valore alla 'certezza'. Se si sceglie di fare così, l'idea stessa di fattore di rischio per me non ha senso. Il rischio nasce quando non si sa quello che si sta facendo".[29] Naturalmente, non è possibile prevedere il flusso di cassa di una società con lo stesso grado di sicurezza del pagamento della cedola di un buono del Tesoro, ma ciononostante Buffett preferisce non aggiungere fattori di rischio sotto forma di diversi punti percentuali in premi, semplicemente perché il valore di un titolo ha una variabilità molto maggiore di quella complessiva dell'intera Borsa. Ma se ignorare il rischio vi mette a disagio, potete rimediare includendo un margine di sicurezza maggiore nel prezzo d'acquisto.

Infine, capita a volte che i tassi d'interesse a lungo termine diventino assurdamente bassi. Durante questi periodi si sa che anche Buffett si fa più prudente e aggiunge un paio di punti percentuali al tasso esente da rischio, in modo da rappresentare meglio la situazione.

I critici di Buffett sostengono che la stima del flusso di cassa è cosa tutt'altro che ovvia, e il processo di selezione del tasso di sconto lascia spazio a errori di valutazione non marginali. A questo scopo hanno messo a punto e utilizzato dei metodi empirici per la determinazione del valore.

Alcuni, che chiameremo "investitori sul valore", si affidano a rapporti P/E e prezzo-valore nominale bassi, e a rendimenti da dividendo elevati. Hanno verificato con scrupolo e a più riprese il senso di questi rapporti, concludendo che è necessario identificare e acquistare esattamente le aziende che soddisfano questi requisiti. Altri sostengono che siano da preferire le società con un tasso di crescita degli utili superiore alla media di mercato; li chiameremo "growth investor" o "investitori orientati alla crescita". Tipicamente, nelle growth company si riscontrano rapporti P/E elevati e dividendi bassi, l'esatto opposto di quanto ricercato dagli investitori sul valore.

Gli investitori interessati al valore spesso devono scegliere tra un approccio per "valore" e uno per "crescita". Buffett ammette di avere partecipato a questa specie di tiro alla fune culturale, ma pensa che oggi l'intero dibattito tra queste due scuole di pensiero sia privo d'interesse. Entrambi sono indissolubilmente legati: il valore è il valore presente scontato del flusso di cassa futuro; la crescita è solo un calcolo per determinare il valore.

L'aumento di vendite, utili e asset può aumentare ma anche diminuire il valore di un investimento. Lo aumenta quando la redditività sul capitale investito è superiore alla media, nell'ipotesi che ogni dollaro investito generi almeno un dollaro di valore di mercato. Al contrario, per un'azienda con una redditività bassa rispetto al capitale investito la crescita può danneggiare gli azionisti. Per esempio, la storia delle compagnie aeree è stata caratterizzata da una crescita incredibile, ma l'incapacità di queste aziende di produrre dei ritorni dignitosi ha messo in difficoltà la maggior parte degli azionisti.

Tutti questi metodi hanno dei difetti, che Buffett riassume per noi: "Che un investitore voglia effettivamente acquistare qualcosa per ciò che vale e operi quindi con lo scopo di valorizzare il proprio investimento… indipendentemente dal fatto che ci sia crescita oppure no, abbia utili volatili o stabili, un prezzo alto o basso rispetto a quelli del momento e al valore nominale, la scelta da fare è l'investimento più economico risultante dal calcolo del flusso di cassa scontato".[30]

2. Acquistare a prezzi convenienti

Concentrarsi sulle attività con caratteristiche attraenti – semplici, con andamento economico solido,

gestite da manager che pensano agli azionisti – non basta di per sé a garantire il successo dell'investimento. Per cominciare, occorre acquistare a prezzi ragionevoli, poi la società deve avere prestazioni all'altezza delle aspettative. Se commettiamo degli errori, avverte Buffett, può capitare in uno dei seguenti modi: (1) pagando il prezzo sbagliato, (2) sbagliando nella valutazione del management, oppure (3) a causa di un andamento imprevisto del settore. Il caso più comune, osserva, è un errore di calcolo nella terza situazione.

Lo scopo di Buffett non è solo quello di identificare attività redditizie al di sopra della media, ma anche di acquisirle a prezzi il più possibile inferiori alla valutazione: l'importanza di acquistare un titolo solo quando la differenza tra il prezzo e il valore costituisce un margine di sicurezza è uno degli insegnamenti di Graham.

Il principio del margine di sicurezza torna utile in due modi. Per cominciare, protegge dal rischio di calo del prezzo: se si calcolasse un valore leggermente superiore al prezzo del titolo, non si procederebbe all'acquisto. Il ragionamento di Buffett è che se il valore intrinseco dell'attività dovesse abbassarsi anche di poco a causa di un errore di stima del flusso di cassa, alla fine calerebbe anche il prezzo del titolo, magari al di sotto di quanto sarebbe stato pagato. Ma se il margine tra il prezzo d'acquisto e il valore intrinseco è sufficientemente ampio, il rischio che il valore intrinseco scenda diminuisce. Se Buffett acquista una società al 25% in meno del valore intrinseco, e questo successivamente cala del 10%, il prezzo d'acquisto originale garantirà comunque un ritorno adeguato.

In secondo luogo, il margine di sicurezza fornisce occasioni per guadagni azionari molto elevati. Se Buffett riesce a identificare correttamente un'azienda in grado di fornire guadagni al di sopra della media, il valore del titolo nel lungo periodo crescerà stabilmente, mentre il prezzo del titolo rifletterà la redditività dell'impresa. Se una società guadagna regolarmente il 15% sul capitale, il suo prezzo per azione supererà ogni anno quello di una società che guadagna il 10%. Inoltre, se al riparo del margine di sicurezza Buffett riesce ad acquistare a uno sconto significativo rispetto al valore intrinseco, la Berkshire incasserà un bonus supplementare quando il mercato correggerà il prezzo. "Il mercato, come il Signore, aiuta chi s'aiuta da solo", ama ripetere Buffett, "ma a differenza del Signore, non perdona coloro che non sanno quello che fanno".[31]

Anatomia di una quotazione a lungo termine

Per i lettori che trovano più facile seguire visivamente le informazioni, abbiamo sviluppato il grafico in Figura 3.1, che illustra in maniera sintetica molti degli ingredienti dell'approccio di Buffett.

Un business interessante (colonna centrale), nel corso del tempo (asse delle x) produrrà per gli azionisti un valore crescente (asse delle y) purché venga acquisito a un buon prezzo (colonna di sinistra) e le decisioni manageriali (colonna di destra) permettano di evitare la chiusura, producano risultati che vadano oltre quelli del mercato e aumentino il valore della società.

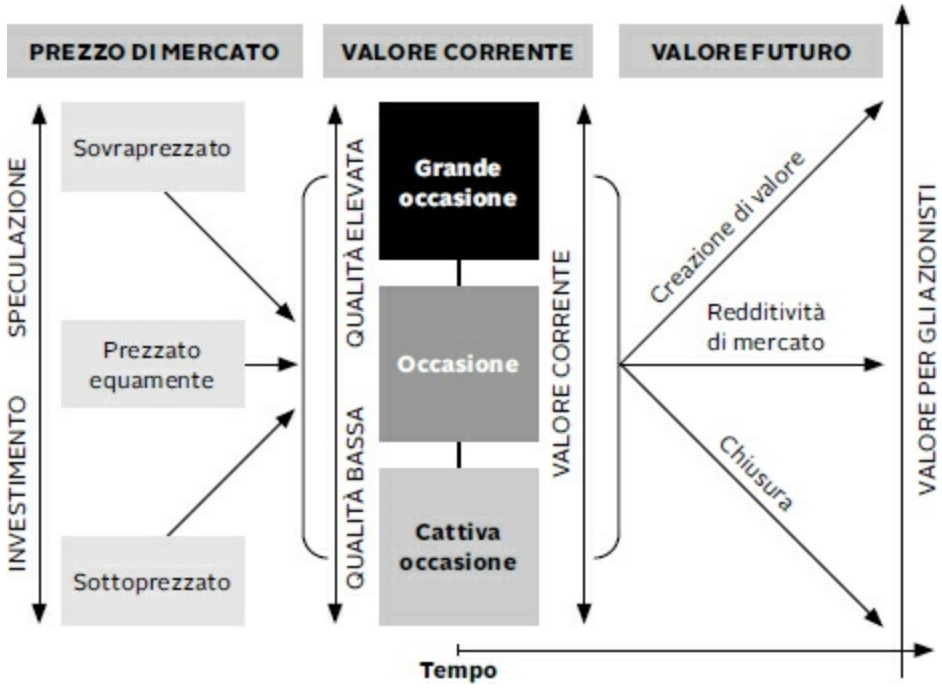


Figura 3.1 - Anatomia di una quotazione a lungo termine

Nel Capitolo 4 vedremo questi criteri in azione in alcuni casi tipici.

L'INVESTITORE INTELLIGENTE

Il tratto più tipico e caratteristico della filosofia d'investimento di Buffett è la sua lucida convinzione che chi possiede quote di un'azienda controlli l'azienda, non pezzi di carta. L'idea di acquisire delle azioni senza una reale comprensione dell'operatività aziendale – prodotti e servizi, scorte, disponibilità per le spese correnti, fabbisogno di capitale per gli investimenti (per esempio, macchinari e impianti), costo delle materie prime, relazioni sindacali – per lui è inconcepibile e addirittura immorale.

Nelle conclusioni di *The Intelligent Investor*, Benjamin Graham scrive: "Investire è tanto più intelligente quanto più è imprenditoriale". Buffett ama ripetere che queste parole "sono le nove parole più importanti mai scritte sull'investimento". Gli investitori hanno la possibilità di scegliere: possono decidere di agire come imprenditori, con tutto ciò che questo implica, o di passare il tempo scambiandosi pezzi carta per il gusto di fare parte del gioco; o per qualsiasi altro motivo diverso dai criteri fondanti del business.

I titolari di azioni ordinarie che pensano di essere semplicemente dei possessori di documenti sono di fatto lontani e isolati dai rapporti finanziari della società: si comportano come se i prezzi perennemente in mutazione del mercato rappresentino il valore dei loro titoli più del bilancio aziendale e del conto economico, scegliendo o scartando azioni come si fa con le carte da gioco. Per Buffett questo è l'apice della follia. Il suo punto di vista è che non c'è alcuna differenza tra la proprietà di un'azienda e di una sua parte, e che nei due casi vada applicata la medesima mentalità. "Sono un investitore migliore di altri perché sono un imprenditore", confessa, "e sono un imprenditore migliore perché sono un investitore".[32]

Spesso Buffett si sente domandare che tipo di aziende acquisterà in futuro. Per cominciare, eviterà attività che trattino beni indifferenziati e abbiano dirigenti nei cui confronti non ha abbastanza fiducia. Cercherà invece di acquisire un tipo di attività che comprende fino in fondo, che possieda una

struttura e dei fondamentali economici solidi, e che sia gestita da manager affidabili: “Una buona azienda non è necessariamente un buon acquisto, ma è un buon punto di partenza per trovarne uno”.[33]

4

Come acquistare azioni

NOVE CASI ESEMPLARI

Nel corso degli anni, gli acquisti di titoli di Buffett sono diventati parte del folklore di Berkshire Hathaway, e dietro ciascun investimento c'è una storia unica e particolare. L'acquisto della Washington Post Company nel 1973 fu molto diverso da quello della GEICO nel 1980. E certamente l'investimento di 500 milioni nella Capital Cities, che a sua volta aiutò Tom Murphy ad acquistare l'American Broadcasting Company, fu una cosa del tutto diversa dal miliardo di dollari investiti nella Coca-Cola Company. Ciascuno di questi acquisti di quote differiva sotto ogni aspetto dagli investimenti effettuati anni dopo in Wells Fargo, General Dynamics, American Express, IBM e Heinz. Ma per chi come noi spera di comprendere in profondità il pensiero di Buffett, tutti questi acquisti di pacchetti azionari hanno in comune un tratto importante: ci permettono di osservare in azione i suoi criteri di business, management, finanza e mercato.

Con l'eccezione di Cap Cities, tutte queste aziende sono rimaste nel portafoglio della Berkshire, continuando a prosperare. Solo Washington Post Company e General Dynamics non compaiono nell'elenco delle maggiori partecipazioni della holding.

In questo capitolo analizzeremo ciascuna acquisizione nel suo contesto storico, e questo ci permetterà di studiare il pensiero di Buffett all'epoca dell'investimento, nei suoi rapporti con la società, con il mercato e con la Borsa.

Washington Post Company

Nel 1931, il *Washington Post* era uno dei cinque quotidiani pubblicati nella capitale del paese. Due anni dopo, il Post – che non riusciva a sostenere i costi della carta – andò in amministrazione controllata. Quella stessa estate il giornale fu posto in vendita all'asta e acquistato dal finanziere Eugene Meyer per 825 mila dollari. Per i due decenni successivi, Meyer sostenne il giornale finché questo tornò a produrre profitti, e nel 1954 la gestione passò a Philip Graham, un brillante avvocato formatosi a Harvard che convinse Meyer ad acquistare anche un giornale rivale, il *Times-Herald*. Successivamente, Graham acquistò il settimanale *Newsweek* e due reti televisive, prima del suo tragico suicidio nel 1963. È a Graham che si attribuisce il merito di avere trasformato il *Washington Post* da giornale a gruppo multimediale.

Dopo la sua morte, il controllo passò a Katharine Graham. Non aveva esperienze precedenti nella gestione di un grande gruppo, ma imparò rapidamente. Buona parte del suo successo viene normalmente attribuita al sincero attaccamento che nutriva per il *Post*: per anni aveva osservato il padre e il marito nei loro difficili tentativi di mantenere il giornale in attivo, ed era arrivata alla

conclusione che ciò di cui aveva bisogno erano decisioni, non altre cure. “Imparai ben presto che le cose semplicemente non se ne stanno ferme”, ebbe a dichiarare, “bisogna prendere delle decisioni”.[1] E sicuramente ne prese due che ebbero profonde ripercussioni sul giornale: assumere Ben Bradlee come caporedattore, e invitare Warren Buffett a divenire direttore della società. Bradlee incoraggiò Katharine Graham a pubblicare i “Pentagon Papers” (“le carte del Pentagono”, scandalo che anticipò il Watergate, NdT), e a proseguire nell’indagine del Watergate: ciascuna delle due inchieste valse al *Post* la fama di un giornalismo di punta, mentre Buffett insegnò a Katharine Graham come condurre gli affari.

I due si erano conosciuti nel 1971. All’epoca lui possedeva delle quote nel *New Yorker* e, avendo saputo che il giornale sarebbe potuto essere messo in vendita, chiese a Katharine Graham se il *Washington Post* poteva essere interessato a rilevarlo. La cosa non andò mai in porto, ma Buffett fu molto colpito da lei.

Più o meno in quel periodo, la struttura finanziaria del giornale si avviava a subire trasformazioni profonde. Katharine e Philip Graham erano titolari di tutte le azioni con diritto di voto, secondo i termini di un “trust” istituito da Eugene e Agnes Meyer. Così, dopo la morte di Phil, Katharine ereditò il controllo della società. Nel corso degli anni, Eugene Meyer aveva donato migliaia di quote del *Post* a diverse centinaia di dipendenti, in segno di riconoscimento per la fedeltà e la dedizione al giornale: nel periodo in cui l’azienda prosperava, il titolo era schizzato dai 50 dollari degli anni Cinquanta, ai 1.154 del 1971. Il piano di distribuzione degli utili, e i titoli in mano ai dipendenti, richiedevano che la società mantenesse il titolo appetibile per il mercato, una disposizione che si rivelò un impiego controproducente per la liquidità aziendale. Inoltre, le famiglie Graham e Meyer avevano problemi per via delle pesanti tasse di successione.

Nel 1971 Katharine Graham decise di quotare il *Post* in Borsa, mettendo così fine alla necessità di finanziare il valore di mercato dei titoli, e consentendo agli eredi di avviare una pianificazione più conveniente dei rispettivi patrimoni. La Washington Post Company fu divisa in due categorie azionarie: le azioni ordinarie di Classe A eleggevano la maggioranza del consiglio d’amministrazione, e quelle di Classe B la restante minoranza. Katharine Graham deteneva il 50% delle azioni di Classe A, e in questo modo controllava la società. Nel giugno 1971, la Washington Post Company emise 1 milione 354 mila azioni di Classe B. Sorprendentemente, nonostante le minacce del governo, due giorni dopo Katharine Graham diede a Ben Bradlee il permesso di pubblicare i Pentagon Papers. Nel corso del 1972, il prezzo di entrambe le classi di azioni aumentò costantemente: da 24,75 dollari in gennaio a 38 dollari in dicembre.

Ma a Wall Street il clima cominciava a peggiorare. All’inizio del 1973, il Dow Jones cominciò a cedere; in primavera perse più di 100 punti. Anche il titolo del *Post* era sceso, addirittura a 23 dollari nel mese di maggio. A Wall Street correvano voci negative sull’IBM – il titolo aveva perso più di 69 punti, scendendo sotto la media dei 200 giorni precedenti – e si paventava che il breakdown fosse di pessimo auspicio per tutto il mercato. Lo stesso mese, l’oro esplose fino a 100 dollari l’oncia; la Federal Reserve aumentò il tasso di sconto fino al 6% e il Dow Jones perse altri 18 punti: la maggior singola perdita degli ultimi tre anni. A giugno, il tasso di sconto fu alzato nuovamente e il Dow Jones continuò a diminuire, scendendo sotto quota 900.

Per tutto questo tempo, Buffett continuava tranquillamente ad acquistare azioni del *Washington Post*. A giugno ne aveva accumulate 467.150, a un prezzo medio di 22,75 dollari, per un valore complessivo di circa 10 milioni 628 mila dollari.

Dapprima, Katharine Graham fu infastidita dall'idea che un azionista non appartenente alla famiglia possedesse tante quote del *Post*: anche se non c'era un effettivo controllo, poteva essere destabilizzante. Buffett rassicurò la signora Graham sul fatto che gli acquisti della Berkshire erano a puro scopo d'investimento. Per convincerla, suggerì che suo figlio, Don Graham, ricevesse una procura che gli desse diritto di voto nella Berkshire. Questo suggerimento ottenne l'effetto voluto: Katharine Graham rispose invitando Buffett nel Consiglio d'amministrazione, per poi eleggerlo da lì a poco presidente del comitato finanziario.

Il ruolo svolto da Buffett nel *Washington Post* è cosa nota. Aiutò Katharine Graham a tenere duro durante gli scioperi dei tipografi degli anni Settanta, e soprattutto avviò Don Graham alla gestione degli affari e alla comprensione del ruolo del management e delle sue responsabilità verso la proprietà. Don, a sua volta, fu uno studente modello, ansioso di imparare e attentissimo verso tutto quanto gli venisse indicato da Buffett. Anni dopo, Don Graham scrisse pubblicamente che prometteva di "proseguire nella gestione della società per conto degli azionisti, specialmente quelli di lungo termine, la cui lungimiranza va ben oltre i risultati trimestrali o anche annuali. Non misureremo i nostri successi dai fatturati o dal numero di aziende controllate". Graham garantiva anche di "gestire i costi con rigore" e "di amministrare con disciplina la liquidità".[2]

CRITERIO: SEMPLICE E COMPRENSIBILE

Il nonno di Buffett era stato proprietario e direttore del *Cuming County Democrat*, un settimanale di West Point, in Nebraska. La nonna aiutava al giornale e componeva i caratteri nella tipografia di famiglia. Il padre, mentre frequentava l'università del Nebraska, dirigeva il *Daily Nebraskan*, mentre lo stesso Buffett a suo tempo era stato il responsabile della distribuzione del Lincoln Journal. Si è detto spesso che se non si fosse occupato di investimenti, quasi sicuramente si sarebbe dato al giornalismo.

Nel 1969, Buffett acquistò l'*Omaha Sun*, il suo primo quotidiano di un certo rilievo, insieme a un gruppo di settimanali. Pur rispettando il giornalismo della miglior tradizione, considerò l'editoria sempre e comunque una forma di business: e quello che si aspettava di ricavarne per gli azionisti erano profitti, non potere politico. La proprietà dell'*Omaha Sun* gli permise di imparare le dinamiche economiche di un quotidiano, quattro anni di preziosa esperienza sul campo prima di acquistare la sua prima azione del *Washington Post*.

CRITERIO: UNA STORIA OPERATIVA COERENTE

Buffett informò gli azionisti della Berkshire che il suo primo contatto finanziario con la Washington Post Company fu all'età di tredici anni, quando lungo lo stesso tragitto consegnava sia il *Washington Post* sia il *Times-Herald.* A Buffett piaceva dire che con la sua doppia consegna aveva fuso i due giornali molto prima che Phil Graham comprasse il *Times-Herald.*

Ovviamente, Buffett era consapevole della ricchissima storia del giornale, e secondo lui il *Newsweek* rappresentava un investimento "prevedibile", nel senso di sicuro e oculato. Per anni la Washington Post Company aveva registrato i risultati stellari della sua divisione televisiva, e Buffett non ci mise molto a rendersi conto del valore delle reti di broadcasting del gruppo. L'esperienza e la propria storia personale di successi lo convinsero che la società avrebbe dato risultati costanti e affidabili.

CRITERIO: PROIEZIONI DI LUNGO TERMINE FAVOREVOLI

"Le dinamiche economiche di un quotidiano di punta" scrisse Buffett nel 1984, "sono eccellenti, tra le migliori al mondo".[3] Naturalmente quest'affermazione risale a quasi trent'anni fa, più di dieci anni prima che ci si rendesse conto delle effettive potenzialità di Internet.

All'inizio degli anni Ottanta, negli USA esistevano circa 1.700 quotidiani, e più o meno 1.600 di questi operavano sostanzialmente in assenza di concorrenza. Ai proprietari dei giornali, osservava Buffett, piace credere che i loro incredibili guadagni siano il frutto della grande qualità dei rispettivi giornali. In realtà, anche un giornale di terz'ordine è in grado di produrre utili interessanti, se è l'unico in città. Certo, un giornale di qualità conquisterà un'ampia diffusione, ma anche uno mediocre resta indispensabile alla comunità, grazie alla sua funzione di bollettino locale. Qualsiasi attività del posto, qualsiasi agenzia immobiliare e singolo individuo che voglia comunicare qualcosa alla comunità, tutti questi soggetti hanno bisogno di uno strumento adeguato. Come il magnate canadese dei media Lord Thomson, Buffett era convinto che possedere un giornale volesse dire staccare una provvigione su ciascuna attività commerciale del posto che volesse promuoversi.

Oltre a ciò, i quotidiani hanno un considerevole "economic goodwill", o valore d'avviamento. Come sottolinea Buffett, ai giornali non serve un grande capitale e trasformano rapidamente le vendite in utili. Anche nel caso di un quotidiano che si doti di una costosa rotativa computerizzata e di sistemi integrati per l'accesso alle agenzie di stampa: queste attrezzature si ripagano rapidamente grazie al minore costo fisso del lavoro. Nel corso degli anni Settanta e Ottanta, i giornali riuscirono ad aumentare i prezzi senza troppi problemi, producendo quindi utili al di sopra della media rispetto agli investimenti, riducendo gli effetti dannosi dell'inflazione.

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

Nel 1973, il valore di mercato complessivo del Washington Post era di 80 milioni di dollari. Buffett sostiene però che "la maggior parte degli analisti, esperti e dirigenti in ambito di comunicazione riconoscono alla Washington Post Company un valore intrinseco tra i 400 e i 500 milioni di dollari".[4] In che modo si arrivava a questa stima? Facciamo una passeggiata attraverso i numeri usando i criteri di Buffett. Cominceremo calcolando l'owner earning dell'anno in corso: utile netto (13,3 milioni) più deprezzamento e ammortamenti (3,7 milioni) meno Capex (6,6 milioni); otteniamo 10,4 milioni di owner earning per il 1973.

Se lo dividiamo per il tasso di rendimento a lungo termine dei buoni federali del governo USA (6,81%), otteniamo per la Washington Post Company un valore di 150 milioni di dollari, quasi il doppio del valore di mercato, ma ancora molto al di sotto delle stime di Buffett.

Il punto, spiega Buffett, è che nel corso del tempo il Capex di un quotidiano punta a eguagliare i costi di deprezzamento e gli ammortamenti, e l'utile netto tenderà quindi ad avvicinarsi in buona approssimazione all'owner earning. Tenendo questo a mente, possiamo semplicemente dividere l'utile netto per il tasso "privo di rischio", arrivando a una valutazione di 196 milioni.

Se ci fermiamo qui, l'ipotesi è che l'aumento dell'owner earning sarà pari circa all'aumento dell'inflazione; ma noi sappiamo che proprio perché la maggior parte dei quotidiani opera in un proprio territorio, in regime di virtuale monopolio, e possiede quindi un considerevole pricing power, ha la possibilità di aumentare i prezzi al pubblico più rapidamente dell'inflazione. Avanzando un'altra ipotesi – per esempio, che il *Washington Post* possa aumentare il prezzo reale del 3% – il valore della società si avvicinerebbe a 350 milioni di dollari. Buffett sapeva però anche che gli utili

prima della tassazione, pari al 10%, erano al di sotto della media storica del 15%, e sapeva anche che Katharine Graham era assolutamente decisa a tornare a quel tipo di redditività. Se gli utili prima delle tasse fossero tornati al 15%, il valore corrente della società sarebbe aumentato di 135 milioni, portando il valore intrinseco a 485 milioni.

CRITERIO: ACQUISTARE CON UN MARGINE SIGNIFICATIVO RISPETTO AL VALORE

Anche la stima più prudente del valore della società mostra come Buffett abbia acquistato la Washington Post Company per almeno metà del suo valore intrinseco, mentre egli sostiene di avere pagato meno di un quarto. In ogni caso, è chiaro come l'abbia pagata con uno sconto significativo, rispettando il precetto di Ben Graham, secondo cui un acquisto conveniente produce un margine di sicurezza.

CRITERIO: REDDITIVITÀ DEL CAPITALE

Acquistando la quota del *Washington Post*, Buffett produsse un utile sul capitale del 15,7%, nella media rispetto alla maggior parte dei quotidiani, e solo leggermente superiore all'indice di Standard & Poor dei 500 titoli a maggiore capitalizzazione. Nel giro di cinque anni, tuttavia, l'utile del Post raddoppiò, superando del 50% la media dei quotidiani. Nei dieci anni successivi il Post mantenne il suo primato, raggiungendo il 36% nel 1988.

Questi utili al di sopra della media ci appaiono ancora più notevoli se osserviamo che, nel corso del tempo, l'azienda ha deliberatamente ridotto il suo debito. Nel 1973, il rapporto tra l'indebitamento a lungo termine e il capitale azionario era del 37%, il secondo maggiore tra i quotidiani. Sorprendentemente, nel 1978 Katharine Graham l'aveva ridotto del 70% e nel 1983 era del 2,7% (un decimo rispetto alla media dei quotidiani); eppure, il *Post* continuava a produrre un utile superiore del 10% a quello di queste altre aziende.Nel 1986, dopo un investimento in sistemi di telefonia cellulare che consisteva nell'acquisto di 53 reti via cavo di Capital Cities, il debito risultava insolitamente elevato, pari a circa 336 milioni. Nel giro di un anno era sceso a 155 milioni; nel 1992 l'indebitamento a lungo termine era di 51 milioni e il rapporto col valore azionario era del 5,5%, rispetto a una media di settore del 42,7%.

CRITERIO: MARGINI DI PROFITTO

Sei mesi dopo la quotazione di Washington Post Company, Katharine Graham ebbe una riunione con alcuni analisti di Wall Street. Chiarì loro che la priorità era la massimizzazione del profitto delle attività del gruppo già in essere. Gli utili delle reti televisive e di *Newsweek* continuavano a crescere, ma la redditività del giornale si stava stabilizzando. Secondo la signora Graham il motivo principale erano gli elevati costi di produzione, in altre parole gli stipendi. Dopo l'acquisto del *Times-Herald* da parte del *Post*, gli utili avevano avuto un'impennata. A ogni nuova ondata di scioperi (1949, 1958, 1966, 1968, 1969), il management aveva scelto di accettare le richieste dei sindacati, per non rischiare il blocco del giornale. In quel periodo, Washington era ancora una città con tre giornali. Nel corso degli anni Cinquanta e Sessanta, gli utili furono limitati dai costi sempre maggiori per il personale, un problema – era questa la comunicazione della signora Graham agli analisti – che stava per essere risolto.

All'avvicinarsi delle scadenze contrattuali – siamo negli anni Settanta – la signora Graham incaricò delle trattative alcuni consulenti del lavoro che assunsero un atteggiamento molto duro nei

confronti dei sindacati. Nel 1974, il giornale ebbe la meglio su uno sciopero indetto dalla Newspaper Guild e, dopo lunghe trattative, i tipografi si accordarono per un nuovo contratto. La linea della fermezza giunse a un punto critico nel 1975: quell'anno, i tipografi incrociarono le braccia in una serie di dimostrazioni dure e violente, che portarono alla perdita della solidarietà nei confronti della categoria, a causa degli atti vandalici perpetrati nella sala stampa prima dell'inizio dello sciopero. Il management mantenne in attività le rotative, e diversi rappresentanti della Newspaper Guild e del sindacato tipografi sfondarono i picchetti. Dopo quattro mesi, Katharine Graham annunciò che il giornale avrebbe assunto tipografi non sindacalizzati. Era la vittoria del giornale.

All'inizio degli anni Settanta, la stampa finanziaria scrisse che "la cosa migliore che si possa dire dei risultati della Washington Post Company era riconoscere loro una 'C' d'incoraggiamento in redditività".[5] Nel 1973 gli utili prima delle tasse erano al 10,8, molto al di sotto dello storico 15% degli anni Sessanta. Dopo la rinegoziazione del contratto con i sindacati, la situazione migliorò: nel 1988 si arrivò a un massimo del 31,8 rispetto a una media di gruppo del 16,9 e a quella dell'8,6 dell'indice S&P.

CRITERIO: RAZIONALITÀ

Quindi, il *Washington Post* produceva un'ottima liquidità per la proprietà. Dal momento che superava le necessità di reinvestimento nelle proprie attività, il management aveva davanti a sé due possibili scelte: distribuire l'avanzo agli azionisti, e/o investirlo in nuove iniziative. La preferenza di Buffett è sempre stata orientata a premiare gli azionisti. Ai tempi della presidenza di Katharine Graham, il Washington Post Company fu il primo giornale a riacquistare le proprie azioni in gran quantità: tra il 1975 e il 1991, il gruppo infatti acquistò un sorprendente 43% di azioni al prezzo medio di 60 dollari l'una.

Naturalmente, fu anche possibile distribuire denaro agli azionisti aumentando i dividendi. Nel 1990, constatata l'ingente liquidità, la Washington Post Company ratificò un aumento del dividendo annuale del 117%, portandolo da 1,84 a 4,00 dollari per azione.

Nei primi anni Novanta, Buffett concluse che i quotidiani sarebbero rimasti un ramo d'impresa con redditività al di sopra della media rispetto al resto dei comparti industriali americani, ma che erano destinati a esserlo assai meno di quanto lui o altri analisti fossero riusciti a prevedere negli anni passati, soprattutto perché i giornali avevano perso la loro storica flessibilità nella determinazione del prezzo di copertina. In passato, quando l'economia rallentava e gli inserzionisti tagliavano gli investimenti pubblicitari, i giornali potevano mantenere i loro margini aumentando le tariffe. Ma ormai i giornali non operavano più in una situazione di monopolio, e gli inserzionisti avevano trovato modi più economici per raggiungere la clientela: le tv via cavo, le comunicazioni dirette via posta e, soprattutto, l'uso sempre più diffuso di Internet avevano allontanato dai giornali ingenti quote di investimenti pubblicitari.

Nel 1991 Buffett si convinse che questo cambiamento era epocale, di lungo termine e non semplicemente ciclico. "Il punto" confidò "è che i giornali, la televisione e le riviste hanno cominciato a esibire dinamiche economiche tipiche più dei veri e propri business che del franchise".[6] Le trasformazioni cicliche, al contrario di quelle epocali, possono danneggiare i profitti a breve termine ma non riducono il valore intrinseco di un'attività. La diminuzione di quello del Post, peraltro, secondo Buffett era modesto rispetto a quello patito da altre società operanti nel settore dei media. I motivi erano due. Per cominciare, il debito a lungo termine di 50 milioni del Post era più

che controbilanciato dai suoi 400 milioni di disponibilità liquide: il *Washington Post* era l'unico quotidiano quotato in Borsa sostanzialmente privo di debiti. "Di conseguenza," ne concluse Buffett, "la contrazione del valore dei suoi asset non è stata amplificata per effetto del debito".[7]

CRITERIO: LA REGOLA DEL DOLLARO

Lo scopo di Buffett è sempre quello di selezionare società nelle quali ciascun dollaro di utile non distribuito si trasformi in almeno un dollaro di valore di mercato. Questo tipo di test permette di identificare rapidamente le aziende i cui manager sono riusciti, nel corso del tempo, a ottimizzare gli investimenti effettuati col capitale aziendale. Se gli utili vengono reinvestiti nell'azienda e producono utili al di sopra della media di mercato, il segnale sarà un aumento proporzionalmente maggiore del valore di mercato.

Dal 1973 al 1992 la Washington Post Company ha prodotto 1,755 miliardi di utili per i suoi azionisti. Di questi, 299 milioni sono stati distribuiti, mentre 1,456 miliardi sono stati reinvestiti nell'azienda. Nel 1973, il valore complessivo di mercato era di 80 milioni; nel 1992 era arrivato a 2,630 miliardi. Nel corso di questi vent'anni, ogni dollaro trattenuto dalla società ha quindi creato 1,81 dollari di valore di mercato per gli azionisti.

Ma c'è un ulteriore modo per valutare il successo del gruppo sotto la gestione di Katharine Graham. Nel suo notevole libro *The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*, William Thorndike ci permette di apprezzare pienamente l'effettiva performance della società e dei suoi dirigenti: "Dal primo collocamento della società nel 1971 fino alle dimissioni [di Katharine Graham] da presidente nel 1993, l'utile composto annuale per gli azionisti è stato un sorprendente 22,3%, tale da offuscare sia il 7,4% dell'indice S&P, sia il 12,4 della media di settore. Un dollaro investito nell'offerta pubblica di collocamento valeva 89 dollari nel 1993, contro i 5 dollari di S&P e i 14 dollari dei colleghi editori. In altre parole, la performance della gestione di Katharine Graham fu 18 volte superiore a quella di S&P, e di sei volte la media di settore. Semplicemente, è stata di gran lunga la miglior amministratrice di giornali del Paese per tutti i suoi ventidue anni di attività".[8]

GEICO Corporation

La Government Employees Insurance Company (GEICO) era stata fondata nel 1936 da Leo Goodwin, un contabile operante nel settore assicurativo.[9] Quella che aveva in mente era una compagnia che assicurasse soltanto automobilisti "a rischio ridotto", e che vendesse la polizza per corrispondenza. Aveva scoperto che i dipendenti statali avevano meno incidenti della media, e sapeva anche che, vendendo direttamente all'automobilista, la compagnia avrebbe risparmiato il costo degli agenti, che tipicamente andava dal 10 al 25% del premio. Goodwin immaginò che la formula del successo sarebbe stato individuare con precisione gli automobilisti da assicurare, con cui avrebbe poi diviso il risparmio conseguito con la vendita diretta.

Goodwin invitò a Fort Worth, Texas, il banchiere Cleaves Rhea e gli propose di diventare suo socio nell'impresa: Goodwin investì 25 mila dollari per il 25% della società, Rhea investì 75 mila dollari per il 75%. Nel 1948, la compagnia si trasferì dal Texas a Washington, e nello stesso anno la famiglia Rhea decise di vendere la propria partecipazione e ingaggiare come responsabile delle vendite Lorimer Davidson, un venditore di obbligazioni di Boston. A sua volta, Davidson contattò David Kreeger, un avvocato di Washington, perché lo aiutasse a trovare acquirenti; quest'ultimo

contattò la Graham-Newman Corporation. Ben Graham decise di acquistare metà delle azioni di Rhea per 720 mila dollari, mentre i soci di Kreeger e di Davidson acquistarono l'altra metà. Dal momento che la Graham-Newman era un fondo d'investimento, la SEC la costrinse a limitare la sua partecipazione al 10%, Graham distribuì la parte in eccesso delle azioni GEICO ai soci del fondo. Anni dopo, quando la GEICO era ormai diventata un gruppo da miliardi di dollari, le quote personali di Graham valevano milioni.

Lorimer Davidson entrò nel management della GEICO su invito di Goodwin, e nel 1958 ne diventò presidente, gestendo la società fino al 1970. In questi anni il consiglio d'amministrazione allargò il settore d'intervento della GEICO arrivando a comprendere professionisti, manager, personale tecnico e amministrativo. Questi nuovi gruppi di automobilisti si rivelarono affidabili e prudenti quanto gli impiegati statali: questo decretò il successo della nuova strategia, e la crescita esponenziale degli utili derivanti dai premi sottoscritti.

Furono quelli gli anni d'oro della compagnia: tra il 1960 e il 1970 gli ispettori assicurativi furono praticamente sedotti dal successo della GEICO; gli azionisti videro il valore delle loro quote schizzare alle stelle, e il rapporto premio/eccedente superò il valore di 5:1. Quest'ultimo indice misura il rischio che la compagnia si assume (premio sottoscritto) rispetto al "surplus", o eccedente, degli assicurati (il capitale impiegato per pagare i danni). Questo colpì a tal punto gli ispettori che alla GEICO fu consentito di superare l'indice medio del settore.

Alla fine degli anni Sessanta i fasti della GEICO cominciarono a sbiadire, e nel 1969 la compagnia dichiarò di avere svalutato le riserve per quell'anno di 10 milioni di dollari: invece di riportare utili per 2,5 milioni, contabilizzò quindi una perdita. La rettifica di bilancio fu effettuata l'anno successivo, ma ancora una volta le riserve necessarie furono sottostimate, stavolta di 25 milioni, con una conseguente e disastrosa perdita nel 1970.

I profitti derivanti dai pagamenti degli assicurati vengono detti anche "contributi lordi acquisiti", ed è ovviamente a fronte del pagamento del premio che la compagnia garantisce la copertura dai rischi per l'anno in corso. Tra i costi di gestione ci sono quindi i pagamenti per i danni assicurati che la compagnia deve fare a fronte dei reclami degli assicurati, e i costi amministrativi per la composizione del reclamo. Complessivamente, questi costi devono riflettere non solo i pagamenti adempiti nel corso dell'anno ma anche una stima delle rimunerazioni per reclami in essere e ancora da effettuare. Queste stime si dividono a loro volta in due categorie: i costi e le spese per i contenziosi che la compagnia si aspetta di dover pagare, e le integrazioni accantonate a copertura di riserve sottostimate negli anni precedenti. A causa dei tempi legali delle possibili cause, molti reclami restano in sospeso per anni, e questo succede soprattutto quando implicano cifre rilevanti per spese mediche e legali. Il problema della GEICO era non solo quello di avere venduto polizze che avrebbero procurato perdite, ma anche che le stime delle riserve precedenti erano inadeguate.

Nel 1970 Davidson andò in pensione e fu sostituito da David Kreeger. La gestione della compagnia toccò a Norman Gidden, che era già stato presidente e direttore generale. L'analisi di quanto seguì sembra suggerire come la GEICO cercò di uscire dal problema delle riserve presentatosi tra il 1969 e il 1970. Tra il 1970 e il 1974 il numero delle nuove polizze auto aumentò arrivando al tasso annuale dell'11%, rispetto al 7% tra il 1965 e il 1970. Oltre a ciò, nel 1972 la compagnia avviò un costoso e ambizioso programma di decentralizzazione che richiedeva investimenti impegnativi in immobili, attrezzature informatiche e personale.

Nel 1973, per far fronte alla concorrenza agguerrita, la compagnia allentò gli standard di

assicurabilità con lo scopo di aumentare la quota di mercato. Ora la GEICO accettava di assicurare anche operai e automobilisti al di sotto dei ventun anni, due gruppi le cui storie assicurative presentavano luci e ombre. Questi due cambiamenti strategici furono effettuati contemporaneamente all'allentamento, nel 1973, dei controlli sui prezzi delle polizze. Da lì a poco, le spese mediche e di riparazione delle auto esplosero.

Le perdite cominciarono a essere visibili nel quarto trimestre del 1974. Per quell'anno, la GEICO riportò cali per 6 milioni, i primi in ventotto anni. Sorprendentemente, quell'anno il rapporto premio/eccedente fu di 5:1. La compagnia proseguì nel suo piano di crescita, e nel secondo trimestre del 1975 le perdite aumentarono e fu annunciata la cancellazione del dividendo di 0,80 dollari per azione.

Gidden chiese alla società di consulenze finanziarie Milliman & Robertson di studiare la situazione ed elaborare una strategia di uscita. I risultati dello studio non furono incoraggianti: secondo i consulenti le riserve della compagnia erano sottodimensionate per un importo tra i 35 e i 70 milioni, e per proseguire nella gestione ordinaria sarebbe stata necessario un aumento di capitale. Il consiglio d'amministrazione accettò queste indicazioni, comunicandole agli azionisti. Oltre a ciò, il consiglio annunciava la previsione per il 1975 della sorprendente cifra di 140 milioni (che a posteriori risultarono essere 126) in perdite tecniche, cioè derivanti dal pagamento di premi. Sia gli azionisti sia gli ispettori erano esterrefatti.

Nel 1972 il prezzo delle azioni della GEICO aveva raggiunto il picco di 61 dollari. Nel 1973 si era ridotto della metà e nel 1974 precipitò ulteriormente a 10 dollari. Nel 1975, all'annuncio delle perdite, un ulteriore crollo portò il titolo a 7 dollari. Diversi azionisti accusarono la compagnia di frode e istituirono delle class action per danni. I dirigenti della GEICO diedero la responsabilità per le sofferenze dell'azienda all'inflazione e agli enormi costi legali e medici. Ma questi erano problemi comuni a tutte le compagnie assicurative: il vero problema della GEICO consisteva nell'aver abbandonato la propria tradizionale politica di assicurare soltanto gli automobilisti prudenti. Inoltre, era venuto a mancare il controllo sulle spese aziendali: a mano a mano che il gruppo aveva ampliato le categorie assicurabili, le precedenti proiezioni sui costi relativi non erano state aggiornate, diventando clamorosamente insufficienti a coprire i costi dei sinistri sempre più frequenti. In altre parole, non solo erano state clamorosamente sottostimate le perdite, ma al tempo stesso erano aumentate anche le spese fisse.

Nel rapporto annuale del mese di marzo del 1976, Gidden confessò che probabilmente un altro presidente avrebbe gestito meglio la compagnia, e comunicò che il consiglio aveva nominato una commissione con lo scopo di individuare e ingaggiare un nuovo management. Il valore del titolo GEICO continuava a scendere, arrivando a 5 dollari, senza accennare a fermarsi.[10]

Di lì a poco fu annunciato il nuovo presidente: John J. Byrne, quarantatré anni, responsabile marketing di Travelers Corporation. Subito dopo la nomina di Byrne, la compagnia annunciò un'offerta di azioni privilegiate per 76 milioni di dollari, al fine di contenere le perdite di capitale. Ma ormai gli azionisti avevano perso ogni speranza e il titolo non smise di scendere, arrivando fino a 2 dollari per azione. Durante questo periodo, Warren Buffett continuava discretamente e ostinatamente ad acquistare azioni ordinarie, e quando già la compagnia era sull'orlo del fallimento, investì 4,1 milioni per 1.294.308 azioni al prezzo medio di 3,18 dollari.

CRITERIO: SEMPLICE E COMPRENSIBILE

Quando nel 1950 Buffett frequentava la Columbia University, il suo docente Ben Graham era direttore della GEICO. Incuriosito, un fine settimana Buffett andò a Washington a visitare l'azienda. Era sabato e, dopo avere bussato alla porta, fu fatto accomodare da un portiere che lo accompagnò da Lorimer Davidson, l'unico dirigente presente negli uffici quel giorno. Buffett lo tempestò di domande, e Davidson trascorse le cinque ore successive a istruire il giovane visitatore sulle eccellenze della GEICO. Lo stesso Philip Fisher ne sarebbe rimasto colpito.

Più tardi, rientrato a Omaha e allo studio di brokeraggio del padre, Warren raccomandò caldamente di consigliare ai clienti l'acquisto delle azioni GEICO. Egli stesso investì 10 mila dollari, che all'epoca erano circa due terzi della sua disponibilità. Molti investitori opposero resistenza, e persino gli agenti assicurativi di Omaha si lamentarono con Howard Buffett del figlio che stava facendo pubblicità a una compagnia assicurativa "senza agenti". Frustrato, Warren vendette le sue quote GEICO l'anno successivo, con un margine del 50% e non acquistò più quote della compagnia fino al 1976. Imperterrito, continuò a consigliare titoli assicurativi ai propri clienti: acquistò Kansas City Life al triplo dei suoi utili; Berkshire Hathaway aveva già in portafoglio la Massachusetts Indemnity & Life Insurance, e nel 1967 acquistò una quota di controllo nella National Indemnity. Nei dieci anni successivi, l'amministratore delegato Jack Ringwalt introdusse Buffett alle dinamiche e alle sottigliezze del settore assicurativo, un'esperienza che più di ogni altra lo aiutò a comprendere in quale modo questo tipo di azienda produce utili. Gli diede anche la sicurezza necessaria all'acquisto della GEICO, nonostante la traballante situazione finanziaria della compagnia.

Oltre all'investimento di 4,1 milioni della Berkshire nella GEICO, Buffett investì anche 19,4 milioni in azioni privilegiate convertibili, fornendo in questo modo capitale aggiuntivo a disposizione della compagnia. Due anni dopo, la Berkshire convertì queste azioni privilegiate in ordinarie, e nel 1980 Buffett investì altri 19 milioni della Berkshire. Tra il 1976 e il 1980, la Berkshire investì complessivamente 47 milioni, acquistando 7,2 milioni di azioni della GEICO al prezzo medio di 6,67 dollari per azione. Nel 1980, l'investimento si era apprezzato del 123%, valeva 105 milioni ed era la maggiore proprietà di Buffett.

CRITERIO: UNA STORIA OPERATIVA COERENTE

Sul momento, potrebbe sembrare che Buffett avesse trasgredito al criterio della "coerenza operativa". Evidentemente, l'attività di GEICO tra il 1975 e il 1976 era stata tutto meno che coerente: quando diventò presidente, il lavoro di Byrne fu quello di invertire la rotta e, come Buffett amava ripetere, raramente le inversioni di rotta ribaltano i risultati. Come giustificare quindi l'acquisto della GEICO da parte della Berkshire?

Per cominciare, anche la sua "inversione di rotta" si presenta come una specie di eccezione. Byrne riuscì a riposizionare la compagnia, rendendola nuovamente competitiva nel settore assicurativo. Ma soprattutto, ricordava Buffett, la GEICO non era assolutamente un malato terminale. Il valore aggiunto insito nella vendita di polizze a basso costo senza l'intermediazione di agenti restava intatto. Inoltre, c'erano ancora tantissimi automobilisti prudenti interessati ad assicurarsi a costi che potevano garantire utili alla compagnia: sui prezzi, GEICO avrebbe sempre avuto la meglio sulla concorrenza. Per decenni, aveva generato utili sostanziosi per gli azionisti proprio puntando sugli specifici punti di forza che, ricordava Buffett, c'erano ancora tutti. I problemi della GEICO negli anni Settanta non avevano nulla a che vedere con il prodotto che vendeva; al contrario: furono i problemi

operativi e finanziari a farle perdere momentaneamente la rotta. Anche senza un capitale in liquidità, la GEICO valeva ancora un sacco di soldi perché il suo prodotto principale restava integro.

CRITERIO: PROIEZIONI DI LUNGO TERMINE FAVOREVOLI

Anche le polizze automobilistiche sono sostanzialmente un bene indifferenziato, Buffett sostiene che anche questo tipo di attività può produrre utili se sul fronte dei costi presenta vantaggi specifici, che siano al tempo stesso sostenibili e sufficientemente ampi. Una descrizione pienamente applicabile alla GEICO. Inoltre, sappiamo che in queste attività il management è una variabile cruciale. E a partire dall'acquisto della Berkshire, la dirigenza della GEICO ha dimostrato di possedere quello che si chiama un vantaggio competitivo.

CRITERIO: TRASPARENZA

Quando nel 1976 John (Jack) Byrne assunse il controllo della GEICO, convinse sia gli ispettori sia i rivali che il fallimento dell'azienda sarebbe stato un problema per l'intero settore. Il suo piano di salvataggio prevedeva un aumento di capitale, la stipula di un accordo assicurativo con altre compagnie per riassicurare parte delle attività GEICO, e un taglio deciso dei costi. Byrne la chiamò "Operazione rilancio", ed era un vero e proprio piano di battaglia per fare tornare in utile la società.

Nel primo anno, Byrne chiuse cento uffici, ridusse il personale da 7 mila a 4 mila unità e rinunciò alle licenze GEICO per operare in New Jersey e Massachusetts. Agli ispettori del New Jersey, Byrne disse che non avrebbe rinnovato le 250 mila polizze che alla compagnia costavano 30 milioni di dollari all'anno. Poi si disfò dei sistemi informatici che permettevano agli assicurati di rinnovare le polizze senza fornire informazioni aggiornate. Quando riuscì a ottenerle, Byrne scoprì che la compagnia stava rinnovando le polizze sottocosto del 9%: GEICO alzò i prezzi, e 400 mila assicurati decisero di non rinnovare. Complessivamente, gli interventi di Byrne ridussero il numero degli assicurati da 2,7 a 1,5 milioni, e da diciottesima compagnia assicuratrice del Paese la società diventò, in un anno, la trentunesima. Nonostante questo ridimensionamento, dopo avere perso 126 milioni nel 1976, la GEICO realizzò uno stupefacente utile di 58,6 milioni su 463 di entrate già nel 1977, il primo anno interamente sotto la responsabilità di Byrne.

Evidentemente, la spettacolare ripresa di GEICO era farina del suo sacco, e la sua risoluta politica di rigore nelle spese alimentò per anni e anni il recupero della GEICO. Byrne comunicò agli azionisti che la società avrebbe fatto ritorno alla sua missione originale di fornitrice di polizze low-cost, mentre i suoi rapporti documentavano con precisione la costante riduzione dei costi: nel 1981, quando GEICO era la settima maggiore compagnia assicuratrice del Paese, Byrne non aveva una sua segretaria personale, ma in condivisione con altri due dirigenti. Uno dei suoi vanti era che da cinquant'anni la società era in grado di gestire 378 polizze per ciascun dipendente. Durante gli anni di ristrutturazione, Byrne aveva sempre saputo essere un grande motivatore. Secondo Buffett, "Byrne è come l'allevatore di polli che butta un uovo di struzzo nel pollaio e dice alle galline: 'Signore mie, questo è quello che fa la concorrenza'".[11]

Nel corso degli anni, Byrne ha fedelmente riferito i progressi della GEICO, restando sempre egualmente trasparente verso gli azionisti anche in caso di cattive notizie. Nel 1985, la compagnia inciampò in gravi perdite. Nel rapporto sul primo trimestre agli azionisti, Byrne "paragonò i problemi della società a quelli di un pilota che comunica ai passeggeri 'la brutta notizia è che siamo perduti, la buona è che siamo perfettamente in orario'".[12] La società si riprese rapidamente, e l'anno

successivo registrò nuovamente un attivo dalla sottoscrizione delle polizze. Ma – cosa questa altrettanto importante – acquistò la meritata fama di azienda trasparente con i propri azionisti.

CRITERIO: RAZIONALITÀ

Nel corso della sua gestione della GEICO, Jack Byrne dimostrò sempre un comportamento lucido e razionale. Subito dopo la nomina, riorganizzò l'azienda in funzione di un incremento controllato, con il seguente ragionamento: meglio optare per una crescita lenta, che avrebbe permesso di monitorare scrupolosamente perdite e costi, che crescere a una velocità, per esempio, doppia, se questo significa perdere il controllo finanziario. Anche questa "crescita controllata" continuò a produrre utili per la GEICO, reinvestiti all'insegna della razionalità.

A partire dal 1983, gli investimenti redditizi cominciarono a scarseggiare, e la società cominciò a restituire gli utili agli azionisti: tra il 1983 e il 1992, GEICO riacquistò 30 milioni di azioni (post frazionamento), riducendo del 30% il flottante in titoli ordinari e al tempo stesso aumentando i dividendi erogati agli azionisti.

Nel 1980, i dividendi erano di 0,09 dollari per azione equivalente al post frazionamento, mentre nel 1992 erano arrivati a 0,60 dollari, con un aumento annuale del 21%.

CRITERIO: REDDITIVITÀ DEL CAPITALE

Nel 1980 la redditività del capitale della GEICO era del 30,8%, quasi il doppio della media del settore assicurativo. Alla fine del decennio, questa percentuale cominciò a diminuire, non per il ristagno delle attività ma perché il capitale aumentava più rapidamente degli utili. Da qui, in parte, la motivazione dei maggiori dividendi e del riacquisto delle azioni sul mercato, ai fini di ridurre il capitale e di mantenere un utile relativo accettabile.

CRITERIO: MARGINI DI PROFITTO

Ci sono diversi modi attraverso i quali gli investitori possono confrontare la redditività delle compagnie assicurative. Gli utili prima delle tasse sono uno degli indicatori migliori. Tra il 1983 e il 1992, gli utili prima delle tasse della GEICO sono stati i più regolari, con la minore deviazione standard rispetto a tutte le altre società del settore.

Come oggi abbiamo ben capito, GEICO prestò grande attenzione a tutti i costi, e monitorò da vicino le spese relative ai reclami e contenziosi. Nel corso di questo periodo, i costi aziendali, espressi percentualmente rispetto ai premi sottoscritti, restarono in media intorno al 15%, la metà della media del settore. In parte, questo dipendeva dal mancato costo degli agenti, che GEICO non utilizzava.

Il combined ratio tra costi aziendali e perdite tecniche fu nettamente migliore alla media del settore, che dal 1977 al 1992 superò la GEICO una sola volta, nel 1977. Da allora, il combined ratio dell'azienda è stato mediamente del 97,1%, superiore di oltre 10 punti percentuali alla media aziendale. GEICO registrò perdite tecniche solo due volte: nel 1985 e poi nuovamente nel 1992. La seconda fu amplificata dal numero insolito di disastri naturali che quell'anno colpì il Paese. Senza l'uragano Andrew e altre grandi calamità, il combined ratio della GEICO sarebbe stato del 93,8%.

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

Quando Buffett si apprestava ad acquistare la GEICO per Berkshire Hathaway, la società era vicina

al fallimento. Ciononostante, reputò che valesse la pena fare un investimento sostanzioso, per via della sua franchise assicurativa. Ciononostante, nel 1976 la mancanza di utili rendeva problematica la determinazione matematica del valore nel senso proposto da John Burr Williams, secondo cui il valore al tempo presente è il flusso di cassa scontato a un tasso adeguato. Anche così, nonostante le incertezze sulla liquidità futura della GEICO, Buffett era certo che la società sarebbe sopravvissuta e avrebbe prodotto utili. La questione aperta era quanto e quando.

Nel 1980, la Berkshire possedeva un terzo della GEICO, a fronte di un investimento di 47 milioni di dollari. Quell'anno il valore di mercato complessivo della GEICO era di 296 milioni e anche così Buffett valutò che esistesse un significativo margine di sicurezza. La compagnia realizzò 60 milioni di utili su introiti per 705 milioni e la quota di utili della Berkshire fu di 20. Secondo Buffett, "acquisire utili equivalenti in un business con analoghe caratteristiche economiche di pregio e prospettive positive, sarebbe costato almeno 200 milioni", o anche di più nel caso dell'acquisizione di una quota di controllo.[13]

Anche così, nel contesto della teoria del valore di Williams, l'ipotesi di Buffett dei 200 milioni è realistica: ipotizzando che GEICO fosse in grado di sostenere la produzione di 60 milioni di utili senza ricorrere a capitale aggiuntivo, il valore attuale della compagnia (nel senso di Williams), scontato del tasso di sconto dei buoni del tesoro USA a lungo termine dell'epoca (il 12%), sarebbe stato di 500 milioni, quasi il doppio del valore di mercato della GEICO. Se la società fosse stata in grado di aumentare i suoi utili potenziali del 2% annuo, o del 15% prima dell'inflazione, il valore corrente sarebbe aumentato fino a 600 milioni, e la quota Berkshire sarebbe stata di 200 milioni. In altre parole, nel 1980 il valore di mercato delle quote GEICO era meno della metà del suo valore scontato.

CRITERIO: LA REGOLA DEL DOLLARO

Tra il 1980 e il 1992 il valore di mercato della GEICO aumentò da 296 milioni a 4,6 miliardi: un aumento assoluto di 4,3 miliardi. Nel corso di questi tredici anni, gli utili furono di 1,7 miliardi e i titolari di azioni ordinarie ricevettero dividendi per 280 milioni, mentre 1,4 miliardi furono reinvestiti. Questo significa che per ogni dollaro accantonato, GEICO ha creato 3,12 dollari di valore di mercato per i propri azionisti. Questi risultati finanziari dimostrano non solo le prestazioni superiori del management della società, ma anche la sua abilità nel reinvestire il denaro degli azionisti a tassi ottimali.

Un'ulteriore testimonianza della superiorità finanziaria di GEICO è la seguente: per ogni dollaro investito nel 1980 nella GEICO, nel 1992 ottenevi 27,89 dollari, esclusi i dividendi. Si tratta di un sorprendente 29,3% di utile composto annuo, molto maggiore della media del settore e dell'indice S&P, entrambi intorno all'8,9% nel medesimo periodo.

Capital Cities/ABC

Cap Cities cominciò a operare nell'ambito dei media e della comunicazione. Nel 1954, il celebre giornalista Lowell Thomas, il suo agente Frank Smith e un gruppo di altri soci acquistarono la Hudson Valley Broadcasting Company, che all'epoca comprendeva una stazione televisiva e radiofonica di Albany, nello Stato di New York. In quegli anni, Thomas Murphy era responsabile della qualità presso Lever Brothers, e Frank Smith, che giocava a golf col padre di Murphy, lo assunse per gestire la rete televisiva. Nel 1957, la Hudson Valley acquisì una televisione di Raleigh-

Durham, in North Carolina, e il nome del gruppo diventò Capital Cities Broadcasting, con riferimento al fatto che sia Albany sia Raleigh erano le capitali dei rispettivi Stati.

Nel 1960 Murphy incaricò Dan Burke della gestione del canale televisivo di Albany: Burke era il fratello di Jim Burke, un compagno di corso di Murphy ad Harvard, che in seguito diventò presidente della Johnson & Johnson. Dan Burke era originario proprio di Albany e fu lasciato a capo della rete, mentre Murphy rientrò a New York, dove nel 1964 venne nominato presidente della Capital Cities. Fu così che cominciò una delle alleanze aziendali di maggior successo della storia economica americana.

Nel corso dei tre decenni successivi, Murphy e Burke amministrarono la Capital Cities e insieme realizzarono più di 30 acquisizioni nei media e nell'editoria, la più rilevante delle quali fu quella dell'ABC nel 1985.

Buffett conobbe Murphy alla fine degli anni Sessanta a New York, a una cena organizzata da un compagno di corso di Murphy. A quanto pare, Murphy fu colpito a tal punto da Buffett da invitarlo a entrare nel consiglio di Capital Cities.[14] Buffett rifiutò, ma i due diventarono grandi amici e, nel corso degli anni, non si persero mai di vista. Buffett investì per la prima volta in Capital Cities nel 1977; inspiegabilmente – ma con profitto – vendette la sua partecipazione l'anno successivo.

Nel dicembre del 1984, Murphy entrò in contatto con Leonard Goldenson, presidente dell'American Broadcasting Companies, con l'idea di fondere le due aziende. Sul momento dovette incassare un rifiuto, poi contattò nuovamente Goldenson nel gennaio del 1985. Dall'aprile di quell'anno la Federal Communications Commission (FCC) aveva aumentato il numero di reti televisive e stazioni radiofoniche che potevano essere controllate da una singola società, da sette a dodici a partire, e fu così che questa volta Goldenson accettò. All'epoca aveva settantanove anni e stava pensando a un successore. Anche se per la ABC c'erano diversi possibili candidati, secondo lui nessuno era veramente pronto o all'altezza. Murphy e Burke erano considerati i migliori manager del settore media e comunicazioni e, approvando una fusione con Cap Cities, Goldenson si assicurava che l'ABC sarebbe rimasta in mano a un management solido. L'American Broadcasting Companies affrontò il negoziato presentandosi con una schiera di costosi banchieri d'investimento, mentre Murphy – che era abituato a trattare sempre in prima persona i propri affari – portò con sé l'amico Warren Buffett. Insieme, misero a punto la prima vendita di un network televisivo, nonché la maggiore fusione della storia fino ad allora.

L'offerta di Cap Cities all'American Broadcasting Companies era un pacchetto complessivo di 121 dollari per azione dell'ABC (118 in contanti e un'opzione per l'acquisto di Capital Cities del valore di 3 dollari per azione). Si trattava del doppio del prezzo a cui veniva scambiato il titolo ABC il giorno prima dell'annuncio. Per finanziare quest'offerta da 3,5 miliardi, Capital Cities avrebbe preso in prestito 2,1 miliardi da un consorzio di banche, ceduto stazioni televisive e radiofoniche in eccesso per un valore di 900 milioni, e infine venduto alcune proprietà soggette a vincoli che un network televisivo non poteva mantenere, come per esempio l'infrastruttura della rete (i cavi), che venne ceduta alla Washington Post Company. Gli ultimi 500 milioni li mise Buffett. Secondo il suo accordo, la Berkshire Hathaway avrebbe acquistato tre milioni di azioni emesse appositamente da Cap Cities al prezzo di 172,50 dollari l'una. Murphy chiese nuovamente all'amico di sedere in consiglio d'amministrazione, e questa volta Buffett accettò.

CRITERIO: SEMPLICE E COMPRENSIBILE

Dopo più di dieci anni nel consiglio d'amministrazione della Washington Post Company, Buffett era più che in grado di comprendere fino in fondo le dinamiche economiche della televisione e dell'editoria di quotidiani e di periodici. Una familiarità che aumentò con l'acquisto della ABC da parte della Berkshire, nel 1978 e di nuovo nel 1984.

CRITERIO: UNA STORIA OPERATIVA COERENTE

Sia Capital Cities sia American Broadcasting Companies avevano una storia di utili operativi lunga almeno trent'anni. L'ABC vantava un utile sul capitale del 17%, e un 21% di debito sul capitale dal 1975 al 1984. Nei dieci anni precedenti l'offerta di acquisto all'ABC, Capital Cities aveva messo a segno un 19% di utile e un 20% di debito.

CRITERIO: PROIEZIONI DI LUNGO TERMINE FAVOREVOLI

I gruppi e i network radiotelevisivi sono caratterizzati da rese economiche felicemente al di sopra della media. Come i giornali, e sostanzialmente per il medesimo motivo, generano un considerevole goodwill, ovvero un valore d'avviamento. Una volta finanziata l'infrastruttura per le trasmissioni, le necessità di capitale d'investimento e di gestione sono trascurabili, e la voce "magazzino" è sostanzialmente nulla. Film e programmi possono essere acquistati a credito e regolati successivamente con gli introiti pubblicitari. Perciò, di norma, i gruppi radiotelevisivi producono utili percentualmente al di sopra della media rispetto al capitale impiegato e producono un surplus di cassa rispetto alle necessità operative.

Tra i rischi d'impresa compare la normativa statale, le trasformazioni tecnologiche e le variazioni nelle entrate pubblicitarie. I governi possono revocare le concessioni o negarne il rinnovo, ma sono eventi rari. Nel 1985 la televisione via cavo rappresentava un concorrente trascurabile per i grandi network e, anche se stava attirando a sé una parte del pubblico, la stragrande maggioranza dei telespettatori continuava a preferire la programmazione tradizionale. Non solo: nel corso degli anni Ottanta, l'investimento pubblicitario diretto a consumatori con ampia disponibilità di spesa cresceva in maniera significativamente più rapida del prodotto interno lordo del Paese e, per raggiungere un pubblico di massa, gli inserzionisti si affidavano ai grandi network. Agli occhi di Buffett, la redditività dei network, delle aziende radiotelevisive e dell'editoria era superiore alla media, e nel 1985 le prospettive di lungo termine erano altamente positive.

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

All'epoca, i 517 milioni della Berkshire in Capital Cities fu il maggior singolo investimento mai effettuato da Buffett, e come abbia esattamente determinato il valore combinato di Capital Cities e ABC è oggetto di speculazione: Murphy accettò di vendergli 3 milioni di azioni di Capital Cities/ABC a 172,50 dollari per azione, ma sappiamo bene che prezzo e valore spesso sono rappresentati da cifre diverse. Come ormai abbiamo imparato, la prassi di Buffett è quella di effettuare un acquisto solo in presenza di un sostanzioso margine di sicurezza tra il valore intrinseco dell'azienda e il prezzo d'acquisto. Ma nel caso di Capital Cities/ABC, per sua stessa ammissione, venne meno a questo principio.

Scontando l'offerta di Buffett di 172,50 per azione al 10% (approssimativamente, la resa dei buoni del governo USA a trent'anni nel 1985), e moltiplicando il risultato per 16 milioni di azioni (il flottante di Cap Cities era di 13 milioni, a cui aggiungere i 3 milioni emessi direttamente a Buffett), il

valore a quel tempo dell'azienda avrebbe dovuto essere di 276 milioni. Gli utili netti di Capital Cities nel 1984, dopo svalutazione e Capex erano di 122 milioni, e quello di ABC di 320 milioni, per un valore combinato di 442 milioni. Ma la società risultante sarebbe stata pesantemente indebitata: i 2,1 miliardi che Murphy avrebbe dovuto trovare sarebbero costati 220 milioni all'anno di interessi, il che avrebbe portato l'utile potenziale approssimativamente a 200 milioni.

C'erano poi anche altre considerazioni. Era leggendaria la fama dell'abilità di Murphy nell'aumentare il flusso di cassa delle aziende acquistate semplicemente agendo sulle spese; i margini operativi di Capital Cities erano del 28%, quelli di ABC dell'11%. Se Murphy fosse riuscito ad aumentare quest'ultimo di un terzo, portandolo al 15%, ci sarebbero stati altri 125 milioni di dollari all'anno. Il valore per azione di una società da 325 milioni di dollari e un flottante di 16 milioni di azioni scontate del 10% era di 203 dollari, con un margine di sicurezza del 15% rispetto al prezzo d'acquisto di Buffett di 172,50 dollari. "Non sono certo che lassù Ben mi stia applaudendo" fu la sua uscita, riferendosi a Ben Graham.[15]

Il margine di sicurezza accettato da Buffett poteva essere aumentato sotto determinate ipotesi. Secondo lui, l'opinione corrente del periodo su giornali, riviste o canali televisivi era che queste proprietà sarebbero riuscite ad aumentare perennemente i propri utili del 6% all'anno senza alcuna necessità di nuovo capitale.[16] Il motivo, spiegava, era che le esigenze di Capex erano ridotte al minimo. Questo permetteva di pensare alle entrate come a freely distributed earnings (utili liberamente ridistribuiti, NdT). Questo significa che la proprietà di una Media Company sarebbe titolare di una rendita perpetua del 6% annuo, per il futuro prevedibile e senza alcuna necessità di investire ulteriore capitale. Confrontiamola ora, suggerisce Buffett, con una società che può crescere solo attraverso reinvestimenti continui. Per diventare titolari di una Media Company che produce utili per un milione, e dalla quale ci si aspetta una rendita del 6%, argomenta Buffett, è ragionevole essere disposti a sborsare 25 milioni (un milione diviso il tasso "a rischio zero" del 10%, meno il 6% di crescita). Un'altra attività col medesimo utile di un milione, ma che non può crescere senza reinvestire il capitale, varrebbe semplicemente 10 milioni (un milione diviso il 10%).

Se applichiamo questa lezione di finanza a Cap Cities, vediamo che il suo valore era aumentato da 203 a 507 dollari per azione, producendo cioè un margine di sicurezza del 66% rispetto al prezzo di 172,50 dollari che Buffett era stato disposto a pagare. Naturalmente, in queste ipotesi ci sono un sacco di "se". Murphy sarebbe riuscito a vendere quella parte della fusione Capital Cities/ABC per 900 milioni? (Sappiamo che, in realtà, alla fine ne ricavò 1,2 miliardi) Sarebbe riuscito ad aumentare i margini operativi dell'American Broadcasting Companies? Avrebbe potuto fare affidamento con continuità sulla crescita degli introiti pubblicitari?

La capacità di Buffett di ricavare un margine di sicurezza consistente in Capital Cities fu ostacolata da diversi fattori. In primo luogo, il prezzo delle azioni era cresciuto nel corso degli anni.Murphy e Burke avevano svolto un lavoro eccellente nella gestione della società e, semplicemente, la quotazione lo rifletteva. Perciò, a differenza della GEICO, Buffett non era in grado di acquistare Cap Cities a prezzo d'occasione a causa di una stagnazione temporanea delle attività. Il mercato azionario nel suo complesso, inoltre, era andato crescendo con continuità, e questo non aiutava. Ancora, dal momento che si trattava di una secondary stock offering (un'offerta per il mercato secondario, NdT), per Cap Cities Buffett fu costretto ad accettare un prezzo vicino a quello di scambio.

Se sul fronte del prezzo c'erano motivi di disappunto, il rapido apprezzamento di quelle stesse azioni fu motivo di grande soddisfazione. Venerdì 15 marzo 1985, la quotazione del titolo Capital Cities era di 176 dollari; lunedì pomeriggio, il 18 marzo, la società comunicò che avrebbe acquistato l'American Broadcasting Companies. Il giorno successivo, alla chiusura del mercato, la quotazione del titolo Capital Cities era di 202,75 dollari: un aumento del 15% in quattro giorni. Il guadagno di Buffett fu di 90 milioni, mentre l'accordo non fu chiuso prima del gennaio 1986.

Il margine di sicurezza di Buffett per Capital Cities fu notevolmente inferiore a quello di altre acquisizioni. Perché allora decise di procedere comunque? La risposta è Tom Murphy. Se non fosse stato per lui, ammise Buffett, non avrebbe investito nell'azienda: il suo margine di sicurezza era Murphy. Capital Cities/ABC era un affare eccezionale, del tipo che affascina Buffett, ma c'era qualcosa di speciale anche in Murphy. "Warren adora Tom Murphy", ha dichiarato John Byrne, "anche solo lavorare con lui è motivo di interesse [per Buffett]".[17]

La filosofia aziendale di Cap Cities era il decentramento. Murphy e Burke assumevano il miglior personale possibile, lasciandolo poi libero di fare il proprio lavoro: tutte le decisioni venivano prese a livello locale e, all'inizio del suo rapporto con Murphy, Burke se ne rese conto rapidamente. Quando gestiva la rete televisiva di Albany, Burke spediva aggiornamenti settimanali a Murphy, che non rispondeva mai. Alla fine Burke capì l'antifona, e Murphy gli promise che "non verrò mai ad Albany a meno che non mi inviti, o debba licenziarti".[18] Murphy e Burke mettevano a punto insieme i budget annuali delle rispettive società e analizzavano i risultati operativi su base trimestrale. Con queste due sole eccezioni, ci si aspettava che i manager gestissero i rispettivi incarichi come se ne fossero i titolari. "Ai nostri manager chiediamo molto" ha scritto Murphy.[19]

Un'altra cosa che ci si aspettava dai manager di Capital Cities era il controllo dei costi. Quando non lo svolgevano adeguatamente, Murphy non ci pensava due volte a farsi coinvolgere. Quando Capital Cities acquistò ABC ci fu un bisogno disperato della sua abilità nel tagliare i costi. I network tendono a ragionare in termini di ascolti e non di utili e, da questo punto di vista, qualsiasi cosa si rendesse necessaria per aumentare il rating aveva la precedenza sulla valutazione dei costi. Questa mentalità cessò bruscamente all'arrivo di Murphy: anche grazie all'istituzione di apposite commissioni selezionate con grande cura presso l'ABC, Murphy tagliò personale, benefit e spese in generale. Circa 1.500 persone ricevettero generose indennità di fine rapporto e lasciarono il lavoro. La sala riunioni e l'ascensore privato della dirigenza furono chiusi. Fu ceduta anche la limousine dell'ABC Entertainment di Los Angeles, che era stata usata per trasportare Murphy durante il suo primo giro per le sedi del gruppo. Al secondo giro prese un taxi.

Questo tipo di acuta consapevolezza dell'importanza dei costi di gestione era una sorta di filosofia di vita a Capital Cities. La WPVI, la rete televisiva di Philadelphia del gruppo, la numero uno in città, aveva 100 dipendenti, contro i 150 della sua omologa CBS. Prima dell'arrivo di Murphy all'ABC, la società utilizzava 60 persone per gestire le sue cinque reti. Poco dopo l'acquisizione da parte di Cap Cities, sei persone gestivano otto reti. La WABC-TV di New York aveva 600 dipendenti e produceva un utile del 30% prima delle imposte. Dopo la ristrutturazione di Murphy, la rete impiegava 400 persone con un utile prima delle imposte di circa il 50%. Solitamente, una volta risolta una "crisi dei costi", Murphy si affidava a Burke per la gestione ordinaria: il suo compito era concentrarsi sulle acquisizioni e la gestione degli asset degli azionisti.

CRITERIO: L'IMPERATIVO ISTITUZIONALE

Le dinamiche economiche alla base delle media company e dei network televisivi assicuravano a Cap Cities un futuro di introiti generosi. Se aggiungiamo l'eccellenza di Murphy nel controllo dei conti, otterremo risultati travolgenti. Dal 1988 al 1992 Cap Cities ha generato 2,3 miliardi di liquidità libera da ogni vincolo e, con una risorsa del genere a disposizione, pochi manager avrebbero resistito alla tentazione di spendere, fare acquisizioni ed espandere l'ambito aziendale. Anche Murphy non si astenne dall'acquistare alcune attività, e nel 1990 spese 61 milioni per alcune piccole aziende, nonostante secondo lui all'epoca il mercato del settore fosse troppo caro.

Nella pianificazione dello sviluppo di Cap Cities le acquisizioni sono sempre state molto importanti, e Murphy è stato senza sosta alla ricerca dell'acquisto giusto, restando tuttavia ostinatamente fedele al suo principio di non pagare mai qualcosa al di sopra del proprio valore. Col suo colossale flusso di cassa, Cap Cities avrebbe potuto fagocitare facilmente altre proprietà nell'ambito delle telecomunicazioni ma, come riferito da *BusinessWeek*, "a volte Murphy attende anni prima di trovare l'azienda giusta. Non ha mai chiuso un accordo solo perché aveva le risorse per farlo".[20] Murphy e Burke erano anche consapevoli che il settore dei media era ciclico e che un acquisto effettuato con un eccessivo ricorso al debito avrebbe reso inaccettabile il rischio per gli azionisti. "Murphy non ha mai chiuso un accordo che almeno uno dei due ritenesse pericoloso" ha dichiarato Burke.[21]

Una società che incassa più di quanto possa reinvestire in maniera conveniente nelle sue attività può scegliere di acquistare crescita, ridurre l'indebitamento o distribuire il denaro agli azionisti. Dal momento che Murphy non era orientato a pagare i prezzi di mercato per altre aziende, decise di ridurre il debito e di ricomprare azioni. Nel 1986, dopo l'acquisizione dell'ABC, il debito complessivo a lungo termine di Cap Cities era di 1,8 miliardi di dollari, mentre il rapporto tra debito e capitale era del 48,6%. La liquidità disponibile ammontava a 16 milioni. Nel 1992, il debito era calato a 964 milioni e il rapporto debito/capitale era sceso al 20%. Non solo: la liquidità era salita a 1,2 miliardi, cosa che rendeva la società sostanzialmente priva di debiti.

Il rischio d'impresa di Cap Cities fu notevolmente ridotto dalla razionalizzazione operata da Murphy sui suoi bilanci, e quanto passò a fare successivamente ne aumentò il valore.

CRITERIO: LA REGOLA DEL DOLLARO

Dal 1985 al 1992 il valore di mercato di Cap Cities/ABC crebbe da 2,9 a 8,3 miliardi. In questo periodo l'azienda non distribuì 2,7 miliardi in utili, producendo quindi 2,01 dollari di valore di mercato per ciascun dollaro reinvestito. Questi risultati sono notevoli se consideriamo che nel 1990-1991 la società si trovò ad affrontare sia un drastico calo di utili, sia la diminuzione del proprio valore intrinseco in seguito ad alcune trasformazioni epocali nel settore radiotelevisivo. Nonostante ciò, l'investimento della Berkshire in Capital Cities/ABC salì da 517 milioni a 1,5 miliardi, con un interesse composto del 14,5% annuo, superiore sia a quello della CBS sia all'indice S&P.

CRITERIO: RAZIONALITÀ

Nel 1988 Cap Cities annunciò di avere autorizzato il riacquisto di un massimo di due milioni di proprie azioni, l'11% del flottante della società. Nel 1989 versò altri 233 milioni per riacquistare 533 mila azioni al prezzo medio di 445 dollari, cioè 7,3 volte il suo flusso di cassa operativo, contro prezzi di altre società del settore di circa 10-12 volte i rispettivi flussi di cassa. L'anno successivo, fu la volta di altre 926 mila azioni al prezzo di 477 dollari, cioè 7,6 volte il flusso di cassa

operativo. Nel 1992 la pratica del riacquisto proseguì con 270 mila azioni al prezzo medio di 434 dollari l'una, cioè 8,2 volte il flusso di cassa. Il prezzo pagato per se stessi, continuava a sottolineare Murphy, era ancora inferiore a quello di altri gruppi che lui e Burke consideravano interessanti. Nel periodo 1988-1992 Cap Cities acquistò complessivamente un milione 953 mila azioni, per un investimento di 866 milioni di dollari.

Nel novembre 1993, la società annunciò la partecipazione a un'"asta olandese" (asta al ribasso, NdR) per l'acquisto di un massimo di due milioni di titoli a prezzi variabili tra 590 e 630 dollari per azione. La Berkshire partecipò all'asta conferendo un milione di azioni sui tre in suo possesso.

Questa semplice mossa scatenò le speculazioni più selvagge: il gruppo non era forse in grado di individuare un'acquisizione adeguata e si stava forse mettendo in vendita da sola? Con la vendita di un terzo della sua partecipazione, Buffett si stava forse ritirando dalla società? Cap Cities negò tutte queste voci e si diffuse la convinzione che, se l'azienda fosse stata effettivamente in vendita, Buffett non avrebbe messo a disposizione azioni che in quel caso avrebbero sicuramente raggiunto un prezzo maggiore. Alla fine, Cap Cities/ABC riacquistò 1,1 milioni di azioni – uno dei quali dalla Berkshire – al prezzo medio di 630 dollari. Buffett fu in grado di distribuire 630 milioni senza danneggiare il mercato del titolo Cap Cities e restando il maggior azionista, col suo 13% del flottante.

Nel corso degli anni, Buffett fu testimone di innumerevoli affari, ma secondo lui Cap Cities era la miglior società quotata in Borsa del Paese. Per dimostrarlo, quando effettuò il suo investimento conferì diritto integrale di voto per gli undici anni successivi a Murphy e a Burke, finché l'uno o l'altro avessero continuato a lavorare per il gruppo. E se questo non bastasse a dimostrare la considerazione nella quale Buffett teneva i due, basti pensare a questa sua dichiarazione: "Tom Murphy e Dan Burke non sono solo grandi manager, ma anche esattamente il tipo di marito che vi piacerebbe trovare per vostra figlia".[22]

Coca-Cola Company

Nell'autunno del 1988 Donald Keough era presidente di Coca-Cola Company, e non poté fare a meno di notare che qualcuno stava acquistando in massa azioni della società. Appena un anno prima, c'era stato il grande crash del mercato azionario e il titolo si vendeva al 25% in meno rispetto al massimo pre-crisi. Ma ormai il prezzo aveva toccato il fondo e stava risalendo, perché "qualche misterioso investitore stava mandando giù quote come noccioline". Quando Keough scoprì che quel broker all'origine di tutto veniva dal Midwest, pensò immediatamente al suo amico Warren Buffett e gli diede un colpo di telefono: "Ciao, Warren, come va? Per caso, stai comprando azioni Coca-Cola?". Buffett restò un attimo in silenzio, poi rispose: "Si dà il caso di sì, ma ti sarei grato se tenessi la cosa per te finché non sarò io ad annunciarlo".[23]

Se fosse circolata la voce che Warren Buffett stava acquistando azioni Coca-Cola, ci sarebbe stata una corsa agli acquisti, con un aumento del titolo prima che fosse riuscito a consolidare la quota della Berkshire. Nella primavera del 1989, gli azionisti della Berkshire Hathaway appresero che Buffett aveva speso 1,02 miliardi di dollari in azioni di Coca-Cola. L'investimento corrispondeva a un terzo del portafoglio della Berkshire in cambio del 7% della società: si trattava del singolo maggior investimento di sempre, e già a Wall Street si stavano grattando la testa, perplessi. Buffett aveva pagato cinque volte il valore nominale, e più di 15 volte rispetto agli utili: quindi una sorta di premio al mercato azionario per una società vecchia di un secolo che vendeva una bibita gassata. Che cosa aveva visto il mago di Omaha che era sfuggito agli altri? Coca-Cola è la prima azienda

produttrice di bevande al mondo, vende più di 500 diverse varietà di bibite gassate e in quasi 200 Paesi in tutto il mondo. Di queste 500, 15 sono marchi miliardari: Coca-Cola, Diet Coke, Fanta, Sprite, Vitaminwater, Powerade, Minute Maid, Simply, Georgia e Dell Valle. Il legame tra Buffett e la Coca-Cola risale alla sua infanzia: aveva bevuto la sua prima Coca all'età di cinque anni e, come spiego nel Capitolo 1, poco dopo cominciò la sua prima attività imprenditoriale acquistando sei barattoli di Coca per 25 centesimi per rivenderli a 5 centesimi l'uno. Per i cinquant'anni successivi aveva osservato la crescita fenomenale del marchio e dell'azienda, ma aveva preferito acquistare laboratori tessili, grandi magazzini e attrezzature per l'agricoltura. Ancora nel 1986, quando annunciò ufficialmente che Cherry Coke sarebbe diventata la bevanda ufficiale dei raduni annuali della Berkshire Hathaway, Buffett non possedeva nemmeno un'azione di Coca-Cola. Fu solo due anni dopo, nell'estate del 1988, che cominciò ad acquistarne.

CRITERIO: SEMPLICE E COMPRENSIBILE

L'ambito di attività di Coca-Cola è relativamente semplice. La società acquista prodotti e beni indifferenziati, li lavora producendo un concentrato che viene ceduto agli imbottigliatori, i quali lo combinano con altri ingredienti. Gli imbottigliatori vendono poi il prodotto finito ai dettaglianti, come minimarket, supermercati e distributori automatici di bibite. Rifornisce anche di vari tipi di concentrati i ristoranti e le catene di fast-food, che li vendono ai clienti sotto forma di bibite al bicchiere.

CRITERIO: UNA STORIA OPERATIVA COERENTE

Nessuna società può vantare una storia operativa anche solo lontanamente confrontabile con quella di Coca-Cola. L'attività iniziò nel 1886, con la commercializzazione di un singolo prodotto. Oggi, quasi centotrent'anni dopo, Coca-Cola vende la medesima bibita, più alcune altre. L'unica differenza significativa consiste nella dimensione e nell'estensione geografica dell'azienda.

All'alba del XX secolo, la società lavorava attraverso 10 commessi viaggiatori che coprivano tutti gli Stati Uniti, smerciando 116.492 galloni (circa 650 mila litri) di sostanza all'anno, con vendite complessive per 148 mila dollari. A cinquant'anni dagli inizi, le vendite erano arrivate a 207 milioni di fusti all'anno (dopo il passaggio da bottiglia a fusto). "Sarebbe davvero difficile" osserva Buffett "citare una qualsiasi altra società paragonabile a Coca-Cola che, come Coca-Cola, vende sempre il medesimo prodotto".[24] Oggi, con 1,7 miliardi di bibite vendute ogni giorno, la Coca-Cola Company è il marchio globale numero uno nel campo delle bibite, del caffè preconfezionato, dei succhi di frutta e delle bevande in genere.

CRITERIO: PROIEZIONI DI LUNGO TERMINE FAVOREVOLI

Poco dopo l'annuncio dell'acquisizione, da parte della Berkshire, del 6,3% della Coca-Cola Company, Buffett fu intervistato da Melissa Turner, una giornalista finanziaria dell'*Atlanta Constitution*. Tra le domande, una gli veniva rivolta spesso: perché non aveva acquistato molto prima quote della società? In risposta, Buffett spiegò come la pensava al momento di prendere la decisione.

"Supponiamo che lei voglia andarsene via per dieci anni, e che voglia fare un investimento ora, sapendo tutto quello c'è da sapere in questo momento, ma sapendo anche che non potrà fare nulla finché sarà lontana. Che cosa deciderebbe di fare?" Ovviamente, si parlava di un investimento

semplice sotto ogni suo punto di vista, che avrebbe dovuto possedere una forte coerenza di conduzione e sviluppo nel corso della sua storia precedente e nel quale, naturalmente, le proiezioni di lungo termine sarebbero dovuto risultare le migliori possibili. “Se io dovessi fare una scelta del genere, in termini di affidabilità, di direzione e area di sviluppo del mercato – intendo, in tutto il mondo – non mi verrebbe in mente niente di confrontabile con la Coca”, riassumeva Buffett, “sarei relativamente certo che al mio ritorno starebbero facendo un sacco di affari in più di quanti ne stiano facendo ora”.[25]

Ma perché acquistare in quel particolare momento? Per come le descrive Buffett, le caratteristiche dell’attività di Coca-Cola sono state le stesse per decenni. Ad attirarlo, dichiarò, erano stati alcuni cambiamenti intervenuti nel corso degli anni Ottanta sotto la gestione dell’amministratore delegato Roberto Goizueta e del presidente Donald Keough.

Cambiamenti critici e dovuti da tempo. Per Coca-Cola gli anni Settanta erano stati grigi. Il decennio era stato segnato da controversie con gli imbottigliatori, accuse di abusi da parte di lavoratori immigrati nelle piantagioni Minute Maid della società, contestazioni ambientaliste contro i container di Coca-Cola, accusati di contribuire al problema sempre maggiore dell’inquinamento ambientale e critiche da parte della Federal Trade Commission di violazione dello Sherman Antitrust Act da parte del sistema di franchise esclusivo dell’azienda. C’erano problemi anche a livello internazionale. Il boicottaggio arabo della Coca, iniziato con la concessione di un franchising israeliano, distrusse anni d’investimenti. Il Giappone, dove la bibita stava crescendo alla velocità maggiore, fu una sorta di campo di battagli di errori aziendali: le bottiglie da 0,75 litri esplodevano, letteralmente, sugli scaffali e, oltre a questo, i consumatori giapponesi contestavano all’azienda l’uso di un colorante artificiale a base di catrame minerale nella bevanda “Fanta Grape”. Quando fu sviluppata una nuova versione con autentiche bucce d’uva, la bibita cominciò a fermentare e venne scaricata in mare nella baia di Tokyo.

In quel periodo, Coca-Cola era più un’azienda frammentata e reattiva che una autentica innovatrice che dettava gli standard del settore. Nonostante i suoi problemi, continuava a produrre utili per milioni di dollari, ma invece di reinvestirli nel proprio mercato, Paul Austin – nominato amministratore nel 1971 dopo essere stato presidente fin dal 1962 – decise di diversificare l’attività. Investì così in progetti marini – come per esempio allevamenti di molluschi, nonostante i ridotti margini di profitto – e acquistò un’azienda vinicola. Gli azionisti si opposero fieramente, sostenendo che la Coca-Cola non doveva essere associata al consumo di alcol e, per disinnescare le critiche Austin, investì cifre senza precedenti in campagne promozionali.

Intanto, Coca-Cola produceva utili per capitale del 20%, ma i margini prima delle imposte perdevano colpi. Il valore di mercato alla fine del periodo di declino della Borsa del 1974 era di 3,1 miliardi di dollari. Sei anni dopo, era circa 4 miliardi. In altre parole, dal 1974 al 1980 il valore di mercato era cresciuto a una media annua del 5,6%, notevolmente al di sotto dell’indice S&P: per ogni dollaro trattenuto dall’azienda in quei sei anni, aveva prodotto solo 1,02 dollari di valore di mercato.

I problemi furono accentuati dall’atteggiamento intimidatorio e inavvicinabile di Austin.[26] Anche sua moglie Jeane ebbe un’influenza perturbante sulle attività aziendali: riarredò la sede centrale con elementi di arte moderna mandando in pensione le classiche illustrazioni di Norman Rockwell, e utilizzò persino un jet aziendale durante i suoi viaggi per l’acquisto di oggetti d’arte. Ma fu il suo ultimo ordine a provocare la caduta del marito.

Nel maggio del 1980, la signora Austin proibì ai dipendenti l'accesso al parco aziendale durante l'ora di pranzo. La motivazione erano gli scarti del cibo, che attiravano i piccioni sui prati perfettamente mantenuti. L'umore dei lavoratori toccò il suo minimo storico: Robert Woodruff, patriarca 91enne dell'azienda, che l'aveva gestita dal 1923 al 1955 e che ancora presiedeva il comitato finanziario, aveva visto anche troppo e pretese le dimissioni di Austin, che fu sostituito da Roberto Goizueta.

Goizueta era cresciuto a Cuba ed era il primo amministratore delegato straniero del gruppo. Aperto ed espansivo almeno quanto Austin era chiuso e imperscrutabile, uno dei suoi primi interventi fu quello di riunire i maggiori 50 manager dell'azienda per un meeting a Palm Springs, in California. "Ditemi cosa non va" disse a tutti, "voglio sapere tutto e una volta che sarà sistemato, voglio la vostra lealtà al 100%. Se qualcuno non è soddisfatto, troveremo un buon accordo e ci saluteremo".[27] Da quell'incontro nacque la "Strategia per gli anni Ottanta" dell'azienda, un documento di alcune migliaia di battute che descriveva gli obiettivi aziendali di Coca-Cola.

Goizueta incoraggiava i suoi manager a correre rischi ponderati: voleva che Coca-Cola fosse propositiva, invece di reagire alle iniziative altrui. Cominciò tagliando i costi e impose che qualsiasi attività di Coca-Cola ottimizzasse gli utili in proporzione agli asset, tutte iniziative che si tradussero immediatamente in un aumento dei margini di profitto.

Criterio: grandi margini di profitto

Nel 1980 gli utili prima delle tasse erano solo il 12,9%: erano in caduta da cinque anni e nettamente al di sotto del 18% del 1973. Nel solo primo anno di Goizueta salirono al 13,7% e, nel 1988, quando Buffett acquistò le sue quote in Coca-Cola, erano arrivati al record del 19%.

Criterio: redditività del capitale

Nel suo documento "Strategia per gli anni Ottanta" Goizueta insisteva sulla necessità che l'azienda si ritirasse da qualsiasi attività che non avesse una redditività accettabile. Qualsiasi nuovo progetto avrebbe dovuto dimostrare di avere un potenziale di crescita e di sviluppo tale da giustificare l'investimento. Coca-Cola non era più interessata a lottare per delle quote in un mercato ristagnante. "Le regole del gioco sono sempre quelle: aumentare gli utili per azione e quindi per capitale" dichiarava Goizueta.[28] Alle parole seguirono le azioni: le attività vinicole furono dismesse e cedute a Seagram's nel 1983.

Il rispettabilissimo 20% raggiunto dall'azienda non colpiva particolarmente Goizueta che pretendeva risultati migliori. E Coca-Cola prontamente glieli diede: nel 1988, la redditività aveva raggiunto il 31%.

Secondo ogni ragionevole criterio, la Coca-Cola di Goizueta stava raddoppiando e triplicando i risultati finanziari della gestione di Austin, e i risultati si riflettevano sul valore di mercato dell'azienda, che nel 1980 era di 4,1 miliardi di dollari. Alla fine del 1987, anche dopo il crollo della Borsa di ottobre, il valore della Coca-Cola era arrivato a 14,1 miliardi: in soli sette anni, era aumentato al tasso annuo del 19,3%. Per ogni dollaro reinvestito in quel periodo, Coca-Cola aveva prodotto 4,66 dollari di valore di mercato.

Criterio: trasparenza

La strategia di Goizueta per gli anni Ottanta teneva in conto gli azionisti. "Nel corso del prossimo

decennio, ci dedicheremo integralmente ai nostri azionisti e alla protezione e promozione del loro investimento" aveva scritto, "e proprio per riconoscere al loro investimento un utile superiore alla media, dobbiamo scegliere linee di attività che generino margini superiori all'inflazione".[29]

Non solo Goizueta doveva allargare l'attività dell'azienda: doveva anche aumentare il valore azionario. Per farlo, Coca-Cola aumentò i margini di profitto e di redditività del capitale, riuscendo a pagare dividendi e al tempo stesso a ridurre il rapporto dividendi corrisposti/utile netto. Nel corso degli anni Ottanta, i dividendi agli azionisti aumentarono del 10% all'anno, mentre il rapporto rispetto agli utili diminuiva dal 65% al 40%. Questo permise all'azienda di reinvestire una maggiore percentuale degli utili per sostenere la crescita, senza deludere gli azionisti.

Sotto la guida di Goizueta la missione aziendale divenne finalmente limpida e trasparente: l'obiettivo primario del management era la massimizzazione del valore azionario nel tempo. A tal fine, la società si concentrò sul ramo dei "soft-drink", che garantiva margini elevati: in caso di successo, avrebbe prodotto immediatamente un aumento del flusso di cassa, della redditività e in definitiva degli utili riconosciuti agli azionisti.

Criterio: razionalità

L'aumento della liquidità non solo permise a Coca-Cola di aumentare i dividendi, ma anche di avviare il suo primo programma in assoluto di riacquisto. Nel 1984, Goizueta annunciò che la società avrebbe riacquistato 6 milioni di azioni sul mercato, una mossa razionale solo se il valore intrinseco dell'azienda è superiore a quello di mercato. Le trasformazioni avviate da Goizueta, e soprattutto l'importanza da lui riposta nell'aumento degli utili agli azionisti, suggerirono a Buffett che Coca-Cola era giunta a quel punto di svolta.

Criterio: l'owner earning

Nel 1973, l'owner earning (entrate al netto delle imposte, più ammortamenti meno il Capex) era di 152 milioni. Nel 1980 era arrivato a 262 milioni, con un tasso di crescita composto dell'8%. Dal 1981 al 1988, invece, passò da 262 a 828 milioni, con un tasso di crescita composto del 17,8%.

Questa crescita ebbe subito un riflesso sul prezzo di mercato di Coca-Cola, cosa che fu particolarmente evidente se analizzata su un periodo decennale. Dal 1973 al 1982, la redditività crebbe a un tasso annuale medio del 6,3%. Nei dieci anni successivi, dal 1983 al 1992, quando le strategie di Goizueta furono applicate in pieno, la redditività annuale media del titolo fu del 31,1%.

Criterio: l'imperativo istituzionale

Arrivando a Coca-Cola, una delle prime iniziative di Goizueta fu di liberarsi di tutte le attività sviluppate da Paul Austin che non erano legate al "core business" dell'azienda: vendere beveraggi. Era una chiara dimostrazione della capacità di Coca-Cola di resistere all'imperativo istituzionale.

Ridurre l'azienda a un'attività mono-prodotto fu sicuramente una mossa azzardata, e a rendere la strategia di Goizueta ancora più coraggiosa fu questa stessa decisione, presa in un periodo durante il quale nel settore tutti gli altri stavano facendo l'esatto contrario. Diverse altre società di punta investivano gli utili in rami d'azienda totalmente diversificati: come per esempio l'Anheuser-Busch, che con i profitti derivanti dalla birra acquistò partecipazioni in parchi a tema. O Brown Forman, un produttore e distributore di vino e alcolici che investì in articoli di porcellana, cristallo, argento e valigeria: tutte attività con redditività molto inferiori. La Seagram Company, Ltd., un gruppo globale

che commerciava in vino e alcolici, comprò gli Universal Studios. La Pepsi, la principale concorrente diretta di Coca-Cola, comprò marche di snack (Frito-Lay), e catene di ristorazione, come Taco Bell, Kentucky Fried Chicken e Pizza Hut.

È importante capire come non solo le decisioni di Goizueta riportarono l'azienda sul suo prodotto principale e maggiormente importante, ma riuscirono a riallocarne le risorse economiche nella sua attività più proficua. Vendere bibite ha una redditività di gran lunga superiore a quella delle altre attività e quindi la società stava reinvestendo i profitti in ciò che poteva garantirle maggiori utili.

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

Quando Buffett acquistò Coca-Cola nel 1988, tutti si domandarono: "Dov'è il suo vero valore?". Il prezzo del titolo era 15 volte gli utili e 12 volte la liquidità, superiori del 30% e del 50% alle medie di mercato. Buffett pagò cinque volte il valore nominale per una società con un rendimento del 6,6% in un periodo nel quale i titoli di Stato a lungo termine fruttavano il 9%. Il punto è che era deciso a farlo a causa dello straordinario livello di goodwill della Coca. La società realizzava un buon 31% di utili impiegando relativamente poco capitale d'investimento. Come già spiegato, secondo Buffett il prezzo di un titolo non ha nulla a che vedere col suo valore: quello di Coca-Cola, come di qualsiasi altra società, si determina calcolando l'owner earning atteso nel corso della vita dell'attività, scontato a un tasso d'interesse adeguato.

Nel 1988, l'owner earning della Coca-Cola era di 828 milioni. I buoni del Tesoro USA a trent'anni (identificati con l'investimento a rischio-zero) all'epoca fruttavano il 9%, il che fornisce un valore di 9,2 miliardi. Al momento dell'acquisto da parte di Buffett, il valore di mercato era 14,8 miliardi. A prima vista, questo sembra suggerire che Buffett abbia pagato la società più del suo valore, ma non dobbiamo dimenticare che 9,2 miliardi sono il valore scontato dell'owner earning di Coca-Cola all'epoca. Se gli acquirenti erano disposti a pagare un prezzo superiore del 60% a 9,2 miliardi, questo voleva dire che parte del valore era costituito dal potenziale di crescita nel futuro.

Analizzando l'azienda, scopriamo che l'owner earning dal 1981 al 1988 era cresciuto a un tasso annuo del 17,8%, ben superiore al tasso a rischio-zero. Quando questo succede, gli analisti ricorrono a un modello di sconto in due fasi che permette di calcolare gli utili futuri nel momento in cui una società esibisce una crescita fuori dall'ordinario per un numero limitato di anni, seguiti da un periodo di crescita costante a tassi inferiori.

Possiamo usare questo metodo per calcolare il valore della liquidità della società nel 1988. Come abbiamo detto, l'owner earning era di 828 milioni: supponendo che Coca-Cola fosse riuscita ad aumentarlo del 15% all'anno per i dieci anni successivi (un'ipotesi plausibile, visto che si tratta di una velocità di crescita inferiore a quella media nei sette anni precedenti), al decimo anno l'owner earning sarebbe stato di 3,349 miliardi. Supponiamo poi che, a partire dall'undicesimo anno, la crescita annua fosse rallentata al 5%: usando un tasso di sconto del 9% (il buono a lungo termine del Tesoro USA), possiamo ricalcolare il valore intrinseco della Coca-Cola nel 1988 e trovare che era di 48,377 miliardi.

Naturalmente possiamo ripetere l'esercizio con ipotesi diverse sui tassi di crescita. Per esempio, con il 12% annuo di aumento dell'owner earning per dieci anni, seguito dal 5%, il valore presente della società scontato del 9% diventa di 38,163 miliardi. Al 10% per dieci anni e, successivamente, al 5%, otteniamo 32,497 miliardi. E anche supponendo che Coca-Cola cresca soltanto al tasso costante del 5%, il valore della società sarebbe comunque di 20,7 miliardi.

CRITERIO: ACQUISTARE CON UN MARGINE SIGNIFICATIVO RISPETTO AL VALORE

Nel giugno 1988, il prezzo di Coca-Cola era di circa 10 dollari ad azione (adeguato al frazionamento). Nel corso dei 10 mesi successivi, Buffett acquistò 93 milioni 400 mila azioni, per un investimento complessivo di 1,023 miliardi, al prezzo medio di 10,96 dollari ad azione. Alla fine del 1989, Coca-Cola rappresentava il 35% del portafoglio di azioni ordinarie della Berkshire.

Dall'inizio della gestione Goizueta, nel 1980, la quotazione del titolo era aumentata ogni anno e, nei cinque anni precedenti all'acquisto delle prime quote, da parte di Buffett, l'apprezzamento medio annuale era stato del 18%. L'andamento era talmente buono che Buffett non riuscì a trovare azioni a prezzo scontato, ma anche così andò avanti a testa bassa. Come non smette mai di ricordarci, il prezzo non ha nulla a che vedere col valore.

Nel 1988 e 1989, durante l'acquisto di Buffett, il prezzo di mercato di Coca-Cola era mediamente di 15,1 miliardi di dollari. Le stime di Buffett sul suo valore andavano però da 20,7 miliardi (nell'ipotesi di crescita al 5% dell'owner earning) a 32,4 miliardi (ipotesi di crescita al 10%), fino ad arrivare a 38,1 miliardi (crescita al 12%). Il margine di sicurezza di Buffett – la differenza tra il prezzo pagato e il valore intrinseco – sarebbe stato come minimo un prudentissimo 27%, che poteva arrivare addirittura al 70%.

Secondo Buffett, non si può acquistare attività migliore di quella che sul lungo periodo è in grado di investire quantità sempre maggiori di capitale con tassi di utile elevati e sostenibili. Di nuovo, secondo Buffett, questa era la descrizione perfetta della Coca-Cola: e dieci anni dopo l'investimento della Berkshire, il valore di mercato era cresciuto da 25,8 a 143 miliardi. Nello stesso periodo di tempo, la società aveva prodotto 26,9 miliardi di utili, distribuito agli azionisti 10,5 miliardi di dividendi e reinvestito per 16,4 miliardi. Per ogni dollaro trattenuto e reinvestito, l'azienda aveva creato 7,20 dollari di valore di mercato. Nel 1999, l'investimento originale di 1,023 miliardi valeva 11,6 miliardi. La stessa quantità di denaro investita secondo l'indice S&P avrebbe prodotto un valore di 3 miliardi.

General Dynamics

Nel 1990 la General Dynamics era il secondo più importante fornitore della Difesa, dopo la McDonnell Douglas Corporation. La General Dynamics produceva sistemi missilistici (Tomahawk, Sparrow, Stinger e altri modelli di punta), oltre a sistemi di difesa aerea e aerei come l'F-16 per le forze armate USA. Nel 1990, la società aveva realizzato vendite per più di 10 miliardi, ma nel 1993 erano crollate a 3,5 miliardi. Nonostante ciò, il valore azionario nel medesimo periodo era aumentato di sette volte.

Nel 1989 era caduto il Muro di Berlino, annunciando la fine della lunga e costosa Guerra Fredda. Il 1991 vide il collasso del Comunismo in Unione Sovietica. Come in passato, dopo altre vittorie ottenute a caro prezzo, gli Stati Uniti si ritrovavano a dover rimodellare l'imponente concentrazione delle proprie risorse militari: con la fine della Guerra Fredda, l'industria militare affrontava un'importante riorganizzazione.

Nel gennaio del 1991, la General Dynamics nominò amministratore William Anders. La quotazione del titolo era a un minimo storico di 19 dollari e, inizialmente, Anders cercò di convincere Wall Street che anche con un budget militare in contrazione la società meritava una miglior quotazione.

Nella speranza di rimuovere il tipo di incertezza finanziaria che tipicamente rende diffidenti gli analisti, Anders iniziò la sua opera di ristrutturazione: tagliò il Capex e le spese di ricerca e di

sviluppo per un miliardo di dollari, ridusse il personale di migliaia di unità e istituì un programma di incentivi ai dirigenti parametrizzato sulla quotazione del titolo. Non ci volle molto affinché Anders si rendesse conto che l'industria militare era cambiata in profondità e che, per ottenere il successo che andava cercando, la General Dynamics avrebbe dovuto prendere iniziative molto più drastiche: semplicemente, non ci sarebbero state abbastanza commesse da parte della Difesa, e il minor budget federale avrebbe richiesto un ridimensionamento della società, una diversificazione in attività non militari o un controllo quasi monopolistico degli ordini disponibili.

CRITERIO: L'IMPERATIVO ISTITUZIONALE

Nell'ottobre del 1991, Anders commissionò uno studio sull'industria militare le cui conclusioni facevano riflettere: quando un'industria militare acquisisce attività non legate alla difesa, si riscontra un tasso di fallimenti dell'80%. Finché l'intero settore fosse stato appesantito dall'attuale potenziale di sovrapproduzione, nessuna delle società che vi operavano sarebbe stata efficiente. Anders ne concluse che la General Dynamics avrebbe dovuto razionalizzare le proprie attività, quindi decise di conservare solo quelle che (1) incontravano un'accettazione da parte del mercato dei propri prodotti franchise e (2) erano in grado di raggiungere la massa critica, cioè quell'equilibrio tra ricerca, sviluppo e capacità produttiva che genera economie di scala e forza finanziaria. In assenza di massa critica, l'attività sarebbe stata liquidata.

Inizialmente, Anders pensava che la General Dynamics dovesse concentrarsi sui suoi quattro settori d'intervento tradizionali: sottomarini, carri armati, aeronautica e sistemi spaziali. Si trattava di attività leader sul mercato, e Anders pensava che sarebbero rimaste redditizie anche in condizioni di contrazione della spesa per la difesa. Gli altri settori sarebbero stati venduti. Così, nel novembre del 1991, la General Dynamics vendette Data Systems a Computer Sciences per 200 milioni di dollari; l'anno successivo, cedette Cessna Aircraft a Textron per 600 milioni, e il settore missilistico a Hughes Aircraft per 450 milioni. In meno di sei mesi, aveva incassato 1,25 miliardi vendendo attività non fondamentali.

I movimenti di Anders risvegliarono Wall Street. Il titolo General Dynamics aumentò del 112%, ma fu la successiva mossa di Anders ad attirare l'attenzione di Buffett. Forte degli introiti recenti, Anders annunciò che l'azienda avrebbe prima coperto le esigenze della liquidità corrente, per poi passare a ridurre l'esposizione, così da consolidare la posizione finanziaria. Abbattuto il debito, la General Dynamics generava ancora utili in eccesso rispetto alle proprie necessità: sapendo che aumentare la produttività non avrebbe avuto senso in una situazione di spese per la difesa in contrazione, e che la diversificazione in settori diversi era con ogni probabilità destinata al fallimento, Anders decise di distribuire la liquidità in eccesso agli azionisti. Nel luglio 1992, secondo i termini dell'asta olandese, la General Dynamics acquistò 13,2 milioni di azioni a un prezzo variabile tra 65,37 e 72,25 dollari, riducendo di colpo il flottante di un sorprendente 30%.

La mattina del 22 luglio 1992, Buffett chiamò Anders per comunicargli che la Berkshire aveva acquistato 4,3 milioni di azioni della General Dynamics. Gli disse anche era rimasto colpito dall'azienda, e che aveva acquistato il titolo come forma di investimento. In settembre, Buffett assicurò al consiglio d'amministrazione della General Dynamics una procura per l'assemblea degli azionisti della Berkshire, finché Anders fosse rimasto amministratore unico.

CRITERIO: RAZIONALITÀ

Di tutti gli acquisti di azioni ordinarie della Berkshire, nessuno produsse più confusione del caso General Dynamics. Non aveva alcuna delle caratteristiche delle precedenti operazioni di Buffett: non era un'azienda "semplice e comprensibile", non aveva una storia coerente di prestazioni positive, e non possedeva particolari prospettive di lungo termine Inoltre, operava in un settore che non solo era controllato dal Governo (il 90% delle vendite proveniva da contratti governativi), ma si stava anche contraendo. La General Dynamics aveva margini di profitto ridicoli, e utili sul capitale nettamente inferiori alla media. Inoltre, il suo possibile flusso di cassa futuro non era stimabile. Come poteva quindi Buffett stabilirne il valore? La risposta è che inizialmente Buffett non acquisì la General Dynamics come una voce di lungo termine del portafoglio azionario ordinario, ma come un'occasione di arbitrage, quindi le normali considerazioni finanziarie non erano applicabili.

"Con la General Dynamics fummo fortunati" ha scritto Buffett, "non mi ero mai occupato molto dell'azienda prima dell'estate di quell'anno, quando annunciò il riacquisto del 30% delle quote in seguito all'asta. Ci vidi l'occasione per un arbitrage e cominciai a comprare azioni per la Berkshire, con l'idea di proporre poi i nostri titoli con un po' di margine".[30] Poi però cambiò idea. Il piano originale era stato di offrire le quote Berkshire all'asta olandese. "Poi però cominciai a studiare l'azienda" ricorda Buffett, "e i risultati di Bill Anders nel breve periodo che ne era stato alla guida. E quello che vidi mi fece strabuzzare gli occhi. Era chiaro che Bill stava seguendo una strategia lucida e razionale; era concentrato e animato da un senso di necessità nel portarla avanti e i risultati erano davvero notevoli".[31] Buffett abbandonò le sue idee di arbitrage sulla General Dynamics e decise invece di diventarne un azionista di lungo termine.

L'investimento che fece nell'azienda fu una sorta di omaggio alla capacità di Bill Anders di resistere all'imperativo istituzionale. Anche se i critici hanno osservato che Anders avrebbe in realtà smantellato un grande gruppo, l'interessato sostiene di avere semplicemente monetizzato un valore non ancora realizzato. Al suo arrivo nel 1991, il titolo General Dynamics era trattato al 60% in meno rispetto al valore nominale, e nei dieci anni precedenti la società aveva distribuito agli azionisti un interesse annuo composto del 0%, rispetto al 17% delle altre dieci società operanti nel settore della difesa, e al 17,6% dell'indice S&P. Buffett la vide quindi come un'azienda trattata molto al di sotto del suo valore nominale, ma che generava liquidità e che stava avviando un programma di dismissioni. Inoltre – soprattutto – il management era nettamente orientato alla tutela dell'azionista.

All'inizio sembrava che le divisioni aeree e dei sistemi spaziali sarebbero state conservate, ma Anders decise di cedere anche quelle. Le produzioni aeronautiche furono cedute alla Lockheed, che all'epoca era in società con la General Dynamics e Boeing per lo sviluppo dell'F-22, un modello di caccia tattico di nuova generazione. Le quote erano di un terzo per ciascuno e acquistando la divisione aeronautica della General Dynamics la Lockheed acquisì anche il settore ormai maturo dell'F-16, passando a due terzi nella società con Boeing. Il ramo dei sistemi spaziali fu ceduto a Martin Marietta, produttore della famiglia Titan di vettori per il lancio di veicoli spaziali. Le due vendite produssero un introito di 1,72 miliardi per la General Dynamics.

Registrata l'abbondante liquidità, anche questa volta la società la girò agli azionisti e, nell'aprile 1993, fu distribuito un dividendo speciale di 20 dollari per azione. In luglio fu la volta di un altro dividendo speciale di 18 dollari, mentre in ottobre fu di 12. Complessivamente, quell'anno l'azienda distribuì 50 dollari per azione in dividendi speciali, aumentando il dividendo trimestrale da 0,40 a 0,60 dollari per azione. Dal luglio 1992 alla fine del 1993, a fronte dell'investimento iniziale di 72 dollari per azione, la Berkshire ricevette 2,60 dollari in dividendi ordinari, 50 in dividendi speciali,

e vide il titolo aumentare fino a 103 dollari: si trattava di un rendimento del 116% in 18 mesi. Non deve quindi stupire che in quel periodo la General Dynamics non solo ebbe prestazioni migliori di quelle del settore, ma anche sonoramente superiori a quelle dell'indice S&P.

Wells Fargo & Company

Se General Dynamics fu l'investimento che destò maggiori perplessità tra osservatori e analisti, quello della Wells Fargo & Company fu certamente il più controverso. Nell'ottobre del 1990, Buffett annunciò che la Berkshire aveva acquisito 5 milioni di azioni della banca Wells Fargo, investendo 289 milioni a una media di 57,88 dollari per azione. In questo modo era diventata l'azionista principale, con il 10% del flottante ordinario.

All'inizio dello stesso anno, il titolo Wells Fargo veniva scambiato fino a 86 dollari per azione; questo avveniva prima che gli investitori cominciassero ad abbandonare le banche e le casse di risparmio californiane: temevano che la recessione che stava attanagliando la Costa Ovest avrebbe indotto perdite nel mercato dei mutui legati al settore immobiliare. La Wells Fargo era la più esposta nel ramo, e gli investitori cominciarono a vendere le loro partecipazioni, subito seguiti dagli speculatori di breve, che aumentarono la pressione al ribasso. L'interesse a breve dell'obbligazione Wells Fargo schizzò in alto del 77% nel solo mese di ottobre; più o meno in quel periodo Buffett cominciò ad acquistare quote della banca.

Nei mesi seguenti l'annuncio della Berkshire, lo scontro per la Wells Fargo diventò un incontro tra pesi massimi. In un angolo Buffett, con la sua scommessa da 289 milioni di dollari che la banca avrebbe aumentato il proprio valore. Nell'altro angolo, i venditori di breve termine i quali, col titolo che già aveva perso il 49% in quel solo anno, scommettevano su ulteriori ribassi. I fratelli Feshbach, i maggiori speculatori del Paese, scommisero contro Buffett: "Wells Fargo è come un kamikaze" scrisse Tom Barton, un gestore finanziario di Dallas che lavorava per i Feshbach, "sarebbe eccessivo considerarla candidata al fallimento ma possiamo pensarla come una teenager".[32] Con questo Barton voleva dire che la quotazione era scesa sotto i 20 dollari. Buffett "è famoso per il suo fiuto nel trovare grandi occasioni e come investitore sul lungo periodo" dichiarò George Salem, un analista di Prudential Securities, ma "la California potrebbe diventare un altro Texas".[33] Il riferimento di Salem era ai fallimenti bancari occorsi in Texas nel periodo di calo dei prezzi dell'energia. Buffett "non dovrà preoccuparsi ancora per molto su chi spenderà la sua fortuna" disse John Liscio a *Barron's*, "non se continua a grattare così il fondo del barile del mercato azionario".[34]

Buffett conosceva bene le dinamiche economiche delle banche. Nel 1969, la Berkshire Hathaway aveva acquisito il 98% dell'Illinois National Bank and Trust Company. Prima che nel 1979, in ottemperanza al Bank Holding Act, la Berkshire dismettesse queste partecipazioni, Buffett includeva vendite e utili del ramo bancario nei rapporti annuali della Berkshire. Se Jack Ringwalt aveva aiutato Buffett a districarsi tra le sottigliezze del ramo assicurativo, fu Gene Abegg – all'epoca presidente dell'Illinois National Bank – a introdurlo al business delle banche. Apprese che una banca è redditizia se eroga mutui in maniera responsabile e limita i costi. "Per esperienza, sappiamo che il manager in un'impresa dai costi gestionali elevati è particolarmente abile nel trovare nuove voci da aggiungere alle spese generali" commentava Buffett, "mentre quello di un'attività con margini di manovra ristretti, solitamente, prosegue nella sua abitudine di contenimento dei costi, anche quando questi sono già al di sotto di quelli della concorrenza. E in questo, nessuno è mai stato meglio di Gene Abegg".[35]

Criterio: proiezioni di lungo termine favorevoli

Wells Fargo non è Coca-Cola. Per esempio, è difficile immaginare circostanza nelle quali quest'ultima, come attività commerciale, potrebbe fallire. Per le banche è diverso: esistono circostanze che vedono le banche fallire, cosa che in diverse occasioni succede. Secondo Buffett, la maggior parte di questi casi può essere ricondotta a errori della dirigenza, tipicamente quanto vengono concessi finanziamenti che nessun banchiere ragionevole prenderebbe mai in considerazione. Quando gli asset sono 20 volte il capitale, cosa non rara nel settore bancario, una qualche imprudenza manageriale che coinvolga una parte anche piccola di questi può distruggere il capitale della banca.

Ma anche così non è impossibile che le banche costituiscano un buon investimento. Se i manager fanno il loro lavoro, la banca può arrivare a generare un 20% di utile sul capitale. Anche se meno di quanto può arrivare a fare Coca-Cola, è comunque superiore alla redditività media della maggior parte delle imprese. Se sei una banca, non è necessario essere sempre i numeri uno, spiega Buffett. Quello che conta è la gestione degli asset, delle sofferenze e dei costi. Come già le assicurazioni, le banche forniscono una sorta di bene indifferenziato e, come abbiamo già visto in quest'ambito, i comportamenti del management spesso sono la cosa più importante. E Buffett era convinto di avere portato a casa una specie di dream team. "Credo che con la Wells Fargo" dichiara ancora oggi, "abbiamo ottenuto i migliori dirigenti del settore, e cioè Carl Reichardt e Paul Hazen. Da tanti punti di vista, la loro combinazione mi ricorda quella di Tom Murphy e Dan Burke in Capital Cities/ABC. Ciascuna di queste due coppie è superiore alla somma delle parti".[36]

Criterio: razionalità

Quando nel 1983 diventò presidente della Wells Fargo, Carl Reichardt trasformò di una banca inerte in un'attività redditizia. Fino al 1990, Wells Fargo aveva prodotto utili medi dell'1,3% sugli asset e del 15,2% sul capitale. Nel 1990, la situazione era mutata: con i suoi 56 miliardi di dollari in asset, Wells Fargo era diventata la decima banca del Paese.

Come molti altri manager stimati da Buffett, Reichardt agiva razionalmente: gestiva la Wells Fargo a beneficio dei suoi azionisti, pur senza avere promosso programmi di riacquisto del titolo o avere erogato dividendi particolari. Come Tom Murphy di Capital Cities/ABC, era circondato da un'aura leggendaria quando si trattava di controllare i costi e, una volta che questi erano stati messi sotto controllo, non si cullava sugli allori e si metteva costantemente alla ricerca di nuovi modi per aumentare gli utili.

Una delle possibili misure dell'efficienza operativa di una banca è il rapporto tra le spese operative (cioè esclusi gli interessi sul debito), e gli utili al netto degli interessi.[37] Secondo quest'indice, l'efficienza della Wells Fargo era superiore del 20-30% rispetto a quella di First Interstate o della Bank of America. Reichardt gestiva la Wells Fargo come un imprenditore: "Cerchiamo di gestire questa banca come un'azienda" dichiarava, "Due più due fa quattro, non sette od otto".[38]

Quando nel 1990 Buffett acquistò la Wells Fargo, la banca chiuse l'anno con la maggior percentuale di mutui immobiliari rispetto a qualsiasi altra grande banca del paese: i 14,5 miliardi di dollari in mutui immobiliari erano cinque volte il capitale. A causa della recessione sempre più grave in California, gli analisti ritenevano che una gran parte dei prestiti commerciali avrebbero procurato problemi finanziari: fu questo che provocò il calo del titolo in Borsa tra il 1990 e il 1991.

In seguito al crollo della *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC), gli ispettori bancari cominciarono a passare rigorosamente al setaccio il portafoglio mutui di Wells Fargo e imposero alla banca di accantonare 1,3 miliardi in riserve per mutui inesatti nel 1991, e altri 1,2 miliardi per il 1992. Siccome le riserve venivano accantonate su base trimestrale, gli investitori cominciarono a farsi sempre più diffidenti a ogni successivo aggiornamento. Invece di accantonare le riserve tutte in una volta, la banca distribuì gli accantonamenti in due anni, e gli investitori cominciarono a domandarsi se si sarebbe mai vista la luce in fondo al tunnel del problema dei mutui.

Dopo l'annuncio dell'acquisto della Wells Fargo da parte di Berkshire, il titolo salì per un breve periodo, raggiungendo i 98 dollari nel 1991 e distribuendo alla Berkshire un utile di 200 milioni. Ma nel giugno del 1991 la banca annunciò un altro accantonamento e il titolo crollò di 13 punti in soli due giorni, fermandosi a 74 dollari. Anche se si riprese leggermente nel quarto trimestre, fu chiaro che per le riserve della Wells Fargo avrebbe dovuto attingere agli utili e, dopo un altalenarsi di rialzi e ribassi, l'investimento della Berkshire si avviava al pareggio. "Avevo sottovalutato sia la gravità della recessione in California sia i problemi immobiliari della banca" confessò poi Buffett.[39]

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

Nel 1990, la Wells Fargo realizzò utili per 711 milioni, con un aumento del 18% rispetto al 1989. L'anno successivo, a causa degli accantonamenti, gli utili scesero a 21 milioni. Un anno dopo ancora, risalirono a 283 milioni. Comprensibilmente c'è un rapporto di proporzionalità inversa tra gli utili di una banca e gli accantonamenti prudenziali a copertura delle eventuali perdite, ma se questi ultimi venissero omessi dal conto economico della Wells Fargo, ci troveremmo davanti a un'azienda con un dinamismo potenziale per gli utili. Dal 1983 l'utile al netto degli interessi della banca era cresciuto a un tasso dell'11,3%, mentre quello lordo – comprensivo di spese per investimenti, trust income (reddito fiduciario, NdT), spese per i depositi – al 15,3%. Non contando gli accantonamenti eccezionali del 1991 e 1992, la banca avrebbe realizzato circa un miliardo di dollari di utile.

Il valore di una banca dipende dagli utili netti sommati alla proiezione futura dei guadagni come attività continuativa. Quando Berkshire Hathaway iniziò ad acquistare Wells Fargo, gli utili dell'anno precedente erano stati di 600 milioni. Il rendimento medio dei titoli di Stato USA a trent'anni nel 1990 era circa dell'8,5%. Restando prudenti, possiamo scontare i 600 milioni di utile della Wells Fargo nel 1989 al 9%, e valutare la banca 6,6 miliardi. Se anche non avesse guadagnato un soldo oltre i 600 milioni l'anno nel corso dei trent'anni successivi, il valore sarebbe rimasto almeno pari a 6,6 miliardi. Nel 1990, Buffett pagò il titolo 58 dollari per azione e con un flottante di 52 milioni di azioni, questo voleva dire comprare la banca per circa 3 miliardi, con uno sconto del 55% sul suo valore.

Naturalmente il cuore della controversia Wells Fargo era se la banca avesse conservato una qualche potenzialità di formazione dell'utile al netto di tutti i suoi problemi collegati ai mutui. Gli speculatori a breve sostenevano di no. Buffett il contrario: sapeva che l'operazione non era esente da rischi e argomentava l'acquisto in questo modo: "Le banche californiane corrono il rischio di un terremoto su larga scala, che potrebbe eventualmente mettere in ginocchio i beneficiari e in definitiva le banche erogatrici". E proseguiva: "Un secondo rischio è intrinseco: la possibilità di una contrazione del mercato o di panico finanziario così elevato da mettere a rischio le attività che fanno pesantemente ricorso al debito, pur se ben gestite".[40] Buffett aveva stimato come "bassa" la probabilità che entrambe le circostanze si verificassero contemporaneamente, ma anche così restava

una fonte di rischio: "Al momento il timore maggiore è che i prezzi sul mercato immobiliare della Costa Ovest crollino a causa di eccesso di offerta (eccesso di nuove costruzioni), aprendo grosse voragini negli istituti bancari che hanno finanziato l'espansione. In qualità di 'grande prestatore' immobiliare, la Wells Fargo viene percepita come particolarmente vulnerabile".[41]

Buffett sapeva che la Wells Fargo realizzava un miliardo di utili all'anno prima delle imposte, dopo uscite per circa 300 milioni in mutui inesigibili. Immaginò che se il 10% dei 48 miliardi di mutui della banca (non solo quelli commerciali: tutti i mutui) fossero diventati problematici nel 1991 producendo perdite, tra cui gli interessi, per circa il 30% del capitale erogato, la Wells Fargo avrebbe pareggiato. Stimò quindi che questa eventualità era improbabile: anche se la banca non avesse prodotto utili per un anno, non sarebbe stato un problema. "La Berkshire adora acquisire attività" disse, "o investire in progetti che non fanno utili per un anno ma da cui ci si può aspettare un 20% sul capitale".[42] L'appetibilità della banca aumentò quando Buffett riuscì ad acquistarne delle quote al 50% di sconto sul valore.

"Le attività bancarie non devono necessariamente essere un cattivo investimento, anche se spesso si rivelano tali. Il punto è che i banchieri non dovrebbero fare sciocchezze, come spesso fanno".[43] Secondo Buffett, la definizione di prestito rischioso è un prestito concesso da un banchiere stupido. "È tutta una questione di scommettere sul management" aggiungeva Charlie Munger, "siamo convinti di riuscire a sistemare le cose meglio e più in fretta degli altri".[44] La scommessa della Berkshire pagò: alla fine del 1993, la quotazione del titolo era di 137 dollari.

American Express Company

"Sono convinto che una famigliarità consolidata nel tempo con un'azienda e i suoi prodotti aiuti molto nella sua valutazione" ha sempre sostenuto Buffett.[45] Con la sola eccezione di vendere bottiglie di Coca-Cola a cinque centesimi, consegnare il *Washington Post* a domicilio, e raccomandare ai clienti del padre di comprare azioni della GEICO, il rapporto di Buffett con l'American Express è il più vecchio che con ogni altra società della Berkshire. Come ricorderete, alla metà degli anni Sessanta la Buffett Limited Partnership investì il 40% del proprio capitale in American Express, poco dopo i problemi che questa aveva avuto con lo scandalo dell'olio. Trenta anni più tardi, la Berkshire aveva accumulato il 10% delle azioni, per un totale di 4,1 miliardi di dollari.

CRITERIO: UNA STORIA OPERATIVA COERENTE

Anche dopo una serie di trasformazioni, American Express è sostanzialmente la stessa attività acquistata a suo tempo da Buffett con il suo primo studio. Le divisioni erano tre. "Travel Related Services" ("servizi da viaggio", o TRS), che emette la carta di credito American Express e gli American Express Travelers Cheques, rappresentava circa il 72% delle vendite. "American Express Financial Advisors" (già "IDS Financial Services") era la divisione di pianificazione, assicurazione e investimenti finanziari e contribuiva alle vendite per il 22%. L'American Express Bank copriva il restante 6% delle attività. Tradizionalmente, aveva la funzione di rappresentare la carta di credito su base locale, con una sua rete di 87 sportelli in 37 Paesi in tutto il mondo.

American Express Travel Related Services è ancora oggi un'affidabile produttore di utili, ha sempre generato un owner earning di tutto rispetto e ha permesso di finanziare la crescita della società.

Ma quando un'azienda produce più denaro di quanto le serva per la gestione ordinaria, diventa anche un banco di prova per la capacità del management di utilizzare il surplus in maniera responsabile. Alcuni manager lo superano, investendo solo lo stretto necessario e restituiscono il resto alla proprietà, aumentando i dividendi o riacquistandone le azioni. Altri non riescono a resistere all'imperativo istituzionale e trovano sempre nuove modalità per spendere e ampliare l'impero aziendale. Malauguratamente, era stato questo il caso di American Express per diversi anni, durante la gestione di James Robinson.

L'idea di Robinson era di usare l'avanzo di liquidità della TRS per acquistare attività e trasformare quindi American Express in una specie di gigante dei servizi finanziari. L'IDS si rivelò un investimento redditizio, mentre l'acquisto della Shearson-Lehman fu una grossa delusione. Non solo la Shearson non era in grado di finanziare le proprie attività, ma richiese anche sempre più liquidità dalla TRS. Nel tempo, Robinson finì con l'investire nella Shearson 4 miliardi. Fu questo insostenibile drenaggio finanziario a spingerlo a contattare Buffett. All'inizio, la Berkshire acquistò 300 milioni di dollari in azioni privilegiate: cominciò limitando il suo investimento a questa modalità, finché le cose non fossero migliorate e una gestione più razionale non l'avesse convinto a diventare un normale azionista.

CRITERIO: RAZIONALITÀ

Non era un segreto che il gioiello della corona fosse rappresentato dalla celebre carta di credito. Quello che sembrava mancare era un management che padroneggiasse e gestisse adeguatamente le dinamiche economiche del settore: una consapevolezza che maturò nel 1992, quando Robinson diede le dimissioni e Harvey Golub divenne amministratore unico. Golub, indovinando il giusto approccio alle cose nel rapporto con Buffett, cominciò a usare termini come "franchise" e "brand value" a proposito dell'American Express. Il compito immediato di Golub era di rafforzare la consapevolezza del marchio da parte di TRS, e di "puntellare" la struttura finanziaria di Shearson-Lehman in previsione di una cessione.

Nel corso dei due anni successivi, Golub avviò la liquidazione degli asset di American Express con le prestazioni peggiori, ripristinandone la redditività. Nel 1992, Golub dichiarò un'offerta pubblica per la First Data Corporation (la divisione di servizi informatici), che procurò ad American Express un introito netto di un miliardo di dollari. L'anno successivo fu la volta della cessione a Mellon Bank di The Boston Company, la divisione finanziaria del gruppo, per 1,5 miliardi. Poco dopo, Shearson-Lehman fu divisa in due rami d'azienda distinti: le attività al consumo vennero cedute, mentre Lehman Brothers fu scorporata e offerta agli azionisti American Express con un'assegnazione di quote esentasse, ma non prima che Golub gli strappasse un ultimo miliardo di dollari.

Nel 1994, American Express cominciava a ritornare redditizia: le risorse dell'azienda erano saldamente poste al riparo di TRS, e il compito del management era quello di farne "l'azienda di servizi più prestigiosa al mondo" Ogni comunicazione proveniente dall'azienda sottolineava il grande valore di franchise del nome "American Express", e persino IDS Financial Services fu rinominata "American Express Financial Advisors".

Ora che tutto era al posto giusto, Golub fissò gli obiettivi finanziari dell'azienda: aumentare gli utili per azione dal 12% al 15% annuo, e portare l'utile sul capitale dal 18% al 20%. Nel settembre del 1994, American Express emanò un comunicato che dimostrava chiaramente la lucidità del nuovo

management: subordinando il tutto alle condizioni di mercato, il consiglio d'amministrazione autorizzava il riacquisto di 20 milioni di azioni ordinarie. Pura musica per le orecchie di Buffett.

Durante l'estate del 1994, Buffett convertì le azioni privilegiate di American Express possedute dalla Berkshire in azioni ordinarie. Entro la fine dell'anno, ne controllava per 27 milioni, pagate mediamente 25 dollari l'una. Completato in autunno il piano di riacquisto dei titoli, la primavera successiva American Express annunciò l'ulteriore riacquisto di 40 milioni di azioni, circa l'8% del flottante sul mercato.

Si trattava ormai di una società profondamente trasformata. Dopo essersi liberata della Shearson-Lehman e delle sue pesanti necessità di capitale, American Express era tornata nelle condizioni di produrre un abbondante flusso di liquidità: per la prima volta, l'azienda aveva più azioni e più denaro delle proprie necessità. Apprezzando moltissimo questi cambiamenti, Buffett aumentò drasticamente la partecipazione della Berkshire, e per il marzo 1995 aveva aggiunto al portafoglio altri 20 milioni di azioni, portando la quota Berkshire a poco meno del 10%.

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

Sin dal 1990, le passività a lungo termine, come gli ammortamenti, erano quasi equivalenti alle acquisizioni di terreni, immobili e attrezzature. Quando queste voci passive corrispondono più o meno alle uscite liquide, l'owner earning si avvicina all'utile netto. Ma a causa delle alterne vicende dalla società, è difficile calcolare il tasso di crescita dell'owner earning dell'American Express, e in una situazione del genere è meglio optare per una proiezione di crescita prudente.

Per la fine del 1994, l'owner earning rifletteva i risultati netti delle dismissioni del 1993 ed equivaleva a circa 1,4 miliardi. Come detto, l'obiettivo di Golub era di aumentare gli utili per azione dal 12% al 15%. Ipotizzando un aumento del 10% per i dieci anni successivi, seguiti da una crescita residuale del 5% in quelli seguenti (decisamente al di sotto delle previsioni del management), e scontando gli utili al 10% (una percentuale molto prudente, alla luce dell'8% dei buoni del Tesoro USA a trent'anni), il valore intrinseco dell'American Express era stimabile in 43,4 miliardi di dollari, cioè 87 dollari per azione. Se la società fosse riuscita a crescere del 12%, il valore avrebbe sfiorato i 50 miliardi, cioè 100 dollari per azione. Secondo la valutazione più prudente, Buffett stava acquisendo l'American Express a uno sconto del 70% sul suo valore intrinseco, con un notevole margine di sicurezza.

IBM - International Business Machines

Quando nell'ottobre 2011 Buffett annunciò durante un'intervista alla CNBC che la Berkshire Hathaway aveva acquistato quote dell'IBM, sono certo che alcuni azionisti si grattarono la testa perplessi. Dopotutto, si trattava della stessa persona che aveva più volte dichiarato di non essere interessato a investire in aziende tecnologiche. "Potrei anche passare tutto l'anno prossimo a pensare alla tecnologia e continuerei a non essere il centesimo, ma neanche il millesimo o il milionesimo esperto del Paese nell'analizzare questo tipo di investimento" ha dichiarato una volta.[46]

Quello che impediva a Buffett di occuparsi di società hi-tech non era il fatto che non le capisse, ma che lo capisse fin troppo bene. Il suo problema era la difficoltà a prevederne le entrate: l'innovazione e il cambiamento costante sono intrinseci al settore e rendono molto breve la vita di ogni possibile franchise. Buffett riusciva a vedere un futuro in cui c'erano Coca-Cola, Wells Fargo, American Express, Johnson & Johnson, Procter & Gamble, Kraft Foods e Wal-Mart, e a vederlo con

una certa sicurezza. Un futuro con Microsoft, Cisco, Oracle, Intel e – così pensavamo tutti – IBM era semplicemente troppo imprevedibile. Ma alla fine del 2011, Berkshire Hathaway aveva acquistato 63,9 milioni di azioni IBM, equivalenti a circa il 5,4% dell'azienda. Era una mossa coraggiosa, da 10,8 miliardi, il singolo maggior acquisto per un singolo titolo mai effettuato da Buffett.

CRITERIO: RAZIONALITÀ

Quando nel rapporto annuale 2011 Buffett presentò l'affare IBM agli azionisti della Berkshire, molti avranno pensato che li aspettava un corso accelerato sui vantaggi competitivi sulle eccellenze dell'IBM nell'industria dell'informazione. Ricevettero invece una sorta di dispensario in pillole sui meriti del riacquisto delle azioni ordinarie e su quali fossero, nel lungo termine, considerazioni intelligenti su questa strategia aziendale.

L'intervento di Buffett cominciò così: "Come tutti gli analisti sanno, Lou Gerstner e Sam Palmisano hanno svolto un lavoro superbo nel portare l'IBM dal quasi fallimento di vent'anni fa all'attuale posizione di rilievo. Si tratta di un successo operativo straordinario".[47] È difficile immaginare che vent'anni fa la secolare IBM fosse sull'orlo del baratro, ma nel solo 1992 aveva perso 5 miliardi, la cifra maggiore mai persa in un singolo anno da un'azienda USA. L'anno dopo Lou Gerstner fu chiamato a rivoltare l'azienda come un guanto. Nel suo libro *Who Says Elephants Can't Dance?* (HarperCollins, New York 2002) Gerstner ha delineato le sue strategie, tra cui la vendita di tecnologie hardware con margini di profitto ridotti e lo spostamento dell'attività verso il software e i servizi. In seguito, nel 2002 Sam Palmisano liquidò il ramo dei personal computer e mantenne l'IBM in crescita per i dieci anni successivi, concentrandosi su servizi, Internet e software.

"La loro gestione finanziaria fu altrettanto brillante" proseguì Buffett, "non conosco nessun'altra società di queste dimensioni con un management finanziario migliore, un valore aggiunto che abbia aumentato gli utili di cui hanno goduto gli azionisti IBM. La società ha contratto debiti in modo oculato, ha effettuato acquisizioni che hanno prodotto valore quasi esclusivamente con liquidità propria, e riacquistato i propri titoli in maniera decisa".[48]

Nel 1993, l'IBM aveva 2,3 miliardi di azioni sul mercato. Dieci anni dopo, al ritiro di Gerstner e all'arrivo di Palmisano, erano diventate 1,7 miliardi. In dieci anni, Gerstner aveva riacquistato il 26% del flottante, aumentando i dividendi del 136%. Una lezione che Palmisano non ignorò: durante i suoi dieci anni di gestione, l'IBM ridusse ulteriormente le azioni in circolazione del 36%, passando da 1,7 a 1,1 miliardi. E, come se non bastasse, il dividendo passò da 0,59 a 3,30 dollari, con un aumento del 460%.

Dei quattro cavalli tecnologici di razza – IBM, Microsoft, Intel e Cisco – solo uno aveva visto superare la quotazione delle proprie azioni andare oltre il picco del 1999, l'anno della bolla tecnologica, ed era l'IBM. Alla fine del 1999, il titolo IBM era quotato 112 dollari, e nel 2012 il prezzo era arrivato a 191: è facile confrontarlo con Cisco (da 54 a 19), Intel (da 42 a 20) Microsoft (da 52 a 27). Il punto non è che l'IBM fosse cresciuta più rapidamente delle altre, ma che era il prezzo delle azioni a essere aumentato, perché quello che era lievitato velocemente era il valore per azione. Tra il 1999 e il 2012, Microsoft ha ridotto le azioni in circolazione del 19%, Intel e Cisco del 23%, mentre IBM ha scelto di ridurre il flottante sul mercato di un sorprendente 36%.

Non dimentichiamo quello che ha detto Buffett: dopo avere iniziato ad acquistare le azioni di un'azienda, è meglio che il mercato tardi un po' ad accorgersene, in modo da avere la possibilità di continuare ad acquistarne a un buon prezzo. Lo stesso vale per una società a metà di un programma di

riacquisto delle proprie quote: "Quando la Berkshire acquista le azioni di un'azienda che a sua volta le sta riacquistando, speriamo sempre che capitino due cose: in primo luogo che gli utili continuino a crescere il più a lungo possibile; poi, che sul mercato il titolo venga sottovalutato, anche questo il più a lungo possibile".

Come spiegato da Buffett, nei cinque anni successivi IBM avrebbe speso circa 50 miliardi per riacquistare il proprio titolo: "In questo periodo, per cosa dovrebbe fare il tifo un azionista di lungo termine come la Berkshire? Noi nutriamo grandi speranze che il titolo IBM se ne resti il più possibile depresso per tutti e cinque gli anni".[49]

In un mondo ossessionato dalle performance nel breve periodo, augurarsi che un titolo resti depresso per tanto tempo può sembrare come minimo assurdo. Ma per un vero investitore di lungo periodo si tratta di una conclusione assolutamente ragionevole. Buffett ci guida attraverso i numeri del suo ragionamento: "Se il titolo IBM vale, diciamo, 200 dollari, con 50 miliardi l'azienda potrà acquistare 250 milioni di azioni. Il flottante diventerà quindi di 910 milioni di azioni e noi saremo titolari del 7%. Se invece in questi cinque anni, per esempio, il titolo si apprezzasse fino a una media di 300 dollari, l'IBM riacquisterà solo 167 milioni di azioni, lasciando 990 milioni di flottante di cui noi possiederemmo il 6,5%".[50] Per Berkshire è una differenza significativa: a un prezzo per azione che restasse basso, la Berkshire aumenterebbe la propria quota di utili di 100 milioni, che per un periodo di cinque anni potrebbe voler dire un aumento di valore di 1,5 miliardi.

Criterio: proiezioni di lungo termine favorevoli

Buffett ha sempre confessato di essere arrivato in ritardo alla festa dell'IBM. Come con Coca-Cola nel 1988, e Burlington Northern Santa-Fe nel 2006, ne aveva letto i rapporti annuali per cinquant'anni, prima dell'epifania, che era giunta un sabato del marzo 2011. Citando Thoreau, Buffett ha dichiarato: "Non conta quello che guardi ma quello che vedi". Alla CNBC ha poi dichiarato di essere stato colpito "in fronte" dai vantaggi competitivi di IBM nel trovare e mantenersi i clienti.[51]

Il settore dei servizi di Information Technology (IT) costituisce un'industria globale e dinamica all'interno dell'hi-tech, e in quest'ambito nessuno può vantare le dimensioni di IBM.[52] L'IT è un mercato da 800 miliardi che copre un ampio spettro di servizi riconducibili a quattro ambiti: consulenza, integrazione di sistemi, esternalizzazione di IT ed esternalizzazione di "business process". I primi due, producono complessivamente il 52% degli introiti di IBM; il 32% proviene dall'esternalizzazione dell'IT, e il 16% da quella del business process. Nella consulenza e nell'integrazione dei sistemi IBM è il fornitore globale numero uno, maggiore del 38% del suo diretto concorrente, Accenture. Nell'esternalizzazione di IT è ancora il numero uno, maggiore del 78% del suo primo concorrente, Hewlett-Packard. Nel quarto campo è il settimo maggior fornitore, dietro Teleperformance, Atento, Convergys, Sitel, Aegis e Genpact.

All'interno dell'hi-tech, i servizi di IT sono considerati ambiti di consolidamento della crescita. Settori tecnologici come l'hardware e i semiconduttori sono intrinsecamente più ciclici, mentre i servizi beneficiano di dinamiche di crescita relativamente più stabili. L'industria dell'IT è più solida perché i suoi introiti da un lato tendono a rinnovarsi e dall'altro sono legati a voci di budget non discrezionali di aziende e governi. Come spiega Grady Burkett, responsabile tecnologico di Morningstar.com, "i servizi IT sono talmente importanti che consulenza, integrazione di sistemi ed esternalizzazione sono considerate dei 'fossati', grazie ad asset intangibili come la reputazione, la storia professionale e le relazioni con i clienti". È questo che fa sì che, una volta che l'IBM si

procura un cliente, con ogni probabilità questo le resterà fedele per molti anni a venire. Una sola area d'intervento, quella minore dell'esternalizzazione del "business process outsourcing" non è protetta da un meccanismo analogo.

Secondo Gartner, la maggior società al mondo nella ricerca sull'IT, il mercato complessivo dei servizi crescerà a un tasso composto del 4,6%, passando da 844 miliardi nel 2011 a 1.050 nel 2016.

CRITERI: MARGINI DI PROFITTO; REDDITIVITÀ DEL CAPITALE; LA REGOLA DEL DOLLARO

La trasformazione avviata da Lou Gerstner e accelerata da Sam Palmisano ha trasformato IBM da una costola del settore hi-tech dai margini ridotti e dal prodotto indifferenziato, all'attività redditizia e "protetta" della consulenza e dell'integrazione di sistemi. Quando Gerstner raddrizzò la rotta nel 1994, l'utile da capitale di IBM era del 14%. Al suo ritiro, nel 2002, era passato al 35%. Palmisano proseguì nell'opera aumentandolo ulteriormente e al suo abbandono, nel 2012, era arrivato al 62%.

Parte di questo aumento può essere ricondotto alla drastica riduzione del flottante azionario. Ma il motivo più importante fu la decisione di abbandonare attività con margini di profitto ridotti, puntando su consulenza ed esternalizzazione. Nel 2002 gli utili netti di IBM erano dell'8,5%. Dieci anni dopo, erano quasi raddoppiati, passando al 15,6%.

Nel corso di circa dieci anni (2002-2011), l'azienda ha prodotto un utile netto per gli azionisti IBM di 108 miliardi, distribuendone 20 sotto forma di dividendi e lasciando gli altri 88 per investimenti, acquisizioni e riacquisto di quote. Durante gli stessi anni, la capitalizzazione di mercato è aumentata di 80 miliardi. Non è proprio il dollaro di valore di mercato per ogni dollaro trattenuto dall'azienda che Buffett preferirebbe vedere, ma considerando che i dieci anni precedenti erano stati difficilissimi per i titoli a grande capitalizzazione, si tratta di un risultato rispettabile.

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

Nel 2010, IBM ha generato 14,8 miliardi di utili netti per gli azionisti, spendendone 4,2 in Capex, abbondantemente compensati da 4,8 miliardi in ammortamenti. Il risultato netto fu un owner earning di 15,4 miliardi. Quale attività può mai produrre 15,4 di liquidità? Secondo John Burr Williams (e Warren Buffett) il valore si calcola scontando le liquidità future rispetto al valore attuale. Le liquidità future a loro volta dipenderanno dalla crescita dell'azienda, e Buffett usa come tasso di sconto il rendimento dei buoni del Tesoro USA a lungo termine, che sono la sua usuale definizione di "privo di rischio".

Non dimentichiamo che nei suoi calcoli Buffett non inserisce un premio per il rischio sul capitale, ma preferisce tenerne conto con un margine di sicurezza rappresentato dal prezzo che è disposto a pagare. Usando la sua teoria, possiamo calcolare il valore di IBM. Con un modello di sconto in due fasi, abbiamo supposto che IBM aumenti gli utili del 7% per dieci anni e del 5% in quelli successivi. Poi abbiamo scontato questi utili del 10% (molto più del 2% del buono del Tesoro USA a dieci anni): il tasso maggiore produce un margine di sicurezza maggiore. Secondo questi calcoli, IBM vale 326 dollari per azione, molto più della media di 169 dollari pagati da Buffett. Se abbassiamo il tasso di crescita dei primi dieci anni al 5%, un valore più vicino alla stima di Gartner per il settore dei servizi di IT, il valore per azione passa a 279 dollari, che è ancora superiore di 100 dollari a quanto pagato da Buffett.

Un altro possibile approccio alla questione della valutazione è domandarsi quali siano i tassi di crescita impliciti in un prezzo di 169 dollari ad azione. Per valere questa cifra, IBM dovrebbe

aumentare l'owner earning costantemente del 2%, per sempre. Molti lettori potrebbero sobbalzare a stime di 326 o 279 dollari per azione, ma sospetto che almeno altrettanti converrebbero che la crescita sarebbe superiore al 2% all'anno per il primo decennio. Sono convinto che la giusta valutazione si trovi da qualche parte a metà strada tra queste due stime, il che ci riporta a una delle massime preferite di Buffett: "Preferisco avere vagamente ragione che chiaramente torto".

Da molti punti di vista, l'acquisto della partecipazione in IBM ricorda quello della Coca-Cola. All'epoca, molti critici restarono perplessi: Coca-Cola sembrava una società noiosa, che cresceva lentamente con alle spalle i suoi giorni migliori (proprio come IBM). Quando Buffett l'acquisì, l'azione veniva scambiata a 15 volte gli utili e a 12 volte la liquidità, cioè con una maggiorazione e del 30% e del 50% sulla media di mercato. Quando abbiamo applicato il modello di sconto all'owner earning di Coca-Cola usando vari tassi di crescita, abbiamo scoperto che in realtà il titolo veniva venduto con uno sconto significativo rispetto al valore, nonostante le maggiorazioni di cui sopra. Nell'ipotesi di un tasso di crescita improbabilmente basso del 5%, il risultato era che Coca-Cola valeva 20,7 miliardi, molto più del valore di mercato corrente di 15,1 miliardi.

Nel corso dei dieci anni successivi, il prezzo dell'azione aumentò 10 volte, mentre l'indice S&P solo di tre. Solo un avvertimento: non stiamo assolutamente dicendo che IBM aumenterà di dieci volte nei prossimi dieci anni, solo che il metodo di Wall Street di ricorrere a indici contabili per la determinazione del valore può riuscire a fotografare il presente, ma è un pessimo modo per calcolare una crescita sostenibile nel lungo termine. Oppure, in altri termini, quasi sempre il mercato sbaglia nella valutazione di una crescita sostenibile di lungo termine.

Intendiamoci: il ruolo maggiore nei successi di IBM lo giocheranno i suoi utili futuri. Toni Sacconaghi, analista tecnologico per Sanford C. Bernstein, la chiama "la Fortezza IBM, una società i cui utili appaiono quasi impermeabili alle ciclicità industriali". Toni si è spinto fino a definire IBM, il maggior fornitore globale di IT per aziende e governi, "noiosamente prevedibile".[53] È quello che dicevano di Coca-Cola nel 1989, ed è esattamente quello che Buffett preferisce in un'azienda.

Abbiamo fin qui imparato anche che la gestione finanziaria è un fattore secondario molto importante per il successo di un'azienda. L'eredità di Gerstner e Palmisano avrà sicuramente una grande influenza su Ginni Rometty, il nuovo amministratore di IBM. Già oggi, il "Financial Model and Business Perspective" di IBM (un piano quinquennale) prevede 50 miliardi per future riacquisizioni di titoli. All'attuale tasso di riacquisto, nel 2030 la società resterà con un flottante di non più di 100 milioni di azioni. Naturalmente, nessuno può sapere se l'IBM manterrà questo passo ma questo non impedisce a Buffett di sognare e di dire agli azionisti: "Se questi acquisti arrivassero mai a ridurre il flottante a 63,9 milioni, rinuncerò alla mia abituale frugalità e riconoscerò una vacanza pagata ai dipendenti della Berkshire".[54]

H.J. Heinz Company

Il 14 febbraio 2013, la Berkshire Hathaway e 3G Capital hanno acquistato l'H.J. Heinz Company per 23 miliardi di dollari, a 72,50 dollari per azione, con un sovraprezzo del 20% sulla quotazione del titolo il giorno prima.

Non era difficile vedere in che modo Heinz si collocava nelle attività di Berkshire Hathaway. È una delle più note aziende alimentari al mondo, con una visibilità globale non lontana da quella di Coca-Cola e di IBM. Le bottigliette rosse di ketchup della Heinz si trovano in milioni di case insieme ad altri marchi popolarissimi, come la salsa Worchester Lea & Perrins. Nel 2012, la società

ha registrato incassi per 11,6 miliardi, grazie a vendite per la maggior parte in Europa e nei mercati emergenti in rapida crescita. "È il nostro tipo di società" ha commentato Buffett.[55]

CRITERIO: UNA STORIA OPERATIVA COERENTE

Diciotto anni prima che il farmacista John Pemberton inventasse la formula della Coca-Cola, Henry J. Heinz confezionava alimentari a Sharpsburg, in Pennsylvania. La società aveva cominciato vendendo salsa di rafano nel 1869, per poi passare al ketchup nel 1876. Henry Heinz rilevò le quote dei suoi due soci nel 1888 e ribattezzò la società H.J. Heinz Company. Il celebre slogan delle "57 varietà" fu coniato nel 1896. Si dice che un giorno Henry Heinz fosse in viaggio su una sopraelevata a New York, quando vide un negozio di scarpe che sosteneva di venderne 21 modelli. Heinz selezionò il numero 57 a caso, ma scegliendo il "7" intenzionalmente, per via dell'influenza psicologica positiva. Buffett ha anche notato che il 1869, quando la Heinz iniziò la commercializzazione, fu anche l'anno in cui il suo bisnonno Sidney aprì un negozio di alimentari.

CRITERIO: PROIEZIONI DI LUNGO TERMINE FAVOREVOLI

Heinz è il numero uno globale per quanto riguarda il ketchup e il numero due per le altre salse. Il suo futuro dipende non solo dal mantenimento della quota di mercato, ma anche dal suo posizionamento all'interno dei mercati emergenti, dove al momento si colloca abbastanza bene. Nel 2010 ha acquistato Foodstar of China, e nel 2011 una quota dell'80% nella brasiliana Coniexpress SA Industrias Alimeticias. Oggi i mercati emergenti coprono sette dei primi 10 marchi del gruppo; inoltre, il valore di Foodstar in Cina è già raddoppiato.

Quanto sono importanti per Heinz questi mercati? Nel corso degli ultimi cinque anni hanno assorbito oltre l'80% dell'aumento delle vendite, e nell'anno fiscale 2012 il 21% delle entrate, con proiezioni del 25% per il 2013. Secondo l'amministratore William Johnson, il tasso di crescita dell'azienda è tra i maggiori del settore.

CRITERIO: QUAL È IL VALORE DELL'ATTIVITÀ?

Nel 2012, Heinz ha dichiarato 923 milioni di utili netti, 342 milioni di costi di ammortamento e 418 milioni in Capex, distribuendo agli azionisti 847 milioni di owner earning. Ma nel rapporto annuale notiamo 163 milioni di costi dopo le tasse per indennità di fine rapporto, minusvalenze e altre voci di costo: tornando ad aggiungere queste spese non legate all'operatività, otteniamo una stima di circa un miliardo di dollari per l'owner earning dell'azienda.

Con un modello di sconto in due fasi abbiamo stimato una crescita di questo miliardo al 7% per dieci anni, e al 5% per quelli successivi. Scontando la liquidità al 9% (il costo delle azioni privilegiate conferite dalla Berkshire per chiudere la transazione) otteniamo una stima di 96,40 dollari per azione. Con una crescita costante inferiore del 5% negli anni successivi si ottiene un valore di 82,10 dollari per azione. Se consideriamo che l'azienda ha aumentato gli utili per azione a un tasso di crescita composto dell'8,4% nel corso degli ultimi cinque anni, e sapendo che nei prossimi cinque i mercati emergenti in rapida espansione incideranno per una quota ancora maggiore, azzarderei l'ipotesi che si tratta di stime estremamente prudenti.

CRITERIO: ACQUISTARE CON UN MARGINE SIGNIFICATIVO RISPETTO AL VALORE

Se l'azienda è in grado di crescere al 7% per dieci anni e poi al *5%* per i successivi, allora Buffett

ha acquistato le azioni con uno sconto del 25% sul loro valore intrinseco. Con una stima più prudente di una crescita del 5%, questo margine è del 12%.

Chiaramente, questi non sono i normali margini di sicurezza di un investimento di Buffett, ma l'appetibilità della Heinz va oltre queste considerazioni. La Berkshire Hathaway e la società brasiliana di private equity 3G Capital saranno titolari ciascuna di metà di Heinz per 4 miliardi di dollari. A questo scopo, la Berkshire ha investito 8 miliardi in azioni privilegiate riscattabili con un rendimento del 9%. Le privilegiate hanno anche un'altra caratteristica attraente agli occhi di Buffett. Per cominciare, in un qualche momento nel futuro saranno riscattate con un surplus significativo; inoltre, garantiscono alla Berkshire il privilegio di acquistare il 5% delle azioni ordinarie per una certa cifra nominale. Alla fine, Berkshire Hathaway ricaverà un utile del 6% annuo sul suo investimento complessivo, meno il valore della garanzia, il costo della conversione delle privilegiate e ogni futuro aumento del valore intrinseco dell'azienda. Anche se Heinz perdesse denaro, Berkshire Hathaway si vedrà riconoscere i suoi dividendi privilegiati. E persino nella remota eventualità di un fallimento, Berkshire sarebbe in una posizione privilegiata rispetto ad altri creditori per riposizionarsi in maniera conveniente in una nuova Heinz.

CRITERIO: RAZIONALITÀ

Si capisce bene come Heinz costituisca il tipo di azienda che a Buffett piace acquistare. Si tratta di un'attività semplice e comprensibile; ha una storia operativa coerente e, essendosi attivata per approfittare al meglio della crescita dei mercati emergenti, ha delle prospettive di lungo termine interessanti. L'utile sul capitale investibile (compresi i debiti) è del 17%, con un margine sul capitale azionario del 35%.

Ci sono però due controindicazioni che rendono l'acquisto di Heinz un fatto assolutamente unico. Per cominciare, la società è appesantita da 6 dollari di debito per ogni dollaro di capitale: l'interesse sul debito, insieme al 9% di dividendi privilegiati riconosciuti alla Berkshire richiederanno la maggior parte dell'owner earning. In altre parole, la società fa pesantemente ricorso alla leva finanziaria. In secondo luogo, verrà gestita da un management scelto da 3G Capital e coordinato da Jorge Paulo Lemann, l'uomo più ricco del Brasile.

In passato, acquistando un'azienda, Buffett ha sempre preferito lasciarla in gestione al management in carica, ma in questo caso il futuro di Heinz dipenderà da una nuova squadra.

Buffett ha conosciuto Lemann negli anni Novanta, quando entrambi erano nel consiglio della Gillette. Lemann e la 3G Capital non sono particolarmente noti negli USA ma si tratta di un gruppo con alle spalle successi enormi in settori come fast food, ristoranti, banche e birrifici. Nel 2004, con quello che viene considerato un accordo spartiacque nella sua storia, Lemann fuse il suo piccolo birrificio brasiliano AmBev col colosso belga Interbrew, produttore di marchi come Stella Artois e Beck's. Nonostante la differenza nelle dimensioni, furono gli uomini di Lemann a occupare le posizioni chiave nella nuova società, che nel 2008 ha sborsato 52 miliardi per Anheuser-Busch, in quella che è ancora la maggior fusione del settore di tutti i tempi.

Nel 2010, 3G Capital ha acquisito Burger King per 3,3 miliardi di dollari: nel giro di poche settimane sono stati licenziati metà dei 600 dipendenti della sede di Miami, liquidati gli immobili occupati dai dirigenti, e comunicato ai dipendenti che da quel momento per effettuare stampe a colori sarebbe stato necessario chiedere e ottenere un permesso. Dall'acquisizione, 3G Capital ha ridotto i costi di gestione del 30%; mentre nel frattempo ciascuno dei suoi punti vendita introduceva nuovi

prodotti, tra cui frullati e "rotoli" da passeggio, con una campagna di rilancio pagata dai titolari della licenza di franchising. Nel quarto trimestre del 2012, Burger King ha registrato un raddoppio degli utili e un aumento della liquidità.

Studiando il profilo dei manager di 3G Capital e il successo delle sue attività precedenti, possiamo ripensare pensare a un altro manager che Buffett considerava tra i migliori al mondo, e cioè Tom Murphy. La stessa passione con cui Murphy tagliava i costi non necessari, e aumentava la produttività di Cap Cities/ABC, traspare evidente nel management di 3G Capital.

Secondo alcuni, dal momento che 3G Capital è una società di private equity, cercherà di realizzare il suo investimento in Heinz al più presto, ma Lemann insiste nel sostenere che si tratta di un progetto a lungo termine, esattamente come lo è per Anheuser-Busch. Come AmBev è servita da piattaforma per il consolidamento e la futura crescita dei birrifici, così Heinz potrebbe fungere da punto di partenza per il consolidamento e la crescita nell'industria alimentare.

Che 3G Capital resti oppure no, a Buffett va benissimo fare il proprietario di lungo termine. "Heinz sarà il giocattolo della 3G" dichiara. Ma naturalmente aggiunge anche "se poi qualcuno del gruppo 3G dovesse vendere, potremmo scegliere in un secondo momento di aumentare la nostra partecipazione".[56]

Un filo conduttore

Avrete sicuramente notato un motivo ricorrente in tutti questi casi: Warren Buffett non ha mai fretta di vendere, anche quando i titoli acquistati stanno andando bene: quello che lo interessa non è un apprezzamento a breve termine. Philip Fisher gli ha insegnato che ogni singolo investimento è migliore del denaro liquido, oppure non è un investimento, e Buffett si dichiara "soddisfatto di conservare questa o quella proprietà a tempo indeterminato, finché l'utile atteso sul capitale dell'attività industriale in questione resta soddisfacente, il management è professionale e onesto e il mercato non comincia a supervalutare l'azienda".[57] (Riconoscete in questa frase i suoi criteri-guida?)

E ricorda agli azionisti che il suo holding period preferito è "per sempre". Ed è con questa frase davvero memorabile che Buffett ci accompagna a esaminare l'altra faccia della medaglia: dopo avere effettuato scelte ponderate e razionali sui titoli da acquistare, in che modo si dovrebbe gestire il portafoglio? È questo l'argomento del prossimo capitolo.

5

La gestione del portafoglio

MATEMATICA DELL'INVESTIMENTO

Facciamo un attimo il punto: fino qui abbiamo studiato il metodo di Warren Buffett nell'acquisto di un'attività o alla selezione di un titolo: due azioni che per lui, naturalmente, sono la stessa cosa. Abbiamo visto che il suo approccio è fondato su principi solidi e costanti nel tempo, codificati in 12 metodi o criteri che toccano il business, il management, la finanza e il mercato.

Abbiamo anche visto come questi principi sono stati applicati a diversi acquisti effettuati dalla Berkshire, compresi quello classico di Coca-Cola Company e il più recente di IBM, analizzando nel dettaglio come l'influenza di altre persone abbia contribuito a formare la sua filosofia di investitore.

Ma come ogni investitore sa bene, decidere il titolo da acquistare è solo metà della storia; l'altra metà è la gestione del portafoglio nel tempo. Spesso si pensa che sia qualcosa di semplice, che si possa ridurre alle sole "azioni" di "acquistare", "vendere" o "conservare". Queste decisioni sono (o dovrebbero essere, se la pensate come Buffett) prese tenendo in considerazione il margine di sicurezza, misurabile confrontando il prezzo attuale del titolo col suo valore intrinseco. Le azioni si acquistano quando il prezzo è molto inferiore al valore, si conservano quando è poco al di sotto, e si vendono quando è significativamente superiore.

Per quanto cruciale, questo tipo di approccio di per sé non basta: dobbiamo anche tenere nella debita considerazione tre importanti metodologie di gestione del portafoglio sviluppate da Buffett:

1. come costruire un portafoglio orientato alla crescita nel lungo termine;
2. il suo criterio alternativo per la misura delle prestazioni del portafoglio;
3. le tecniche per la gestione dello stress emotivo che inevitabilmente si accompagna alla gestione del portafoglio (i problemi psicologici posti dalla gestione di un "portafoglio Warren Buffett" sono discussi in dettaglio nel Capitolo 6).

Hollywood ha costruito una sorta di cliché estetico dei gestori finanziari: parlano sempre a due telefoni contemporaneamente; prendono freneticamente appunti, cercando al tempo stesso di non perdere di vista una sfilza di monitor che sputano scritte e dati senza fine; assumono espressioni afflitte ogni volta che su uno degli schermi compare il minimo calo nel prezzo di un titolo.

Warren Buffett è tutto fuorché riconducibile a questo tipo di frenesia. Si muove con una grande calma, che è espressione di sicurezza. Non ha alcuna necessità di guardare 20 schermi per volta: i cambiamenti del mercato di breve termine, di minuto in minuto, non lo interessano. Warren Buffett non pensa in termini di secondi, minuti, giorni, mesi o trimestri ma di anni. Non ha alcuna necessità di

seguire centinaia di aziende, perché i suoi investimenti azionari sono pochi e selezionati. Di se stesso dice di considerarsi un "focus investor", un investitore selettivo: "Ci concentriamo su poche aziende d'eccellenza".[1] Questo approccio all'"investimento selettivo" semplifica enormemente la gestione del portafoglio.

È un'idea davvero semplice ma, come spesso accade, si fonda su un elaborato intreccio di nozioni. In questo capitolo, analizzeremo in dettaglio le conseguenze dell'investimento selettivo: lo scopo è quello di mettere a disposizione nuovi strumenti per la gestione del portafoglio. Ma, attenzione: con ogni probabilità, sarà qualcosa di diametralmente opposto a tutto quello che vi hanno insegnato sugli investimenti nel mercato azionario.

Le tendenze attuali in questo ambito sembrano prigioniere di un tiro alla fune tra due strategie concorrenti: (1) gestione attiva del portafoglio, e (2) investimenti indicizzati.

I gestori che sposano il primo approccio sono costantemente intenti ad acquistare e a vendere grandi quantità di azioni ordinarie. Il loro lavoro è quello di cercare di soddisfare i clienti che si sono rivolti a loro, sotto la costante spada di Damocle di perderli, e con essi il lavoro. Per restare al vertice della loro attività, i gestori attivi cercano di prevedere cosa sarà delle azioni nei mesi a venire, in modo da ritrovarsi a fine trimestre con un portafoglio ragionevolmente ben curato e con clienti soddisfatti.

L'investimento indicizzato, al contrario, è caratterizzato dal cosiddetto approccio "buy-and-hold", acquista e conserva. Chi opera in questo modo tende a costruire e a conservare nel tempo un portafoglio di titoli il più possibile diversificato, col fine deliberato di simulare un determinato indice, come per esempio quello S&P.

I gestori attivi sostengono che abilità ed esperienza nella scelta del titolo possono metterli in grado di battere qualsiasi indice. I fautori della seconda strategia, d'altra, parte, hanno dalla loro la storia: dal 1980 al 2011, ogni anno, solo il 41% dei fondi previdenziali a grande capitalizzazione ha fatto meglio dell'indice S&P.[2]

Dal punto di vista di un investitore, l'implicito motivo d'interesse di entrambi gli approcci è il medesimo: la minimizzazione del rischio attraverso la diversificazione. Con il possesso di un gran numero di titoli emessi da numerose aziende e attività in un ampio spettro del mercato, gli investitori sperano di difendersi contro le possibili perdite catastrofiche a cui si esporrebbero se investissero tutto il loro denaro in un singolo ambito, e se quell'ambito subisse un qualche tracollo. In un periodo normale, questo è il pensiero comune, in un portafoglio diversificato alcuni titoli saliranno e altri caleranno, perciò si fanno i debiti scongiuri e si spera che i secondi compensino i primi.

I gestori attivi cercano di raggiungere questo tipo di protezione sovraccaricando i loro portafogli; il loro punto di vista è: più sono i titoli, maggiori saranno le probabilità di compensazione. Dieci azioni sono meglio di una, e 100 sono meglio di dieci. Per definizione, un fondo indicizzato consente questo tipo di diversificazione se l'indice che cerca di riprodurre è a sua volta diversificato. È quello che fanno i tradizionali fondi pensionistici, che hanno dai 100 titoli in su. Ma c'è un problema, di cui non è facile accorgersi perché tutti noi siamo stati talmente esposti al mantra della diversificazione da non riuscire più a vederne una conseguenza inevitabile: le prestazioni mediocri. Sia i fondi attivi sia quelli indicizzati ricorrono alla diversificazione ma, in generale, nessuna delle due strategie ottiene risultati particolarmente brillanti.

Cosa ne pensa Buffett di questa perenne querelle? Tra i due contendenti, la sua scelta immediata e senza tentennamenti sarebbe per l'indicizzazione. La stessa cosa farebbero degli investitori poco

inclini al rischio, e chi non sa granché delle dinamiche di un determinato settore economico ma vorrebbe essere comunque partecipe degli utili a lungo termine di un investimento azionario. "Investendo periodicamente in un fondo indicizzato" sostiene Buffett nel suo stile inimitabile, "gli investitori totalmente inesperti possono effettivamente avere più successo della maggior parte dei professionisti".[3]

Buffett, peraltro, indicherebbe subito una terza via, una strategia di gestione attiva del portafoglio completamente diversa, in grado di aumentare notevolmente le probabilità di una prestazione superiore a quella dell'indice. È quello che ha chiamato "investimento selettivo": ridotto ai minimi termini, significa scegliere pochi titoli con una probabilità significativa di produrre utili al di sopra della media di mercato nel lungo periodo, concentrare il grosso dei propri investimenti su questi titoli, e tenere duro durante gli alti e bassi a breve termine del mercato.

Se seguiti fedelmente, i criteri di Warren Buffett conducono inevitabilmente a individuare aziende sane e interessanti ai fini di un portafoglio selezionato: aziende con una lunga storia di risultati superiori alla media, con un management equilibrato e stabile, e una stabilità che è indice della buona probabilità che in futuro riproducano i buoni risultati del passato. È questo il cuore dell'investimento selettivo: concentrarsi sulle attività con le maggiori probabilità di ottenere performance superiori alla media. La teoria della probabilità, che è una branca della Matematica, è una delle idee soggiacenti all'investimento selettivo; ne parleremo più avanti nel capitolo.

E, a proposito del consiglio di Buffett agli investitori inesperti di affidarsi a dei fondi indicizzati, la cosa interessante è la sua raccomandazione successiva: "Se siete un investitore un po' più esperto, in grado di cogliere e comprendere le dinamiche economiche di un determinato ambito, e riuscite a identificare da cinque a dieci aziende dal costo ragionevole e con interessanti vantaggi competitivi sul lungo termine, per voi la normale diversificazione non ha senso".[4]

Che cos'ha che non va la normale diversificazione? Per cominciare, aumenta notevolmente le probabilità di acquistare qualcosa che non conosciamo abbastanza bene. Gli investitori "che sanno", invece, applicano i criteri di Buffett e si concentrano su poche aziende, tra cinque e dieci, come si diceva. Per l'investitore medio, può avere senso investire in 10-20 società.

Come abbiamo visto nel Capitolo 2, il pensiero di Buffett fu molto influenzato da Philip Fisher, ed è la sua mano che scorgiamo in queste considerazioni sulla gestione del portafoglio. Fisher era noto per i suoi portafogli selezionati: aveva sempre dichiarato di preferire un piccolo numero di società d'eccellenza che poteva capire e analizzare fino in fondo, a un numero maggiore di aziende più vicine alla media che non sarebbe stato in grado di capire particolarmente bene. Come abbiamo già visto, Fisher limitava il suo portafoglio a meno di 10 società, delle quali tre o quattro rappresentavano il 75% dell'investimento totale.

L'influenza di Fisher è evidente anche nella sua convinzione che quando ci s'imbatte in una grossa occasione, l'unico comportamento ragionevole è effettuare un grosso investimento. Oggi, Buffett si fa promotore di quell'approccio: "Qualunque investimento si stia prendendo in considerazione, si dovrebbe avere il coraggio di impegnarvi almeno il 10% della propria disponibilità".[5]

Da questa frase è chiaro perché, secondo Buffett, il portafoglio ideale non dovrebbe contenere più di dieci titoli. Ma l'investimento selettivo non consiste semplicemente nel trovare dieci buone azioni tra cui dividere la somma a disposizione. Anche se tutti i titoli di un simile portafoglio avessero buone probabilità di una performance elevata, le probabilità di alcuni sarebbero inevitabilmente superiori, e a questi andrebbe riservata una parte maggiore dell'investimento.

I giocatori di Black Jack capiscono bene questa strategia, a livello intuitivo: quando le probabilità sono in gran parte a loro favore, scommettono di più. Investitori e giocatori attingono in ciò alla medesima scienza, la matematica. Per la precisione, è la teoria della probabilità a fornire parte delle basi razionali dell'investimento selettivo: si tratta del modello di ottimizzazione di Kelly, che analizzeremo in dettaglio in questo capitolo. In particolare, le formule di Kelly ricorrono alle probabilità per ottimizzare l'investimento nel portafoglio.

L'investimento selettivo è l'esatto opposto di un approccio ampiamente diversificato, a ricambio rapido. Da un lato, anche se tra tutte le strategie attive è quella che ha le migliori probabilità di superare in prestazioni, nel tempo, un determinato indice, essa richiede agli investitori di conservare pazientemente i loro portafogli per i periodi durante i quali altre tecniche sembreranno pagare di più. Nel breve termine, le variazioni nei tassi d'interesse, l'inflazione o le aspettative sugli utili di un'azienda nell'immediato possono influenzare i prezzi delle azioni. Ma non appena l'orizzonte temporale si allarga, le caratteristiche economiche intrinseche delle attività in questione incideranno di più nella formazione del prezzo del titolo.

Di quale finestra temporale stiamo parlando? Non esistono regole fisse, anche se probabilmente Buffett direbbe cinque anni, visto che è questo il periodo sul quale tiene monitorati i risultati della Berkshire Hathaway. Naturalmente l'obiettivo non è un tasso di rotazione zero, che sarebbe un errore di segno opposto, perché non permetterebbe di approfittare di un'occasione, nell'eventualità che si presentasse. Il mio suggerimento, molto in generale, è per una rotazione tra il 10% e il 20%: nel primo caso, il titolo dovrebbe essere conservato per dieci anni, nel secondo per cinque.

L'investimento selettivo ha come obiettivo dei rendimenti superiori alla media di mercato e, come vedremo, ci sono fondati motivi – come mostrano sia ricerche scientifiche che singoli casi concreti – che un simile approccio possa effettivamente avere successo, se perseguito metodicamente e in maniera avveduta. Naturalmente, è cosa altrettanto certa che si tratti di una strada accidentata, perché il suo sottoprodotto inevitabile è una maggiore volatilità dei prezzi. Gli investitori selettivi la sopportano perché sanno che, nel lungo periodo, le dinamiche economiche delle singole aziende tenderanno a prevalere e a compensare le fluttuazioni nel breve termine.

E Buffett è un maestro nell'ignorare le strade accidentate. Come pure il suo socio Charlie Munger, che a suo tempo giunse ad abbracciare la fondamentale nozione di investimento selettivo da una direzione leggermente diversa. "Erano gli anni Sessanta", ricorda, "e stavo dando un'occhiata a una tabella di tassi d'interesse composti, facendo diverse ipotesi sul tipo di vantaggio che avrei avuto rispetto al comportamento di certe azioni ordinarie, molto in generale".[6] Charlie simulò diversi scenari per stabilire il numero di titoli necessari al portafoglio e la volatilità che avrebbe dovuto aspettarsi: "Da giocatore di poker, sapevo che quando le probabilità sono nettamente in tuo favore bisogna scommettere forte".

Concluse che finché fosse riuscito a tenere sotto controllo la volatilità dei prezzi, sarebbe stato più che sufficiente gestire tre titoli: "Sapevo di poter reggere dal punto di vista psicologico, perché sono stato educato esattamente in questo modo".[7]

Certo, può capitare di essere educato in modo da reggere lo stress psicologico derivante da un'altalena di prezzi, ma anche senza essere così fortunati è sicuramente possibile riuscirci. È necessario decidere in maniera deliberata e consapevole di cambiare il proprio modo di pensare e di comportarsi: non sono cose che accadono da un giorno all'altro, ma è sicuramente possibile imparare gradualmente a non farsi prendere dal panico, o ad agire avventatamente in reazione ai capricci del

mercato.

La matematica dell'investimento selettivo

È sicuramente una semplificazione, ma non un'esagerazione, affermare che il mercato azionario è come un gigantesco magazzino pieno zeppo di innumerevoli occasioni. All'interno del magazzino, migliaia di forze diverse agiscono e si combinano per formare i prezzi, che sono tutti in perenne movimento e trasformazione e ciascuno dei quali è in grado di avere drastiche ricadute, senza essere mai prevedibile con assoluta certezza. Il compito degli investitori è dunque quello di restringere il campo delle osservazioni identificando e rimuovendo ciò su cui si hanno più informazioni, per concentrarsi su ciò che è meno conosciuto. In altre parole, si tratta di un esercizio di calcolo probabilistico.

Quando non siamo in grado di esprimerci con sicurezza su una determinata situazione, ma vogliamo comunque formulare un'opinione, spesso premettiamo alle nostre osservazioni espressioni come "è probabile che", "probabilmente" o "non mi sembra probabile che…". Quando cerchiamo di fare un passo in più, cercando di quantificare queste frasi generiche, ci troviamo di fronte al calcolo delle probabilità, ossia la formulazione matematica del rischio.

Qual è la probabilità che una gatta dia alla luce un uccello? Zero. Qual è la probabilità che domani sorga il sole? A questo evento, che consideriamo certo, assegniamo la probabilità 1. Diciamo poi che tutti gli eventi che non sono né del tutto impossibili né assolutamente certi posseggono una probabilità di avverarsi compresa tra 0 e 1. Trovare quel numero è l'obiettivo della teoria della probabilità.

Nel 1654, Blaise Pascal e Pierre de Fermat intrattennero una ricca corrispondenza che andò a formare la base della teoria. Pascal era un bambino prodigio estremamente dotato sia per la matematica sia per la filosofia, ed era stato sfidato dal Cavalier de Méré, filosofo e abile giocatore, a risolvere un problema che aveva frustrato più di un matematico. Quale doveva essere la posta se due giocatori avessero deciso di abbandonare prima della fine della partita? A tal proposito Pascal aveva coinvolto Fermat, a sua volta un grande talento matematico.

"La corrispondenza del 1654 tra Pascal e Fermat sull'argomento" spiega Peter Bernstein in *Più forte degli dei. La straordinaria storia del rischio* (Il Sole 24 Ore Libri, Milano 2002), il suo splendido trattato sul rischio, "fu un evento epocale nella storia della matematica e della teoria della probabilità".[8] Anche se i due affrontarono il problema da punti di vista diversi (Fermat fece ricorso all'algebra, mentre Pascal mise mano alla geometria), riuscirono a mettere a punto un metodo per determinare la probabilità che diversi esiti possibili avevano di verificarsi. Il triangolo numerico di Pascal risolve in realtà tanti problemi diversi, e tra questi risponde alla domanda: "Qual è la probabilità che la mia squadra del cuore vinca il Campionato del Mondo dopo avere perso la prima partita?".

I lavori di Pascal e Fermat segnano l'inizio della teoria del "decision making", cioè quell'insieme di pratiche e metodi per prendere decisioni quando non possiamo essere certi di ciò che accadrà. "Prendere una decisione in una situazione incerta è il primo passo in qualsiasi processo di gestione del rischio".[9]

Il calcolo delle probabilità è stato fondato e sviluppato da Pascal e Fermat ma fu un altro matematico, Thomas Bayes, a scrivere il lavoro che spianò la strada per le applicazioni pratiche della teoria. Nato in Inghilterra nel 1701, esattamente cento anni dopo Fermat e settantotto dopo Pascal, Bayes visse una vita non particolarmente interessante. Era un membro della Royal Society, ma in vita non pubblicò alcun lavoro di matematica; solo dopo la sua morte fu dato alle stampe un suo articolo intitolato *Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances*, di cui praticamente non si accorse nessuno. Stando a Bernstein, però, si trattava di "un lavoro sorprendentemente originale, che collocava per sempre Bayes tra i grandi della statistica, dell'economia e di altre scienze sociali".[10] In pratica, oggi mette in condizione gli investitori di applicare la teoria matematica della probabilità.

L'analisi bayesiana fornisce uno strumento logico per considerare un insieme di esiti possibili, tra i quali solo uno si verificherà. Dal punto di vista concettuale, è una procedura semplice: cominciamo con l'assegnare una probabilità a ciascuno degli esiti sulla base delle informazioni disponibili. Se in un secondo tempo veniamo a conoscenza di altre informazioni, la probabilità iniziale viene aggiornata per tenerne conto. Il teorema di Bayes costituisce una procedura matematica per rivedere le opinioni di partenza e quindi i rischi che siamo disposti a correre.

Come funziona? Immaginiamo di trascorrere il pomeriggio insieme a un amico a giocare al nostro gioco da tavolo preferito e, arrivati verso la fine, stiamo chiacchierando del più e del meno. Il nostro amico dice una cosa che ci spinge a fare una scommessa: con un lancio del dado del gioco, otterremo 6. La probabilità che questo avvenga è di uno su sei, cioè circa il 16%. Ma supponiamo che l'amico lanci il dado, lo copra rapidamente con la mano e dia un'occhiata di nascosto. "Posso dirti questo" ci propone poi "è un numero pari". A questo punto, grazie a questa informazione supplementare, le probabilità aumentano drasticamente a uno su tre, cioè circa il 33%. Mentre stiamo pensando se dovremmo cambiare la posta in gioco, l'amico aggiunge sornione: "E non è quattro". A questo punto, quest'ulteriore informazione cambia ancora le probabilità, portandole a uno su due, cioè al 50%. Quest'esempio molto semplice costituisce una forma di analisi bayesiana: ogni nuova informazione che ha cambiato la probabilità iniziale viene definita inferenza bayesiana.

L'analisi bayesiana costituisce un tentativo di integrare tutta l'informazione disponibile in un processo di produzione di inferenze, o decisioni, sui soggiacenti fenomeni naturali. Le università applicano il teorema di Bayes per aiutare gli studenti a studiare il "decision making": durante i corsi l'approccio bayesiano è più noto col nome di "teoria dell'albero delle decisioni" dove ciascun ramo dell'albero rappresenta una nuova informazione che, a sua volta, cambia la posta in gioco. "All'Harvard Business School" ricorda Charlie Munger "l'esercizio quantitativo che collega tra loro tutti i corsi del primo anno è quello chiamato teoria dell'albero delle decisioni. In breve, un po' di algebra da liceo applicata ai problemi della vita reale. Gli studenti ne vanno pazzi: si entusiasmano quando scoprono che le formulette che hanno studiato servono a qualcosa nella vita".[11]

Come sottolinea bene Charlie, l'algebra elementare è estremamente utile nel calcolo delle probabilità, ma per riuscire effettivamente ad applicare quest'ultima all'investimento è necessario approfondire un po' in quale modo questi numeri vengono elaborati. In particolare, dobbiamo capire bene la nozione di frequenza.

Che cosa significa che la probabilità di indovinare che uscirà testa con un solo lancio di una moneta è di uno su due? O che la probabilità di ottenere un numero dispari con un solo lancio di un dado è ancora di uno su due? Se in una scatola ci sono 70 palline rosse e 30 palline blu, che cosa

vuol dire che la probabilità di scegliere a caso una pallina blu è di tre su dieci? In tutti questi esempi la probabilità dell'evento è ciò che si chiama "interpretazione della frequenza" e si basa sulla legge dei grandi numeri.

Se un evento non certo viene ripetuto infinite volte, la frequenza con cui si verifica si riflette nella sua probabilità. Per esempio, se effettuiamo 100 mila lanci di una moneta, il numero di volte che ci aspettiamo esca testa è 50 mila. Si noti bene: non ho detto che dovrebbe *essere* 50 mila. La legge dei grandi numeri afferma che la frequenza relativa e la probabilità coincidono solo all'infinito, cioè per infinite ripetizioni. In teoria, sappiamo che lanciando una moneta (non truccata) la probabilità di ottenere testa è di uno su due, ma non potremo mai veramente affermare che questo accada davvero, prima di avere effettuato un numero infinito di lanci.

In ogni questione che abbia a che vedere con eventi incerti, non saremo evidentemente mai in grado di fare affermazioni definitive. Se però il problema è ben definito, dovrebbe essere possibile elencare tutti gli esiti possibili. Se un evento incerto si ripete sufficientemente spesso, la frequenza dei diversi risultati dovrebbe rifletterne la probabilità. Le difficoltà sorgono quando ci occupiamo di eventi che si verificano una sola volta.

Come facciamo a stimare la probabilità di passare l'esame di scienze del giorno dopo, o che i Green Bay Packers vincano il Super Bowl? Il problema è esattamente che ciascuno di questi due eventi è unico. Possiamo analizzare la storia dei risultati delle partite dei Green Bay, ma non ci sarà mai un esatta corrispondenza, per esempio, tra le formazioni che avranno giocato più volte nelle stesse identiche condizioni. Possiamo ricordare esami precedenti e analizzare l'esito di quelle occasioni, ma nessun esame è identico a un altro e la conoscenza che ne abbiamo non è mai la stessa.

Come possiamo calcolare la probabilità senza prove ripetute e la relativa distribuzione delle frequenze? La risposta è semplice: non possiamo. Dobbiamo accontentarci di fare affidamento sull'interpretazione soggettiva della probabilità, che in realtà è quello che facciamo sempre. Possiamo per esempio affermare che la probabilità che i Packers vincano il Super Bowl sia di due a uno, o che la probabilità di passare l'esame di scienze sia di una su dieci. Si tratta di affermazioni probabilistiche: quando di un determinato evento non è possibile effettuare un numero di ripetizioni sufficiente affinché si formi un'interpretazione della probabilità sulla base della frequenza, dobbiamo ricorrere al nostro buon senso.

È subito chiaro che molte interpretazioni soggettive dei due eventi ci indirizzerebbero nella direzione sbagliata. Nella teoria soggettiva della probabilità spetta a noi analizzare le ipotesi: stiamo ipotizzando una probabilità su dieci di passare l'esame perché sarà difficile e non ci siamo preparati come si deve, o per falsa modestia? La fedeltà di una vita alla bandiera dei Packers ci impedisce di vedere la superiorità della squadra avversaria?

Secondo i testi di analisi bayesiana se siamo convinti che le nostre ipotesi siano ragionevoli, è "perfettamente accettabile" assumere che la probabilità soggettiva di un determinato evento coincida con quella "frequentista".[12] Quello che dobbiamo veramente fare è filtrare e scartare ciò che è irragionevole e illogico e conservare il resto. Può aiutare pensare alla probabilità soggettiva come a nient'altro che a un'estensione della definizione frequentista. In effetti, in molti casi la probabilità soggettiva ha un suo valore aggiunto perché permette di tenere conto di questioni operative, invece che dipendere da una regolarità statistica nel lungo termine.

LA TEORIA DELLA PROBABILITÀ E IL MERCATO

Anche se non sempre tutti gli investitori ne sono consapevoli, praticamente tutte le decisioni che si trovano a prendere costituiscono un esercizio di teoria della probabilità. Per avere successo, è fondamentale che le loro valutazioni prendano in considerazione sia "lo storico", cioè i dati relativi al passato, sia le informazioni più recenti. In altre parole, analisi bayesiana. "Quello che cerchiamo di fare è sostanzialmente prendere la probabilità di una perdita e moltiplicarla per l'ammontare della stessa, per poi sottrarla dalla probabilità di un guadagno moltiplicata per il possibile guadagno. Tutto qua", spiega Buffett, "è un metodo imperfetto ma è davvero tutto qua".[13]

Un esempio utile a chiarire il rapporto tra investimenti e teoria della probabilità è la pratica del "risk arbitrage". L'arbitraggio "puro" non è altro che approfittare della differenza di prezzo di un bene quotato in due mercati diversi. Per esempio, beni manifatturieri e valute sono quotati in numerosi mercati in giro per il mondo, e se due di questi assegnano prezzi diversi allo stesso bene, è possibile acquistarlo in un mercato e rivenderlo nell'altro, incassando la differenza.

Il risk arbitrage, che è la forma sotto cui quest'attività è maggiormente praticata oggi, approfitta della fusione o dell'acquisizione annunciata tra aziende. C'è anche chi lo pratica su attività non annunciate, ma Buffett evita accuratamente di farlo e noi seguiremo il suo esempio. Durante un incontro con degli studenti di Stanford, Buffett spiegò bene come la pensava sul risk arbitrage, la forma più praticata: "Il mio lavoro è valutare la probabilità di verificarsi che gli eventi [le fusioni annunciate] si verifichino effettivamente, e il rapporto utile/perdita".[14]

Ma prima di passare alle sue ulteriori osservazioni, valutiamo la seguente situazione. Supponiamo che la Stanlio Company apra la seduta di Borsa a 18 dollari per azione. Poi, a metà mattina, viene annunciato che nel corso dell'anno, poniamo sei mesi dopo, la Stanlio sarà venduta alla Ollio Corporation per 30 dollari ad azione. Immediatamente, l'azione della Stanlio schizza a 27 dollari, dove si assesta e continua a essere trattata, oscillando leggermente.

Buffett viene a sapere della fusione annunciata e deve prendere una decisione. Per cominciare, cerca di valutare il grado di (in)certezza. Certi accordi semplicemente non si realizzano mai. Il consiglio d'amministrazione potrebbe opporre improvvisamente resistenza all'idea della fusione, oppure la Federal Trade Commission potrebbe avanzare obiezioni. Nessuno sa con certezza se un certo risk arbitrage si chiuderà, ed è per questo che c'è la parola "risk".

Il processo decisionale di Buffett è un vero e proprio esercizio in probabilità soggettiva, che lui stesso spiega così: "Se pensate che vi sia il 90% di probabilità che la cosa vada in porto con un margine di 3 punti, e il 10% di probabilità che salti tutto con una perdita di 9 punti, allora dobbiamo togliere 0,90 dollari da 2,70, ottenendo 1,80 dollari di aspettativa matematica".[15]

Poi, prosegue Buffett, dobbiamo valutare l'arco di tempo di cui stiamo parlando, e confrontare il guadagno dell'investimento con altri che sarebbero possibili nello stesso periodo. Se acquistassimo un'azione della Stanlio Corporation a 27 dollari, otterremmo un potenziale utile sull'investimento di 1,80/2,70=6,6%. Se la previsione è che l'accordo si chiuda nel giro di sei mesi, l'utile proiettato su base annua sarebbe del 13,2%. A questo punto, lo confronteremo con il potenziale utile di altri investimenti disponibili.

Buffett riconosce tranquillamente che il risk arbitrage espone a potenziali perdite: "Siamo assolutamente disponibili a rischiare e a perdere denaro in una data transazione, e il risk arbitrage ne è l'esempio perfetto; ma quello che non faremo mai è partecipare a un affare nel quale abbiamo motivo di credere che le probabilità di una serie di eventi analoghi mutuamente indipendenti producano l'aspettativa di una perdita. Noi speriamo sempre di avviare transazioni nelle quali i

calcoli effettuati sulle probabilità siano confermati".[16]

È chiaro come le stime di Buffett sul risk arbitrage siano probabilità soggettive. Non esiste una distribuzione di frequenze, ogni affare è diverso dall'altro, ogni circostanza richiede stime diverse. Anche così, conviene affrontare la cosa con qualche calcolo matematico. Come vedremo, le dinamiche non sono molto diverse quando si tratta di investire in azioni ordinarie.

L'ottimizzazione di Kelly

Ogni volta che entriamo in un casinò la probabilità di uscirne con una vincita è piuttosto bassa. La cosa non dovrebbe sorprendere: sappiamo tutti che i giochi sono a favore del banco. Ma c'è un gioco che, se giocato correttamente, vi dà una ragionevole probabilità di batterlo, ed è il Black Jack. Nel suo best seller mondiale *Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game of Twenty-One*, il matematico Edward O. Thorp ha descritto il procedimento per battere il casinò.[17]

La strategia di Thorp si basa su un'idea semplice: quando sul tavolo ci sono molti assi e figure da 10 punti, il giocatore – diciamo, voi – ha un vantaggio statistico su chi fa le carte. Se attribuiamo il valore di "-1" alle carte alte e un "+1" a quelle basse, è abbastanza semplice tenere traccia delle carte distribuite (basta aggiungere e sottrarre mentalmente a mano a mano che escono le carte). Quando il risultato diventa positivo, sapete che sono ancora in circolazione più carte alte da giocare. I giocatori avveduti riservano le scommesse più alte per quando il conteggio raggiunge un valore relativamente elevato.

Il libro di Thorp riporta anche il suo modello di scommessa,[18] che a sua volta si ispira ai lavori di Claude Shannon, il padre della teoria dell'informazione.

Shannon era un matematico che negli anni Quaranta lavorava presso i laboratori Bell, e che per la maggior parte della sua carriera cercò di stabilire quale fosse la modalità ottimale per trasmettere l'informazione lungo cavi di rame senza perderla a causa del rumore di fondo. Nel 1948 espose le sue conclusioni nell'articolo "Teoria matematica della comunicazione",[19] che riportava anche la formula per calcolare la quantità ottimale d'informazione che, considerata la probabilità di successo, era possibile trasferire lungo il cavo.

Alcuni anni dopo, il matematico J.L. Kelly lesse l'articolo di Shannon e si rese conto che la formula poteva essere facilmente applicata al gioco, un'altra attività umana che dipende fortemente dall'essere a conoscenza delle probabilità di successo. Nel 1956, nel suo articolo "Una nuova interpretazione del tasso d'informazione", Kelly spiegava che i vari tassi di trasmissione di Shannon e i relativi possibili esiti di un evento casuale sono sostanzialmente la stessa cosa, cioè probabilità, e la medesima formula poteva essere utilizzata per ottimizzare entrambi.[20]

Il modello di ottimizzazione di Kelly, spesso chiamato "strategia per la crescita ottimale", si basa sull'idea che, se conosciamo la probabilità di successo, è possibile scommettere la frazione del denaro disponibile che massimizza la crescita del portafoglio. In formule: $2p - 1 = x$, dove p è la probabilità di vincita e x è la percentuale massima da scommettere. Per esempio, se la probabilità di battere il banco è del 55%, per ottenere la massima crescita possibile delle vincite si dovrebbe scommettere il 10% del capitale. Se la probabilità fosse del 70%, si dovrebbe scommettere il 40%. E se la probabilità fosse del 100% il modello dice: scommetti tutto.

Naturalmente, il mercato azionario è molto più complesso del Black Jack: in un gioco il numero delle carte è ridotto ed esiste quindi un numero ragionevole di esiti possibili. La Borsa, con le sue migliaia e migliaia di titoli e i milioni di investitori, permette un numero spaventoso di possibili

risultati. L'approccio di Kelly richiede continui ricalcoli e aggiustamenti nel corso dell'investimento, ma l'idea alla base – esiste un legame matematico tra la probabilità e la dimensione di un investimento – può insegnarci una lezione importante.

Sono convinto che il modello di Kelly costituisca uno strumento interessante per gli investitori selettivi, anche se risulterà utile solo a chi lo applicherà in maniera responsabile. Il suo utilizzo comporta dei rischi e gli investitori dovrebbero avere l'accortezza di comprenderne almeno tre limiti:

1. Chi intenda investire, modello di Kelly o no, dovrebbe farlo con un orizzonte di lungo termine. Anche un giocatore di Black Jack con una buona strategia per battere il banco non sempre si rende conto che non può sapere quante mani dovrà aspettare per avere successo. Lo stesso vale per l'investimento: quante volte si è puntato sull'azienda giusta mentre il mercato se l'è presa comoda prima di premiare l'investimento?
2. Attenzione alla leva finanziaria. I pericoli del ricorso al credito per investire nel mercato azionario (per esempio, con lo strumento del conto marginale, o "margin account") sono stati sottolineati chiaramente da Ben Graham e Warren Buffett. La richiesta di rientro può avvenire nel momento meno opportuno e, se applicate il modello di Kelly a un conto marginale, un calo in Borsa potrebbe costringervi a vendere il titolo, facendo così a meno di una scommessa con probabilità di successo elevata.
3. Il pericolo maggiore nei giochi a probabilità elevata è quello di scommettere troppo. Se valutate la probabilità di successo al 70% quando in realtà è del 55%, correrete il rischio della "rovina del giocatore". La soluzione è scommettere di meno, applicando il cosiddetto modello parziale, o frazionario di Kelly. Per esempio, se il modello originale suggerisce una scommessa del 10% del capitale disponibile, potreste decidere di impiegare solo il 5%. Entrambi i modelli costituiscono una forma di margine di sicurezza nella gestione del portafoglio, il che – unito a quello applicato nella selezione dei singoli titoli – costituisce un doppio livello di protezione.

Il rischio di puntare troppo è di gran lunga maggiore del suo opposto, e pensiamo quindi che tutti gli investitori, specialmente agli inizi nelle loro applicazioni di investimento selettivo, dovrebbero effettuare puntate nell'ottica di un "Kelly parziale". Ovviamente, questo riduce anche i potenziali utili ma, visto l'andamento parabolico previsto dalla formula di Kelly, la penalizzazione per chi scommette meno non è grave: dimezzando una puntata, il tasso potenziale di crescita si riduce del 25%.

L'opinione di Munger sul rischio di scommettere

Nel 1994 Charlie Munger accettò un invito da parte del professore Guilford Babcock a intervenire a un seminario sull'investimento della facoltà di Economia della University of Southern California. Parlò di diverse cose, tra cui "l'arte di diventare saggi". Spiegando lungo la strada come la pensava in tema di probabilità e ottimizzazione.

Per esemplificare la nozione di azione ordinaria in Borsa, disse: "Il modello che preferiscoè quello del sistema per totalizzare le scommesse sui cavalli. Se ci pensate un attimo, è come un mercato: arriva gente che scommette, e le quote cambiano a seconda delle puntate. Che è quello che succede in Borsa".

E continuava: "Qualsiasi imbecille può capire che un cavallo con un fantino leggero, una gran

percentuale di vittorie, e una buona posizione in partenza, ha molte più probabilità di vincere rispetto a un brocco con un fantino pesante e così via. Ma se guardiamo alle quote scopriamo che il brocco paga 100 a 1, mentre il cavallo in gamba paga 3 a 2. Allora non è così chiaro quale sia la scommessa migliore. I prezzi sono cambiati a tal punto che è diventato molto difficile battere il sistema".[21]

Questa analogia con le corse è perfetta per gli investitori che, troppo spesso, sono attirati da un azzardo che potrebbe pagare quote incredibili ma poi, per uno qualsiasi tra un numero infinito di possibili motivi, non si arriva alla fine della corsa. Oppure ancora, a volte scelgono una scommessa sicura senza neppure considerare quanto potrebbe ripagare. Secondo noi il modo più ragionevole di avvicinarsi alle corse dei cavalli, o al mercato azionario, è aspettare finché il cavallo giusto si presenta ai posti di partenza con le quote giuste e il fantino giusto.

Elementi di psicologia

Andrew Beyer è l'autore di diversi libri sulle corse dei purosangue, ha trascorso diversi anni a studiare gli scommettitori e ha visto perdere enormi quantità di denaro a causa dell'impulsività. Alle corse come altrove, la mentalità del casinò – quella spinta irrefrenabile a entrare in azione, a mettere il denaro sul tavolo, a lanciare il dado, a tirare una leva, a fare qualcosa – spinge le persone a scommettere in maniera sconsiderata, senza prendersi il tempo di pensare a ciò che stanno facendo.

Beyer comprende bene la spinta psicologica a partecipare al gioco e consiglia di assecondarla dividendo la propria strategia tra "action bets" (o scommesse "di azione") e "prime bets" (o scommesse "qualificate"). Le seconde sono riservate a giocatori esperti, al verificarsi di due condizioni: (1) fiducia elevata nelle capacità di vittoria del cavallo, e (2) quote più elevate del dovuto. Le scommesse qualificate richiedono quantità rispettabili di denaro, mentre le action bets, come suggerisce il nome, vengono riservate al tipo di azzardo e di piccola urgenza che soddisfano la necessità psicologica di giocare. Sono scommesse di importo minore, e non dovrebbero mai arrivare a una frazione significativa del capitale di cui dispone il giocatore.

Quando uno scommettitore comincia a perdere la distinzione tra prime bets e action bets, spiega Beyer, "sta compiendo una mossa che inevitabilmente lo condurrà a scommettere in maniera sconsiderata senza il dovuto equilibrio".[22]

Dalla teoria alla realtà

Ora abbandoniamo il mondo delle corse e applichiamo queste teorie alla realtà del mercato azionario. Il ragionamento è il medesimo.

1. Calcolare le probabilità. Ecco quelle che ci interessano: qual è la probabilità che il titolo che sto prendendo in considerazione realizzi, nel tempo, un guadagno maggiore della media di mercato?
2. Aspettare le quote migliori. Le probabilità di successo sono a vostro favore quando c'è un margine di sicurezza; più la situazione è incerta e maggiore sarà il margine necessario. In Borsa è rappresentato da un prezzo più basso del dovuto: quando la società vende al di sotto del valore intrinseco, è il momento di agire.
3. Aggiornarsi quando ci sono nuove informazioni. Sapendo che resterete in attesa di un prezzo a voi favorevole, prestate nel frattempo la massima attenzione a tutto ciò che fa la società. Il management ha cominciato a comportarsi in maniera irresponsabile? Vengono prese decisioni finanziarie diverse da quelle del passato? È successo qualcosa che ha cambiato le condizioni

concorrenziali alle quali si svolge l'attività dell'azienda? In questo caso, è probabile che le probabilità cambino a loro volta.

4. Decidete quanto investire. Di tutto il denaro che avete a disposizione per operare sul mercato, quale frazione dovrebbe essere riservata a un determinato acquisto? Cominciate dalla formula di Kelly, poi adeguatela al ribasso.

Ragionare in termini di probabilità potrebbe essere qualcosa di nuovo ma non è impossibile imparare a usarle. Se riuscirete a ragionare sulle azioni in questo modo, sarete sulla giusta strada per mettere a frutto le vostre stesse lezioni. Ricordiamoci dell'acquisto di Coca-Cola effettuato da Buffett nel 1988: investì un terzo del portafoglio della Berkshire. Coca-Cola era un'attività assolutamente eccezionale, e con dinamiche economiche sane in vendita a un prezzo sensibilmente inferiore al suo valore intrinseco.

Occasioni del genere non capitano spesso sul mercato azionario ma, quando se ne presenta una, quelli che hanno un'adeguata comprensione del calcolo delle probabilità la riconoscono e sanno cosa fare. Per dirla con Charlie Munger, "I saggi [investitori] puntano forte quando il mondo offre loro l'occasione di farlo. Scommettono in maniera decisa quando le probabilità sono dalla loro parte. E per il resto del tempo semplicemente non fanno niente. È tutto qua".[23]

Gli investitori selettivi dI Graham-and-Doddsville

Nel 1934, all'apice della Grande Depressione, fu pubblicato un testo assolutamente eccezionale dal titolo assolutamente normale di *Security Analysis*. Gli autori, Benjamin Graham e David Dodd, ci avevano lavorato per cinque anni, con le sole interruzioni dei loro corsi alla Columbia University e delle consulenze prestate ai clienti per aiutarli ad affrontare le conseguenze del crollo del 1929. Graham dichiarò poi che il tempo impiegato fu assolutamente provvidenziale, perché gli permise di includere nel libro la parte su "la saggezza acquisita a costo di tanta sofferenza".[24] *Security Analysis* è universalmente considerato un classico, ed è ancora in catalogo dopo ottant'anni e cinque edizioni. Sarebbe davvero sconsiderato sopravvalutare la sua influenza sul moderno mondo degli investimenti.

A cinquant'anni dalla prima edizione, la Columbia University Business School organizzò un seminario in occasione dell'anniversario. Warren Buffett era uno dei più noti ex studenti dell'università, e il più celebre fautore dell'approccio "al valore" di Graham. Il suo discorso, intitolato "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville" è ormai diventato a sua volta non meno classico del libro a cui rendeva omaggio.[25]

La maggior parte del pubblico quel giorno del 1984 – docenti universitari, ricercatori e accademici vari – ancora era saldamente attaccato alla moderna teoria di gestione del portafoglio e alla validità della teoria del mercato efficiente. Come ci si poteva aspettare, Buffett era in netto disaccordo con queste posizioni e nel suo discorso demolì tranquillamente i presupposti della teoria.

Cominciò riassumendo il punto centrale della teoria del portafoglio: il mercato azionario è efficiente, tutti i titoli sono prezzati correttamente e pertanto chiunque "batta il mercato" sistematicamente, anno dopo anno, è semplicemente fortunato. "Può darsi" argomentò Buffett, "ma conosco molte persone che ci riescono e il loro successo non può essere liquidato semplicemente dall'azzardo".

Proseguì poi esponendo i fatti. Tutti gli esempi che presentò quel giorno riguardavano individui che erano riusciti a battere il mercato nel corso del tempo, e che ci erano riusciti non per fortuna ma

perché seguivano principi appresi dalla medesima fonte: Ben Graham. Tutti risiedono, spiegò, nel "villaggio intellettuale" di Graham-and-Doddsville.

Anche quando prendono decisioni particolari in maniera diversa, spiegò Warren Buffett, tutti questi individui sono accomunati da un approccio comune che cerca di trarre vantaggio delle differenze tra il prezzo di mercato e il valore intrinseco. "Va da sé che i nostri investitori 'Graham and Dodd' non discutono del modello di valorizzazione degli asset di capitale o di covarianza degli utili", proseguì Buffett, "non sono argomenti che ritengono interessanti e, anzi, la maggioranza avrebbe problemi a dare la definizione di questi termini".

In un articolo pubblicato successivamente e basato sul suo discorso del 1984, Buffett allegò delle tabelle che illustravano gli stupefacenti risultati dei residenti di Graham-and-Doddsville.[26] Ma a unire questi grandi investitori non era solo l'"approccio Graham al valore". Ciascuno di essi – Charlie Munger, Bill Ruane e Lou Simpson – era riuscito anche a gestire portafogli selettivi, proprio come Buffett, e dai loro risultati possiamo imparare molte cose. Prima però di iniziare quest'analisi, facciamo la conoscenza del primo investitore selettivo della storia.

John Maynard Keynes

La maggior parte delle persone conosce John Maynard Keynes per i suoi contributi alla teoria economica, ma pochi sanno che è stato anche un investitore dai contorni leggendari, come testimoniato dalle prestazioni del Chest Fund del King's College di Cambridge, in Inghilterra.

Prima del 1920, gli investimenti del King's College si limitavano a titoli a rendimento fisso. Alla fine del 1919 Keynes fu eletto "Second Bursar" (responsabile amministrativo), e convinse gli amministratori ad avviare un fondo dedicato ad azioni ordinarie, valute e commodity futures. Questo conto distinto divenne poi il Chest Fund e dal 1927, quando venne nominato "First Bursar" fino alla morte nel 1945, Keynes ne ebbe la responsabilità esclusiva. Per tutti questi anni, si concentrò sempre solo su una manciata di aziende e nel 1934, lo stesso anno di *Security Analysis*, Keynes scrisse a un collega, spiegando le sue idee.

> È un errore pensare che il rischio venga limitato distribuendo troppe risorse tra aziende di cui si sa poco e nelle quali non c'è motivo per riporre una fiducia particolare… In questi casi, conoscenza ed esperienza sono limitate e raramente, in ogni determinato momento, vi sono più di due o tre attività alle quali mi sento personalmente in grado di riconoscere tutta la mia fiducia.[27]

Quattro anni più tardi, Keynes emanò un rapporto sulle politiche del Chest Fund, esponendo i suoi principi:

1. Scrupolosa selezione di pochi investimenti, sulla base dell'economicità in rapporto al plausibile, effettivo potenziale valore *intrinseco* per un periodo di alcuni anni nel futuro, e relativamente a possibili investimenti alternativi in quel momento.
2. Tenace conservazione di queste partecipazioni relativamente consistenti, in periodi di alti e bassi, anche per diversi anni, finché non avranno realizzato il potenziale intravvisto inizialmente, o sarà diventato evidente che il loro acquisto è stato un errore.
3. Un investimento *equilibrato*, cioè un ragionevole assortimento dei rischi nonostante le singole,

relativamente grandi posizioni, e se possibile rischi tra loro opposti.[28]

Anche se Keynes non usò questo termine, dalle sue politiche d'investimento ci sembra evidente che possiamo considerarlo un investitore selettivo: deliberatamente limitava i titoli a pochi nomi selezionati accuratamente, e si affidava all'analisi dei fondamenti per stimare il valore delle sue scelte rispetto al prezzo. Preferiva mantenere la turnazione del portafoglio al minimo, e cercava di scegliere "rischi opposti" introducendo una serie di posizioni economiche identificando attività prevedibili e di alto profilo.

Quali risulti ottenne Keynes? Durante i diciotto anni della sua gestione, il Chest Fund registrò un rendimento medio annuale del 13,2%, in un periodo in cui il mercato generale del Regno Unito restò sostanzialmente fermo. Se poi pensiamo che in quegli anni si verificarono sia la Grande Depressione sia la Seconda Guerra Mondiale, dobbiamo riconoscere che i risultati di Keynes furono straordinari.

Nonostante ciò, il Chest Fund visse dei momenti difficili; in tre anni distinti (1930, 1938 e 1940) il valore gestito scese sensibilmente più di quanto fece il mercato del Regno Unito. Analizzando i risultati di Keynes nel 1983, due moderni analisti osservarono che "dalle fortune ampiamente alterne del fondo, è evidente che era più volatile del mercato".[29] In effetti, se misuriamo la sua deviazione standard, scopriamo che il Chest Fund era quasi due volte e mezzo più volatile del mercato generalista. Sicuramente, anche se dopo un percorso occasionalmente accidentato, chi aveva investito nel fondo alla fine ottenne risultati significativamente superiori a quelli del mercato.

A questo punto, se pensate che grazie alla sua formazione macroeconomica Keynes possedesse un particolare tempismo nell'intervenire sul mercato, continuate a leggere quello che scriveva nel suo rapporto: "Non siamo riusciti a trarre particolare vantaggio con uno spostamento sistematico e generalizzato di titoli in entrata e in uscita, in momenti diversi del ciclo di scambio. Di conseguenza, mi è ora chiaro come l'idea di interventi su ampia scala sia per diversi motivi impraticabile e in effetti indesiderabile. La maggior parte di coloro che cerca di attuare [una simile strategia] vende e acquista troppo tardi, o fanno entrambe le cose troppo spesso, registrando costi pesanti e sviluppando un'attitudine mentale inquieta e speculativa, che se dovesse diffondersi avrebbe inoltre la grave controindicazione sociale di aumentare la scala delle oscillazioni".[30]

Una turnazione elevata produce costi elevati, alimenta un'attitudine speculativa e peggiora le fluttuazioni del mercato. Era vero allora, ed è vero oggi.

La Charles Munger Partnership

Anche se i grandi risultati di Berkshire Hathaway sono di solito collegati al suo presidente, non dovremmo mai dimenticare che il vicepresidente Charlie Munger è egli stesso un investitore d'eccezione. "Ci siamo conosciuti intorno al 1960", ricorda Buffett, "e ricordo di avergli detto che fare l'avvocato era un ottimo hobby ma che poteva fare di meglio".[31] Come ricorderete dal Capitolo 2, all'epoca Munger gestiva uno studio legale di successo a Los Angeles, ma gradualmente spostò le sue energie verso una nuova attività d'investimento che portava il suo nome.

"Il suo portafoglio si concentrava su pochissimi titoli e di conseguenza i risultati erano molto più volatili" ricorda Buffett, "ma già si basava sul medesimo approccio sconto-sul-valore". Nel prendere

le decisioni Charlie seguiva la filosofia di Graham e si interessava unicamente ad aziende in vendita al di sotto del loro valore intrinseco: "era disposto ad accettare alti e bassi nei risultati e, guarda caso, è un tipo naturalmente portato alla concentrazione".[32]

Si noti che, per descrivere i risultati di Charlie, Buffett non parla di rischio. Se ricorressimo alla definizione convenzionale di rischio, come ricorre nella moderna teoria dei portafogli, dove il rischio emerge dalla volatilità dei prezzi, si potrebbe anche dire che nel corso dei suoi tredici anni di attività, la partecipazione di Charlie è stata estremamente rischiosa. La sua deviazione standard era quasi il doppio di quella del mercato, ma un risultato superiore di 18 punti alla redditività annuale media del mercato in quello stesso periodo non fu il frutto di una persona disposta a correre dei rischi, ma di un abile investitore.

Il Sequoia Fund

Buffett conobbe Bill Ruane 1951, quando entrambi seguivano le lezioni di Ben Graham alla Columbia. I due compagni di corso restarono in contatto, e Buffett seguì ammirato i risultati delle gestioni di Ruane nel corso degli anni. Quando Buffett chiuse il suo studio nel 1969, chiese a Ruane di gestire i fondi di alcuni degli ex soci, e fu quello l'inizio del Sequoia Fund.

Entrambi sapevano che si trattava di un periodo difficile per avviare un fondo pensionistico, ma Ruane andò avanti. Il mercato azionario si stava dividendo in due: la maggior parte dei grandi capitali tendeva a gravitare verso i nuovi "Nifty Fifty", lasciando le briciole ai titoli "orientati al valore". Come sottolineava Buffett, all'inizio degli anni Settanta i risultati comparativi per questi ultimi erano deludenti, ma anche così "sono felice di poter dire che i miei soci, in grandissima misura, non solo sono rimasti con me, ma hanno conferito ulteriore capitale, con ottimi risultati".[33]

Il Sequoia Fund fu un autentico pioniere: il primo fondo pensionistico retto secondo i principi dell'investimento selettivo. Il portafoglio del Sequoia dimostra chiaramente che Bill Ruane e Rick Cuniff, suo socio nella Ruane, Cuniff & Company, gestivano un insieme di proprietà strettamente selezionate e a bassa turnazione. In media, molto più del 90% del fondo era investito in un gruppo che andava da sei a dieci aziende. E anche così la diversificazione era, e continua tutt'ora a essere, reputata considerevole. Ruane ha spesso sottolineato che pur essendo selettivo, il Sequoia ha sempre cercato di gestire partecipazioni in una serie di attività tra loro molto diverse.

Da subito Bill Ruane si era messo in evidenza come assolutamente unico tra i gestori finanziari. In generale, possiamo dire che per la maggior parte questi professionisti tendono a comporre un portafoglio di titoli non troppo diverso dall'indice con cui verranno valutati. Il gestore ha una buona comprensione dei meccanismi dei pesi con cui l'indice ingloba i singoli settori industriali, e da lì procede a selezionare titoli per ciascun settore. Normalmente, la Ruane, Cuniff & Company opera partendo dall'idea di selezionare i migliori titoli possibile; poi lascia che sia il portafoglio a formarsi intorno a quelle prime selezioni.

Naturalmente, la scelta dei titoli migliori richiede una ricerca approfondita, e lo studio si è guadagnato sul campo una solida reputazione nella gestione finanziaria. Si parte ignorando i rapporti di Wall Street, e affidandosi a proprie ricerche sul campo, presso le aziende. "Non moriamo dalla voglia di andare a caccia di nomi nuovi", ha dichiarato Ruane, "ma quando lo facciamo sul mio biglietto da visita c'è scritto Bill Ruane, *Research Analyst"*.

Si tratta di una mentalità estranea a Wall Street. "Tipicamente, le carriere cominciano in una posizione da analista, ma con l'aspirazione a passare all'incarico molto più prestigioso di gestore di

portafoglio", aggiunge, "al contrario, noi siamo convinti da sempre che con investitori di lungo termine il momento dell'analisi sia predominante e che la gestione del portafoglio segua poi naturalmente".[34]

Come ha funzionato questo approccio per gli azionisti del Sequoia? Dal 1971 al 2013 il Sequoia Fund ha registrato un utile medio annuo del 14,46%, rispetto al 10,64% dell'indice S&P.

Come altri portafogli selettivi, il Sequoia Fund ha ottenuto questi risultati superiori alla media percorrendo una strada leggermente più accidentata. La deviazione standard del mercato durante questo periodo è stata del 16,1%, contro il 21,2% del Sequoia. Chi sposa la definizione di rischio della moderna teoria del portafoglio ne concluderebbe che, come per lo studio di Munger, per ottenere un risultato migliore il Sequoia ha corso rischi maggiori. Chi invece prende atto dello scrupolo con cui il Sequoia svolge le proprie ricerche, esiterebbe a trarre questa conclusione.

Lou Simpson

Più o meno quando, alla fine degli anni Settanta, Warren Buffett avviò l'acquisizione delle azioni GEICO, fece anche un altro acquisto che avrebbe avuto una ricaduta diretta sullo stato di salute finanziario della società. Si trattava di Lou Simpson.

Simpson aveva conseguito un master in Economia alla Princeton University: prima che Buffett lo chiamasse nella GEICO nel 1979, aveva lavorato sia per Stein Roe & Farnham sia per la Western Asset Management. A proposito del colloquio di lavoro, Buffett ricorda che Lou aveva "il carattere ideale per un investitore". Era di temperamento indipendente, fiducioso nei risultati delle proprie ricerche e "che non ricavava nessun piacere particolare nel seguire o nell'andare contro la corrente".[35]

Lou aveva una reputazione di lettore vorace che ignorava le ricerche di Wall Street, e preferiva passare ore e ore sui rapporti annuali delle aziende. Il suo metodo di selezione delle azioni ordinarie era simile a quello di Buffett. Gli interessavano solo attività che generavano utili elevati, gestite da un management capace e disponibili a prezzi ragionevoli. In comune con Buffett aveva anche un'altra cosa: preferiva concentrare il portafoglio su pochi titoli. Tipicamente, il portafoglio miliardario della GEICO comprendeva meno di dieci titoli. Lo stesso portafoglio che tra il 1980 e il 2004 produsse utili annui del 20,3% rispetto alla media di mercato del 13,5%. Il commento di Buffett fu il seguente: "Lou ha investito regolarmente e con continuità in titoli sottovalutati che, presi singolarmente, difficilmente avrebbero prodotto gravi perdite permanenti e che, insieme, erano virtualmente esenti da rischio".[36]

Ed ecco ancora una volta in azione il concetto di rischio di Buffett: non ha nulla a che vedere con la volatilità dei prezzi, ma piuttosto con la sicurezza che singole azioni, nel tempo, produrranno un utile.

I risultati e lo stile d'investimento di Simpson si accordavano perfettamente con le idee di Buffett: "Lou ha il medesimo approccio – cauto, selettivo – che adottiamo in Berkshire, e averlo a bordo con noi costituisce una fantastica marcia in più. Non sono molte le persone a cui lascerei gestire soldi e affari di cui abbiamo il controllo, ma nel caso di Lou è per noi un autentico piacere".[37]

Buffett, Munger, Ruane, Simpson. È chiaro che i superinvestitori di Buffettville condividono un atteggiamento intellettuale all'investimento: li unisce la convinzione che la strada per ridurre il rischio sia acquistare azioni solo quando è sufficientemente elevato il margine di sicurezza (cioè una differenza a loro favore tra il valore intrinseco della società e il valore di mercato al momento

dell'acquisto). Pensano anche che concentrare i loro portafogli intorno a un numero limitato di questi eventi con probabilità elevata non solo riduce il rischio, ma contribuisce a generare utili molto superiori alle medie di mercato.

Ma anche così, quando si sottolineano i risultati di questi investitori, c'è chi resta scettico, domandandosi: non sarà che il loro successo derivi dalle numerose e strette relazioni personali? Di fatto, hanno sempre scelto titoli diversi tra loro: Buffett non aveva un portafoglio identico a quello di Munger, e quest'ultimo acquistava titoli diversi da quelli di Ruane, che a sua volta non faceva le stesse scelte di Simpson. E nessuno sapeva cosa comprasse Keynes. D'accordo, proseguono gli scettici, ma si tratta di soli cinque investitori e non sono sufficienti a trarre conclusioni statisticamente significative. In un settore con migliaia di gestori, queste cinque storie di successo potrebbero essere del tutto casuali.

Giusto. Per poter escludere che i cinque superinvestitori di Buffettville non siano altro che eccezioni statistiche, dobbiamo allargare le nostre osservazioni. Sfortunatamente, la popolazione degli investitori selettivi è molto piccola: tra le molte migliaia di gestori finanziari solo una scarsa minoranza gestisce portafogli selettivi. E questo ci riporta al punto di partenza.

Si tratta dello stesso problema di fronte al quale mi trovai scrivendo il libro *The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investing Strategy* (John Wiley & Sons, 1999). Semplicemente, non c'erano abbastanza investitori da studiare per trarre conclusioni statisticamente significative. Cosa feci, allora? Insieme all'editore coinvolsi un gruppo di statistici, e con loro abbiamo costruito una simulazione inventandoci 3 mila investitori selettivi con differenti caratteristiche.[38]

Grazie al database Compustat delle performance dei titoli azionari, abbiamo isolato 1.200 società di cui erano disponibili informazioni misurabili, tra cui fatturato, utili e utili relativi. Poi abbiamo scritto un programma affinché, a partire da queste 1.200 aziende, assemblasse 12 mila portafogli di varie dimensioni, organizzandoli in quattro gruppi:

- 3 mila portafogli con 250 titoli.
- 3 mila portafogli con 100 titoli.
- 3 mila portafogli con 50 titoli.
- 3 mila portafogli con 15 titoli (il gruppo dei "selettivi").

Il passo successivo è stato calcolare l'utile medio annuo di ciascun portafoglio in ciascun gruppo, su un periodo di circa dieci anni (1987-1996). Poi abbiamo confrontato gli utili dei quattro gruppi con la performance complessiva della Borsa (identificata con l'indice di S&P) durante lo stesso periodo.

- Tra i portafogli con 250 titoli, la deviazione standard è stata dello 0,65%; il portafoglio migliore ha generato il 16,0% annuo e il peggiore l'11,4%.
- Tra i portafogli con 100 titoli, la deviazione standard è stata dell'1,11%; il migliore ha generato il 18,6% e il peggiore il 10%.
- Tra i portafogli con 50 titoli, la deviazione è stata dell'1,54%; il migliore ha generato il 19,1% e il peggiore l'8,6%.
- Tra i portafogli con 15 titoli, la deviazione è stata del 2,78%; il migliore ha generato il 26,6% e il peggiore il 6,76%.

Da questi dati emergeva un risultato cruciale: riducendo il numero di azioni in portafoglio aumentavano le probabilità di generare utili maggiori della media di mercato. Altresì, e questo non era certo una sorpresa, aumentavano quelle di ottenere utili inferiori.

A rafforzare la prima conclusione, elaborando i dati notammo alcuni altri fatti davvero notevoli:

- Su 3 mila portafogli con 250 titoli, 63 avevano battuto il mercato.
- Su 3 mila portafogli con 100 titoli, 337 avevano battuto il mercato.
- Su 3 mila portafogli con 50 titoli, 549 avevano battuto il mercato.
- Su 3 mila portafogli con 15 titoli, 808 avevano battuto il mercato.

Con un portafoglio del primo gruppo (250 titoli) la probabilità di battere il mercato era circa di uno su cinquanta (0,02%). Con uno del quarto (15 titoli) saliva drasticamente a più di uno su quattro (27%).

Un'altra considerazione importante è la seguente: lo studio non comprende i costi di gestione. Ovviamente, se gli utili sono alti lo saranno anche i costi, che in generale abbasseranno il ritorno per gli investitori.

Quanto alla seconda conclusione, non fa altro che rafforzare l'importanza decisiva di una selezione intelligente e ponderata dei titoli. Non è una coincidenza casuale che i superinvestitori di Buffettville siano anche dei selezionatori decisamente superiori alla media. Gestire un portafoglio selettivo senza una selezione adeguata delle azioni può produrre risultati brutalmente al di sotto della media di mercato.

Generare i 3 mila portafogli selettivi del nostro studio statistico, quindici anni fa, fu un esercizio semplice e diretto. Da allora, la nozione di investimento selettivo è stata approfondita da lavori accademici, che ne hanno analizzato le prestazioni dei portafogli in rapporto alle dimensioni su periodi molto più lunghi. Soprattutto K.J. Martijn Cremers e Antti Petajisto hanno condotto ricerche dettagliate sull'investimento selettivo a partire dalla nozione di "active share" (quota attiva, NdT).[39]

L'active share rappresenta la quota di un portafoglio che differisce dai titoli dell'indice di riferimento con cui il portafoglio viene confrontato. Viene espresso da una percentuale, e misura non solo la selezione dei titoli, ma anche eventuali sovra o sottovalutazioni dei titoli in portafoglio rispetto ai pesi dei riferimento. Secondo Cremers e Petajisto, i gestori dei portafogli con un active share non superiore al 60% sono dei closet indexers (indicizzatori cassettisti, NdT). I loro portafogli, cioè, assomigliano agli indici con cui vengono confrontati. I portafogli con un active share dall'80% in su sono invece portafogli che si discostano dall'indice in maniera significativa.

Cremers e Petajisto hanno calcolato gli active share dei fondi pensionistici dal 1980 al 2003, e li hanno messi in relazione con le caratteristiche dei fondi stessi, tra cui la dimensione, i costi di gestione, il tasso di turnazione e i risultati. Che cos'hanno scoperto? Che l'active share predice i risultati. I fondi con un active share elevato, cioè che si discostavano dall'indice di riferimento, avevano prestazioni nettamente superiori, mentre quelli con l'active share minore avevano risultati peggiori.

Un altro fatto interessante riferito da Cremers è il seguente: nel 1980 il 50% dei fondi pensionistici a elevata capitalizzazione aveva un active share dell'80% o superiore. In altre parole, avevano un portafoglio che si discostava in maniera significativa dal loro indice di riferimento. Oggi, solo il 25% dei fondi pensionistici è considerato veramente "attivo". "Sia gli investitori sia i gestori di

fondi sono molto più consapevoli del ruolo degli indici", commenta Cremers, "un gestore vuole evitare di ritrovarsi nel 20% o 40% inferiore (del proprio gruppo di riferimento), e il modo più sicuro per riuscirci – specialmente quando si viene giudicati nel breve termine – è di appiattirsi sull'indice".[40]

Siccome gli investitori tendono a ritirare il denaro dai fondi pensionistici con performance inferiori a quelle degli indici, i gestori di portafogli hanno sempre più cercato di strutturarli in modo che simulino questi ultimi. Naturalmente, come abbiamo visto, più un portafoglio assomiglia a un indice, meno è probabile che possa avere una performance superiore; e non bisogna poi mai dimenticare che un gestore con un portafoglio diverso dall'indice di riferimento è un gestore "attivo". Resta un'ultima domanda: *quanto* attivo è il vostro portafoglio?

La vera misura del valore

Nel suo famoso discorso sulla popolazione di Graham-and-Doddsville, Warren Buffett disse molte cose importanti, la più profonda delle quali è la seguente: "Quando il prezzo di un titolo può essere influenzato da un 'gregge' di Wall Street, con prezzi fissati ai margini da persone emotive, è difficile sostenere che il mercato resti *sempre* razionale. In realtà, i prezzi di mercato spesso non hanno alcun senso".[41]

È importante la direzione che ci indica. Se accettiamo l'idea che i prezzi non sono sempre il frutto di un processo razionale, allora siamo liberi dall'abitudine miope di utilizzarli come l'unica possibile base per le nostre decisioni. Se accettiamo che il prezzo di un'azione non è tutto quello che conta, possiamo allargare i nostri orizzonti e concentrarci su ciò che conta veramente: la ricerca meticolosa e l'analisi dell'attività economica soggiacente. Naturalmente, dobbiamo essere al corrente dei prezzi, in modo da riconoscere quando scendono al di sotto del valore reale, ma non dobbiamo più lasciarci strangolare da questa misura monodimensionale in grado di fuorviarci brutalmente.

Non si tratta di una transizione facile da compiere. Tutto il sistema – gestori finanziari, investitori istituzionali e ogni possibile varietà e tipo di investitore individuale – non vede altro che i prezzi. Se il prezzo di una data azione sale, immaginiamo che stia succedendo qualcosa di positivo; se comincia a scendere, pensiamo che stia accadendo qualcosa di brutto e ci comportiamo di conseguenza.

È un'abitudine mentale sterile, che viene accentuata da un'altra: la valutazione dell'andamento dei prezzi sul breve periodo. In questa situazione, direbbe Buffett, non solo dipenderemo unicamente dalla cosa sbagliata (il prezzo), ma non faremmo altro che guardarlo troppo spesso e saremmo troppo pronti a metterci le mani nei capelli non appena quello che vediamo non ci piace.

Questa fallacia – la mentalità di ancorarsi al prezzo, e al breve termine – è un modo profondamente sbagliato di pensare e in questo campo si presenta a ogni livello. È quello che spinge molti a verificare i prezzi dei titoli ogni giorno, a volte ogni ora, ed è il motivo per cui gli investitori istituzionali – persone e istituzioni che hanno la responsabilità di miliardi di dollari – sono pronti ad acquistare e a vendere a uno schiocco di dita. È anche il motivo per cui i gestori di mutui pensionistici ruotano i titoli del portafoglio a velocità vertiginose: pensano che fare così sia il loro lavoro.

Sorprendentemente, quegli stessi gestori finanziari sono i primi a consigliare ai clienti di restare calmi quando le cose si fanno più incerte, inviando lettere rassicuranti che lodano le virtù del mantenere la rotta. Se è così, perché non mettono in pratica ciò che predicano?

È particolarmente facile osservare questa contraddizione nella gestione dei fondi pensionistici, perché è documentata particolarmente e viene analizzata e passata in rassegna dalla stampa finanziaria. Vista la disponibilità di tante informazioni, e siccome si tratta di fondi ben noti e studiati, credo che possiamo capire particolarmente bene la follia di affidarsi al prezzo, osservando quali risultati produce in questo caso.

Lo scrittore finanziario Joseph Nocera ha sottolineato la contraddizione tra le raccomandazioni agli azionisti da parte dei gestori dei fondi pensionistici – "comprate e conservate" – e quello che fanno effettivamente con i loro portafogli, e cioè una compravendita continua. Ribadendo quanto già osservato su questo doppio gioco, Nocera ha citato Don Philips di Morningstar.com: "C'è una profonda frattura tra ciò che il settore, fa e ciò che dice agli investitori di fare".[42]

La domanda che sorge spontanea è allora questa: se agli investitori si consiglia di acquistare e conservare i titoli, perché ogni anno i gestori acquistano e vendono freneticamente? La risposta secondo Nocera è che "le dinamiche interne al settore dei fondi rende quasi impossibile ai gestori guardare oltre il breve termine".[43] Perché? Perché il business dei fondi pensionistici si è trasformato in un insensato gioco a chi ottiene i risultati migliori nel tempo più breve, con il prezzo come unica misura di tutto.

Oggi sui gestori di portafoglio viene esercitata una pressione molto forte affinché producano risultati spettacolari in poco tempo, risultati il cui scopo è anche quello di attirare l'attenzione. Ogni tre mesi testate illustri come il *Wall Street Journal* e *Barron's* pubblicano le classifiche dei risultati dei fondi pensionistici: quelli che nei tre mesi passati hanno avuto la performance migliore si spostano in cima alla lista, vengono lodati in TV e sui giornali dai commentatori finanziari, corrono a pubblicare inserzioni e articoli autopromozionali e attirano un turbinio di nuovi investimenti. Gli investitori, che intanto hanno aspettato per vedere quale fondo aveva la cosiddetta "mano calda", si aggrappano a queste classifiche. Di fatto, le classifiche trimestrali sono largamente utilizzate per distinguere i gestori considerati abili dai mediocri.

Per quanto brutalmente evidente nel caso dei fondi pensionistici, questa fissazione sui risultati di breve termine del prezzo costituisce in realtà la mentalità dominante e più diffusa nel settore degli investimenti: non è più sul lungo termine che si valutano i gestori. Anche chi è gestore di se stesso viene influenzato dalla tendenza malsana dell'ambiente: da molti punti di vista, è come se fossimo diventati schiavi di una macchina che praticamente certifica e garantisce le prestazioni mediocri.

Nel 1986, V. Eugene Shahan, un ex studente della Columbia University Business School, gestore di portafogli per l'U.S. Trust, scrisse un articolo di commento all'articolo di Buffett "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville". Si intitolava "Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive?" ("I risultati di breve termine e il value investing sono mutuamente esclusivi?"). Shahan si poneva la nostra stessa domanda: quando è giusto misurare le capacità di un gestore finanziario dai suoi risultati a breve termine?

Osservò che, con l'eccezione dello stesso Buffett, molti di quelli che lui chiamava "superinvestitori", innegabilmente abili e di successo, avevano registrato dei periodi di risultati mediocri nel breve termine. Come in una sua versione finanziaria della fiaba della tartaruga e della lepre, Shahan commentava: "Potrebbe essere uno di quei paradossi della vita, per cui investitori che si preoccupano principalmente dei risultati di breve termine potrebbero anche ottenerli ma a spese di quelli a lungo termine. Lo straordinario medagliere dei superinvestitori di Graham-and-Doddsville è stato ottenuto con apparente, totale indifferenza alle performance immediate".[44] Nel vero e proprio

derby degli odierni fondi pensionistici, conclude Shahan, i superinvestitori di Graham-and-Doddsville sarebbero stati ignorati. Come pure quelli di Buffettville.

Durante la sua gestione del Chest Fund, durata diciotto anni, John Maynard Keynes ottenne risultati inferiori a quelli del mercato per un terzo di questo periodo. Di più: li ottenne per i primi tre anni, restando indietro di 18 punti rispetto al mercato.

È analoga la storia del Sequoia, che restò sotto la media del mercato per il 37% del periodo di osservazione. Come Keynes, anche Ruane conobbe un periodo di maturazione difficile. "Nel corso degli anni", confessò poi, "siamo stati periodicamente additati come i re della sottoperformance. L'idea ancora confusa di fondare il Sequoia ci venne a metà anni Settanta, e dovemmo subire la vera e propria tortura cinese della goccia restando sotto l'indice S&P per quattro anni di fila". Alla fine del 1974, era 36 sonorissimi punti al di sotto del mercato. "Come dire, ci nascondevamo sotto la scrivania, non rispondevamo alle telefonate e ci domandavamo se la tempesta sarebbe mai passata".[45] Ma naturalmente la tempesta passò. Sette anni dopo la partenza, Sequoia aveva guadagnato 220 punti rispetto al 60% dell'indice S&P.

Neppure Charlie Munger sfuggì all'inevitabile sequenza di alti e bassi dell'investimento selettivo. Come altri investitori dalla medesima filosofia, nel corso di quattordici anni Charlie restò al di sotto delle medie di mercato per il 36% del tempo, inanellando una serie di incidenti di breve termine. Dal 1972 al 1974 restò al di sotto della media di 37 punti e Lou Simpson, nel corso di diciassette anni, restò al di sotto del mercato per il 24% del tempo, con un minimo di 15 punti nel caso del suo risultato relativamente peggiore, che però durò un anno.

Incidentalmente, abbiamo osservato gli stessi andamenti nei risultati analizzati nel nostro studio sui 3 mila portafogli selettivi. Degli 808 che hanno battuto il mercato in un periodo di dieci anni, un sorprendente 95% ha vissuto periodi prolungati di sottoperformance di tre, quattro, cinque e persino sei anni su dieci.

Cosa pensate che sarebbe successo a Keynes, Munger, Ruane o Simpson se fossero stati gestori novellini che cominciavano la loro carriera oggi, quando sembrano contare unicamente i risultati dell'anno in corso?

Eppure, è anche giusto porsi la seguente domanda: se da una strategia di investimento selettivo possiamo aspettarci periodi anche lunghi di vacche magre, come distinguere – usando come misura unicamente l'andamento dei prezzi – se stiamo osservando un abile investitore all'opera, che però sta attraversando un anno poco brillante (o anche un periodo di tre anni), ma che nel lungo periodo avrà buoni risultati, oppure un gestore che potrebbe semplicemente non avere le qualità necessarie a una buona strategia "selettiva"?

Non facciamo fatica a immaginare la risposta di Warren Buffett. Per lui, la morale della storia è molto chiara: dobbiamo rinunciare al prezzo come unità di misura esclusiva, e liberarci dell'abitudine mentale improduttiva e inefficiente di emettere giudizi di breve termine.

Ma se non è il prezzo la misura di tutte le cose, cosa dobbiamo usare? "Niente" non è una buona risposta e anche una strategia buy and hold non implica tenere gli occhi chiusi. Semplicemente, dobbiamo trovare un altro indicatore di performance e, fortunatamente, uno esiste ed è la pietra angolare della filosofia secondo la quale Buffett misura i suoi stessi risultati e quelli delle diverse unità operative di Berkshire Hathaway.

Una volta Buffett ha dichiarato che "non mi interesserebbe granché se la Borsa chiudesse per un anno o due. Dopotutto, chiude già di sabato e di domenica e neanche questo mi ha mai

preoccupato".[46] È vero che "un mercato molto attivo negli scambi è utile e assolve a una funzione, presentando periodicamente opportunità di affari allettanti", precisava, "ma non è in alcun modo qualcosa di fondamentale".[47] Per apprezzare fino in fondo una dichiarazione del genere, dobbiamo soppesare con attenzione l'affermazione successiva: "Una sospensione prolungata degli scambi di titoli in nostro possesso non ci preoccuperebbe più della mancanza di quotazioni giornaliere [delle aziende possedute al 100% dalla Berkshire]. Alla fine, il nostro destino economico sarà determinato da quello delle nostre proprietà, che siano parziali [sotto forma di azioni o obbligazioni] o totali".[48]

Se foste titolari di un'impresa, e non disponeste di quotazioni giornaliere per misurarne l'andamento, in quale modo potreste valutarne i progressi? Con ogni probabilità misurereste la crescita degli utili, in assoluto e percentualmente sul capitale, o il miglioramento dei margini operativi. Semplicemente, sarebbe la struttura economica dell'attività a indicarvi l'aumento o la diminuzione del valore dell'investimento.

Secondo Buffett, la vera e propria cartina di tornasole per misurare i risultati di una società quotata in Borsa è esattamente la stessa cosa. "Insieme a Charlie, lasciamo che a parlare e a dirci se l'investimento ha funzionato siano i risultati operativi dei nostri titoli sul mercato, non le quotazioni giornaliere o anche annuali" spiega Buffett. "Il mercato può anche ignorare per un po' un business di successo, ma alla fine se ne accorgerà".[49]

Ma possiamo contare sul fatto che il mercato ci premi per avere scelto le aziende giuste? È possibile identificare una correlazione significativamente stretta tra gli utili operativi di una società e la sua quotazione azionaria? La risposta sembra essere "sì", se ci viene concesso il giusto orizzonte temporale.

Quando decidemmo di stabilire quanto fosse consistente il legame tra quotazione e utili di un'azienda utilizzando il nostro gruppo di 1.200 società (pag. 180, NdT), scoprimmo che più il periodo di osservazione era lungo e più forte risultava la correlazione. Con azioni conservate per tre anni, variava tra 0,131 e 0,360 (una correlazione di 0,360 significa che il 36% della varianza nel prezzo è dovuta alla varianza degli utili). Per le azioni conservate per cinque anni, la correlazione variava tra 0,374 e 0,599. Su un periodo di dieci anni aumentava a 0,593-0,695.

Questo avvalora la tesi di Buffett secondo la quale, su un periodo di tempo sufficientemente lungo, il prezzo di un'attività si allinea al suo valore. Egli stesso mette però in guardia sul fatto che la traduzione degli utili nella quotazione azionaria è "non equa" e "imprevedibile". Anche se la correlazione tra le due grandezze tende a rafforzarsi col tempo, non sempre rappresenta una previsione: "Sul lungo periodo i valori di mercato riflettono ragionevolmente bene quelli economici, ma in un dato anno il rapporto tra i due può variare in maniera capricciosa".[50] È la medesima lezione di Ben Graham: "Nel breve termine, il mercato conta i voti ma nel lungo li pesa".[51]

Tante unità di misura

È ormai chiaro come Buffett non abbia alcuna fretta di vedere confermato dal mercato quello che lui sa già essere vero. "La velocità alla quale viene riconosciuto il successo di un'attività non è particolarmente importante, finché il suo valore intrinseco continua ad aumentare a un tasso soddisfacente" osserva. "Anzi, un riconoscimento tardivo può tornare utile, dando la possibilità di acquistarne una buona fetta a prezzi convenienti".[52]

Per aiutare gli azionisti ad apprezzare gli ingenti investimenti della Berkshire Hathaway in azioni ordinarie, Buffett ha coniato il termine utili "look-through" (in trasparenza, NdT). Gli utili look-

through della Berkshire si ottengono sommando gli utili operativi delle attività consolidate (le sussidiarie), gli utili trattenuti dei maggiori investimenti in azioni ordinarie, e tenendo in conto un margine per le imposte che la Berkshire dovrebbe corrispondere se gli utili trattenuti venissero corrisposti.

In origine la nozione di utili look-through fu messa a punto per gli azionisti della Berkshire a cui serviva un metodo per capire il valore del loro portafoglio quando le quotazioni azionarie si distaccavano dal valore economico (cosa che accade spesso): "Lo scopo di ciascun investitore dovrebbe essere quello di comporre un portafoglio (in realtà, un'azienda) che generi il massimo utile look-through nei dieci anni successivi".[53]

Secondo Buffett, dal 1965 (l'anno in cui prese il controllo di Berkshire Hathaway) gli utili look-through della società sono cresciuti sostanzialmente alla stessa velocità del valore di mercato delle proprietà. Anche se non sempre, sono avanzati in parallelo. Spesso gli utili hanno superato i prezzi, altre volte è accaduto il contrario. Quello che non dobbiamo dimenticare è che questo tipo di relazione è vera e funziona nel tempo. "Un approccio di questo tipo" consiglia Buffett, "costringe l'investitore a ragionamenti di lungo termine invece che a seguire le occasioni del mercato nell'immediato, una prospettiva che con ogni probabilità migliorerà i risultati".[54]

Quando Buffett prende in considerazione un possibile investimento, per prima cosa passa in rassegna le sue proprietà del momento, per vedere se il nuovo possibile acquisto rappresenti una qualche forma di miglioramento. In pratica, il portafoglio della Berkshire è un ottimo indicatore economico col quale confrontare possibili acquisizioni. Come afferma sempre Charlie Munger: "Quello che Buffett sostiene è qualcosa di estremamente utile per virtualmente qualsiasi investitore. Per il singolo individuo, la migliore unità di misura dovrebbe essere sempre ciò che già si possiede". Il passo successivo è uno dei segreti più cruciali ma ampiamente sottovalutati, per aumentare il valore di un portafoglio. "Se il nuovo acquisto che state valutando non è meglio di qualcosa che già possedete, o che sapete essere disponibile" prosegue Charlie "allora non ha passato la valutazione. In questo modo, escluderete il 99% di quello che c'è in giro".[55]

Perciò quello che già possedete costituisce la vostra unità di misura, e il vostro personale indice di confronto può essere definito in tanti modi: utile look-through, utile sul capitale, o margine di sicurezza, per esempio. Quando acquistate o vendete titoli di una società, state alzando o abbassando il vostro indice economico. Il lavoro di un gestore di portafogli, che agisca sul lungo termine e che sia convinto che nel futuro i prezzi delle azioni rifletteranno il soggiacente valore economico, è quello di aumentare il vostro indice.

Se ora facciamo un passo indietro e ragioniamo per un istante, l'indice S&P è una certa unità di misura: è composto da 500 aziende e ciascuna di queste ha un proprio risultato economico di gestione. Per fare meglio dell'indice S&P – per ottenere risultati migliori – dobbiamo comporre e gestire un portafoglio di aziende con prestazioni economiche superiori alle prestazioni economiche medie pesate dell'indice. Spiega Buffett: "Se il mio universo di occasioni di business si limitasse, per esempio, a società private di Omaha, per cominciare cercherei di valutarne le caratteristiche economiche nel lungo termine; in secondo luogo, cercherei di capire le capacità degli uomini che le gestiscono; e infine cercherei di entrare nelle migliori a un prezzo ragionevole. Certamente, non mi interesserebbe possedere la stessa percentuale di tutte le attività cittadine. Perché, quindi, la Berkshire dovrebbe avere un approccio diverso quando si tratta di operare con grandi società quotate? E siccome è molto difficile individuare attività veramente d'eccellenza, e management

all'altezza, perché dovremmo scartare a priori dei prodotti collaudati? Il nostro motto è: se ti va bene subito, smetti di provarci".[56]

L'investimento selettivo costituisce necessariamente un approccio a lungo termine, e se domandiamo a Buffett quale, secondo lui, è un periodo ideale per conservare delle azioni, risponderebbe: "Per sempre". In altre parole, finché l'azienda continua a esibire un'efficienza economica superiore alla media del suo settore e il suo management ne alloca razionalmente gli utili. "Noi pensiamo che l'inattività possa essere un comportamento razionale", spiega Buffett, "né noi né la maggior parte dei gestori smaniamo per scambiare febbrilmente proprietà altamente redditizie alla prima previsione di un minimo ritocco del tasso di sconto da parte della Federal Reserve, o perché qualche santone di Wall Street ha cambiato idea sul mercato. Perché quindi dovremmo comportarci diversamente con le nostre quote di minoranza in ottime attività?".[57]

Naturalmente, se vi ritrovate con un'azienda mal messa dovrete liberarvene, altrimenti per definizione vi sobbarcherete il peso di un'attività con prestazioni inferiori alla media. Ma se invece possedete qualcosa con caratteristiche d'eccellenza, l'ultima cosa a cui dovreste pensare è vendere.

Questo approccio "in stile bradipo" alla gestione del portafoglio potrà sembrare strano a chi è abituato a un'attività regolare di compravendita dei titoli, ma possiede due importanti vantaggi economici, oltre ad aumentare il capitale a una velocità superiore alla media: riduce i costi delle transazioni e aumenta gli utili dopo le tasse. Ciascuno dei due è di per sé estremamente auspicabile, e il loro effetto combinato è enorme.

In una sua rassegna di 3.650 fondi obbligazionari domestici, Morningstar.com, la società di Chicago analista di fondi pensionistici, ha scoperto che i fondi con una rotazione ridotta generavano utili maggiori di quelli con ricambi più elevati. Per la precisione, lo studio ha appurato che, su un periodo di dieci anni, i fondi con una turnazione inferiore al 20% avevano ottenuto utili superiori del 14% rispetto a quelli con ricambi superiori al 100%. Si tratta di una di quelle dinamiche di buonsenso talmente ovvia da essere spesso ignorata. Il problema dei turnover elevati è che tutti quegli scambi gravano il fondo con costi di gestione e di intermediazione che ovviamente abbassano gli utili netti finali.

Tranne che nel caso di utili non tassabili, le tasse sono il costo maggiore per gli investitori, superiore alle commissioni e spesso superiori al costo percentuale complessivo di gestione del fondo. In effetti, le tasse sono uno dei principali motivi per cui i fondi producono utili scarsi. "E questa è la cattiva notizia", osservano i gestori Robert Jeffrey e Robert Arnott, autori dell'articolo "Is Your Alpha Big Enough to Cover Its Taxes?" ("Il vostro coefficiente Alpha basta a coprire le tasse?") pubblicato sull'autorevole *Journal of Portfolio Management*, "quella buona è che esistono strategie di scambio in grado di minimizzare la ricaduta tipicamente sottovalutata delle imposte".[58]

In sostanza, la strategia consiste in un'altra di quelle nozioni di puro buonsenso troppo spesso non apprezzate come si dovrebbe: l'enorme valore degli utili non realizzati. Quando un titolo sale di prezzo ma non viene venduto, l'aumento rappresenta un utile non realizzato. Nessuna tassa sul capital gain è dovuta finché non si effettua la vendita e, se lasciamo l'utile dov'è, otterremo necessariamente una composizione del denaro a disposizione.

In generale, troppo spesso gli investitori sottovalutano l'enorme importanza di questi guadagni non realizzati, che Buffett chiama "un prestito del Tesoro a interesse zero". Per spiegarsi meglio, Warren Buffett ci domanda di immaginare cosa succederebbe se effettuassimo un investimento di un dollaro che ogni anno raddoppia di prezzo. Se alla fine del primo anno lo vendiamo, realizziamo un utile

netto di 0,66 dollari (nell'ipotesi un'aliquota fiscale del 34%). Supponiamo di reinvestire 1,66 dollari, che alla fine del secondo anno saranno raddoppiati. Se l'investimento continua a raddoppiare ogni anno e voi continuate a vendere, pagare le tasse e reinvestire gli utili, dopo vent'anni avrete ottenuto un utile netto di 25.200 dollari dopo avere pagato 13 mila dollari di tasse. Se invece non vendete fino allo scadere dei vent'anni, avrete guadagnato 692 mila dollari dopo averne pagati circa 356 mila di tasse.

Lo studio Jeffrey-Arnott concludeva che per ottenere utili elevati dopo le tasse era necessario mantenere il turnover annuale del portafoglio tra lo 0 e il 20%. Quali strategie portano più facilmente a rotazioni ridotte? Un possibile approccio è un fondo indicizzato a bassa turnazione. Un altro è un portafoglio selettivo. "È un po' come un consultorio prematrimoniale", commentano Jeffrey e Arnott, "nel senso che l'obiettivo è cercare di comporre un portafoglio con cui restare per molto, moltissimo tempo".[59]

Prima di concludere il capitolo, è fondamentale che meditiate con attenzione su cosa implica esattamente un approccio all'investimento selettivo:

- Mai rivolgersi al mercato se non si è disposti a pensare ai titoli, sempre e comunque, come a quote di proprietà in attività economiche.
- Siate pronti a studiare con cura le attività in vostro possesso, come pure le loro concorrenti, con l'idea che nessuno dovrà conoscerle meglio di voi.
- Non aprire mai un portafoglio selettivo se non si è disposti a investire un minimo di cinque anni (dieci anni sarebbe meglio).
- Mai ricorrere alla leva finanziaria. Un portafoglio libero da debiti raggiungerà i vostri risultati a velocità sufficiente. Non dimenticate che con ogni probabilità un peso sul capitale può disastrare un portafoglio bene equilibrato.
- Accettate il fatto che per diventare un investitore selettivo dovete acquisire la giusta mentalità e possedere la giusta personalità.

Il vostro scopo sarà quindi quello di ottenere un grado di comprensione delle vostre attività superiore a quello di chiunque a Wall Street. Potreste osservare che non è un'ipotesi realistica ma visto ciò su cui la Borsa mette l'accento, potrebbe essere meno difficile di quello che pensate. Wall Street vende risultati a brevissimo termine, dando attenzione a quello che succede da un trimestre all'altro. I titolari di un'attività economica, al contrario, sono più interessati ai vantaggi competitivi di lungo termine delle loro aziende. Se sarete disposti a lavorare e a studiare duramente, molto probabilmente col tempo arriverete a conoscere le società di cui detenete delle quote meglio dell'investitore medio, e per avere un vantaggio concreto non vi serve altro.

Alcuni investitori preferiscono blaterare di "quello che sta facendo il mercato" che fare la fatica di leggere un rapporto annuale. Ma una conversazione da aperitivo sulle direzioni future del mercato azionario, e sui tassi d'interesse, sarà molto meno utile di 30 minuti impiegati a leggere l'ultima comunicazione emessa dall'azienda nella quale vi interessa investire.

Tutto ciò vi sembra uno sforzo eccessivo? È più semplice di quanto pensiate. Non dovete imparare a usare dei programmi o decifrare manuali alti cinque centimetri. Per trarre vantaggio da un approccio selettivo non è necessario che diventiate un'autorità nella valutazione aziendale: non c'è niente di scientifico nella valutazione di un'attività economica e quindi nel pagarla meno del suo

valore.

"Non è necessario essere dei geni", confessa Buffett, "l'investimento non è un'attività dove quello con un QI di 160 batte quello con un QI di 130. La dimensione del cervello di un investitore è meno importante della sua capacità di staccarlo dalle emozioni".[60] Cambiare il vostro approccio all'investimento, compreso il vostro comportamento con cui, sulla distanza, interagirete col mercato azionario, implica alcuni adattamenti emotivi e psicologici. Anche se siete disposti ad accettare fino in fondo le leggi matematiche dell'investimento, e anche se vedete chiaramente come tante altre persone molto brillanti lo pratichino con successo, a livello emotivo potreste a continuare ad avvertire una sorta di esitazione.

Il punto è mettere e mantenere le emozioni in prospettiva, e anche questo è più semplice di quanto possiate pensare, se riuscite a padroneggiate alcune nozioni di psicologia di base necessarie per applicare il metodo Warren Buffett. Il che ci porta al prossimo capitolo.

6

La psicologia dell'investimento

Il primo investimento azionario di Warren Buffett fu una pesante delusione, sia finanziariamente sia emotivamente. Ma forse possiamo scusarlo: aveva undici anni e, come ricorderete dal Capitolo 1, aveva messo in comune i risparmi con la sorella Doris per comprare sei azioni del titolo Cities Service Preferred, a 38,25 dollari l'una. Pochi mesi dopo, il titolo veniva scambiato a 26,95 dollari, il 30% in meno. Buffett era molto giovane, ma aveva fatto i compiti a casa, che all'epoca voleva dire analizzare lo storico dei prezzi e per poi attaccarsi a uno dei titoli preferiti del padre. Ma Doris non riusciva a dormire all'idea di perdere soldi, e non passava giorno senza che assillasse il fratello minore a proposito del loro investimento. Appena Cities Service Preferred si riprese e il capitale iniziale tornò saldamente in nero, Buffett vendette le azioni, per poi restare a fissarle incredulo mentre volavano a oltre 200 dollari.

Nonostante questa dolorosa esperienza, la sua prima scorribanda nel mercato azionario non fu una perdita di tempo, e gli insegnò due cose molto importanti. La prima consisteva nel valore della pazienza; la seconda nel fatto che le variazioni di prezzo di un titolo nel breve termine non hanno molto a che vedere col valore intrinseco del titolo stesso, ma possono produrre un grande turbamento emotivo. Nel prossimo capitolo esamineremo il ruolo della pazienza negli investimenti di lungo termine, mentre ora studieremo gli effetti debilitanti che variazioni in tempi brevi possono avere sul comportamento degli investitori. Il che ci porta nell'affascinante campo della psicologia.

Pochi aspetti dell'esistenza umana sono permeati dalle emozioni come il nostro rapporto col denaro, e questo è particolarmente vero e importante quando parliamo del mercato azionario. Molti dei fattori che alimentano le decisioni prese dalle persone al momento di acquistare dei titoli possono essere spiegati solo in termini di comportamento. E siccome il mercato – per definizione – è la somma delle decisioni individuali prese da tutti coloro che acquistano e vendono azioni, non è esagerato affermare che l'intero mercato sia governato da forze di natura psicologica.

All'intersezione tra psicologia ed economia

Lo studio di ciò che ci muove e ci rende vivi è infinitamente affascinante. Dal mio punto di vista, inoltre, è particolarmente appassionante che giochi una parte così rilevante nel mondo degli investimenti, che generalmente si pensa dominato da numeri e dati freddi e senz'anima. Quando si tratta di decisioni d'investimento, i nostri comportamenti diventano a volte imprevedibili, spesso contraddittori e occasionalmente goffi.

Ciò che più è allarmante, e che tutti gli investitori dovrebbero capire, è che spesso sono del tutto inconsapevoli delle loro pessime decisioni. Per capire fino in fondo i mercati e gli investimenti

siamo finalmente arrivati alla conclusione che è necessario comprendere i nostri aspetti irrazionali. Per un investitore, lo studio della psicologia degli errori di valutazione è indispensabile quanto l'analisi di uno stato patrimoniale o di un conto economico.

Negli ultimi anni abbiamo assistito a quella che è né più né meno che una rivoluzione, un nuovo modo di analizzare le questioni finanziarie nel quadro del comportamento umano. Questa unione tra economia e psicologia viene chiamata "finanza comportamentale", ed è lentamente uscita dalle torri d'avorio delle università per entrare nelle conversazioni e nella formazione dei professionisti più preparati… che, se si guardassero alle spalle, vedrebbero l'ombra sorridente di Ben Graham.

"Ecco a voi, Mr. Market!"

Ben Graham, unanimemente considerato il padre dell'analisi finanziaria, ha insegnato a tre generazioni come navigare nelle acque perigliose del mercato azionario servendosi di una mappa matematica. Quello che però viene spesso sottovalutato sono i suoi insegnamenti in tema di psicologia e investimento. Sia in *Security Analysis* sia in *The Intelligent Investor*, Graham ha fatto sforzi considerevoli nel tentativo di spiegare in che modo le emozioni degli investitori producono fluttuazioni del mercato azionario. Graham pensava che il peggior nemico di un investitore non fosse il mercato, ma se stesso. Per quanto potesse avere qualità e capacità superiori in matematica, finanza e contabilità, una persona che non fosse stata in grado di dominare le sue emozioni non poteva essere considerata adatta a occuparsi di investimenti.

Warren Buffett, il suo studente più famoso, spiegava così la questione: "L'approccio di Graham è caratterizzato da tre importanti principi". Il primo è semplicemente quello di considerare le quote azionarie come parti di un'azienda, il che "conferisce un punto di vista completamente diverso da quello della maggior parte delle persone che operano nel mercato". Il secondo è l'idea del margine di sicurezza, che "fornisce un vantaggio competitivo". E il terzo è l'atteggiamento di un vero investitore nei confronti del mercato azionario, "chi possiede questa attitudine, parte con un vantaggio del 99% sugli altri operatori. Un vantaggio enorme".[1]

Secondo Graham, sviluppare un'attitudine da investitore significa essere preparati, sia finanziariamente sia psicologicamente, per gli inevitabili alti e bassi del mercato, non solo essendo razionalmente consapevoli della possibilità che un rovescio si verifichi effettivamente, ma possedendo le risorse emotive per reagire adeguatamente in quell'occasione. Secondo Graham, la reazione ideale di un investitore a un problema è la stessa di un imprenditore quando gli viene offerto un prezzo che non gli interessa: ignorarlo. "Il vero investitore" spiega Graham "raramente se non mai viene costretto a vendere le proprie azioni e tutte le altre volte è libero di ignorare la quotazione del momento".[2] Per argomentare questo ragionamento, Graham creò un personaggio di finzione che chiamò "Mr. Market".

La storiella celeberrima di Mr. Market è una brillante lezione su come e perché i prezzi delle azioni periodicamente smettano di riflettere la razionalità. Immaginate di essere soci di Mr. Market in una certa attività. Ogni giorno, infallibilmente, Mr. Market comunica un prezzo al quale è disposto ad acquistare le vostre quote, o a vendervi le sue. Siete fortunati e si tratta di un'azienda con caratteristiche economiche stabili, a differenza delle offerte di Mr. Market. Il punto è che Mr. Market è emotivamente instabile: in certi giorni è allegro, davanti a sé riesce a vedere solo un futuro roseo, e attribuisce alle vostre quote un valore altissimo. Altre volte Mr. Market si sente giù di morale, è scoraggiato, non riesce a vedere altro che guai e problemi, e offre prezzi molto bassi. Mr. Market ha

anche un'altra caratteristica tenerissima, spiegava Graham: non gli importa di essere snobbato. Se qualcuno ignora le sue quotazioni, il giorno dopo lui ne proporrà delle altre. Graham metteva anche in guardia verso il fatto che, a essere utile, era il portafoglio di Mr. Market, e non il suo buon senso. Se un giorno si presentasse con un umore assurdo, sarete liberi di ignorarlo o di approfittarvi di lui, ma sarebbe un disastro se cadeste sotto la sua influenza.

Sono passati più di sessant'anni da quando Ben Graham creò la parabola di Mr. Market, ma gli errori di valutazione contro i quali voleva metterci in guardia ancora oggi ci accompagnano. Gli investitori agiscono irrazionalmente, la paura e l'avidità permeano il mercato ed errori stupidi sono all'ordine del giorno. Oltre che di validi consigli, gli investitori hanno dunque bisogno di capire come proteggersi dal turbinio emotivo scatenato da Mr. Market. A questo scopo, dobbiamo studiare la finanza comportamentale, quel settore dello scibile all'incrocio tra finanza e psicologia.

La finanza comportamentale

Il suo obiettivo è spiegare le inefficienze del mercato usando teorie psicologiche. Partendo dall'osservazione di un dato di fatto – quando devono prendere decisioni che riguardano i loro interessi economici e finanziari, le persone commettono errori stupidi e fanno ipotesi illogiche – gli studiosi hanno approfondito certe nozioni di psicologia cercando di spiegare l'irrazionalità di questi comportamenti. È un campo di studi relativamente nuovo, ma ci sta fornendo intuizioni originali e affascinanti, oltre che utilissime per gli investitori intelligenti.

Eccesso di sicurezza

Molti studi psicologici hanno evidenziato come gli errori di valutazione si verifichino perché le persone sono eccessivamente sicure di sé. Se, per esempio, chiediamo a un ampio campione della popolazione di valutare la propria abilità alla guida di un'auto, una larghissima maggioranza dichiarerà di essere al di sopra della media. Un altro esempio: i medici sono convinti di essere in grado di diagnosticare una polmonite con un grado di certezza del 90%, mentre in realtà arrivano solo al 50%. "Una delle cose più difficili è immaginare di non essere più intelligenti o brillanti della media" spiega Daniel Kahneman, professore di Psicologia della Woodrow Wilson School of Public and International Affairs della Princeton University, premio Nobel per l'Economia.[3] Ma la dura realtà è che non tutti possono essere al di sopra della media.

Di per sé, la sicurezza non è una cosa negativa, ma il suo eccesso è un'altra cosa e può essere particolarmente pericoloso quando ci stiamo occupando di questioni finanziarie. Non solo gli investitori troppo sicuri di sé prendono decisioni avventate per se stessi, ma queste decisioni hanno anche una ricaduta sul mercato nel suo complesso. Normalmente, gli investitori sono persone sicure di sé, certe di essere più intelligenti di chiunque altro, hanno la tendenza a sopravvalutare le proprie capacità e le proprie conoscenze. Tipicamente, si affidano a informazioni che confermano ciò di cui sono già convinti, e scartano tutte quelle di segno opposto. Oltre a ciò, dobbiamo ricordare che la nostra mente tende naturalmente a organizzare e consolidare le informazioni facilmente disponibili, piuttosto che approfondire i fatti meno noti. Troppo spesso investitori e gestori finanziari sono convinti di possedere informazioni migliori di quelle degli altri, e di poterne quindi trarre un vantaggio rispetto ai concorrenti.

L'eccesso di fiducia spiega perché tanti gestori facciano scelte sbagliate: ripongono troppa fiducia nelle informazioni raccolte. Quando questa situazione si generalizza – tutti gli attori sul mercato

pensano di sapere qualcosa che gli altri non sanno – il risultato è un'esplosione delle transazioni.

L'"OVERREACTION BIAS"

Uno dei nomi più importanti della finanza comportamentale è Richard Thaler, docente di scienze comportamentali ed economiche, che si è spostato dalla Cornell University alla University of Chicago col solo scopo di contestare il comportamento razionale degli investitori. Per cominciare, Thaler sottolinea i risultati di diversi studi recenti secondo cui le persone attribuiscono troppa importanza ad alcuni eventi casuali, convinti di avere identificato un andamento. In particolare, gli investitori tendono a fissarsi sulle informazioni più recenti e da quelle effettuano delle estrapolazioni; l'ultimo rapporto annuale sugli utili diventa quindi un'anticipazione degli utili futuri. È così che, convinti di essere in possesso di informazioni che gli altri non hanno, prendono decisioni rapide sulla base di ragionamenti superficiali.

È ovviamente un caso di eccesso di sicurezza: pensano di comprendere e interpretare i dati meglio degli altri. Ma c'è dell'altro. Questa sicurezza esagerata viene ulteriormente esacerbata da un eccesso di reazione. Gli psicologi comportamentisti sanno che gli individui tendono a reagire esageratamente alle brutte notizie, e a prendere atto più lentamente di quelle buone: questo meccanismo è detto "overreaction bias" (vizio da eccesso di reazione, NdT). Nel nostro caso, se il rapporto sugli utili a breve termine non è positivo, la reazione tipica dell'investitore sarà improvvisa, non meditata ed eccessiva, con una ricaduta inevitabile sul prezzo dei titoli. Thaler chiama "miopico" questo eccesso di enfasi sul breve termine, ed è convinto che la maggior parte degli investitori conseguirebbe risultati migliori se non ricevessero rapporti mensili. Su queste basi Thaler ha sviluppato una sua semplice analisi: ha preso tutti i titoli della Borsa di New York e li ha ordinati secondo i risultati nel corso dei cinque anni precedenti. Poi ha isolato i 35 titoli migliori (quelli che erano saliti maggiormente di prezzo), e i 35 peggiori (quelli che erano scesi maggiormente); ha poi usato quei 70 titoli per formare degli ipotetici portafogli che ha conservato per i successivi cinque anni, osservando come i "perdenti" andavano meglio dei "vincitori" nel 40% dei casi. Nel mondo reale, è questa la convinzione di Thaler, pochi investitori avrebbero avuto la saldezza di nervi di resistere all'impulso di reagire al primo segno di discesa dei prezzi, e avrebbero perso i guadagni che sarebbero arrivati quando i titoli peggiori fossero migliorati.[4]

La nozione di overreaction bias è nota ormai da tempo, ma negli ultimi anni è stata resa profondamente più radicale dall'accelerazione prodotta dalla tecnologia. Prima dell'avvento di Internet e dei programmi di notizie finanziarie via cavo, la maggior parte degli investitori consultava i prezzi dei titoli relativamente di rado. Potevano magari dare un'occhiata al rapporto del loro gestore alla fine del mese, verificare i risultati trimestrali ogni tre e poi prendere atto di quelli annuali a fine anno.

Oggi, con i progressi tecnologici nelle comunicazioni, gli investitori sono in grado di restare collegati col mercato azionario a tempo pieno. I terminali portatili permettono di controllare il proprio portafoglio mentre ci si sposta in auto o in treno, mentre un account online consente di verificare l'andamento della propria posizione sin dal primo istante dopo la campana di apertura delle contrattazioni. Questi account possono calcolare la performance relativa istantanea, con utili giornalieri, negli ultimi cinque giorni, dieci giorni, mensili, trimestrali e annuali. In breve, gli investitori possono verificare i prezzi dei titoli in ogni istante di ogni ora di ciascun giorno.

Questa costante fissazione sui prezzi è salutare per gli investitori? La risposta di Richard Thaler è

molto chiara. Nei suoi frequenti interventi presso la Behavioral Conference sponsorizzata dal National Bureau of Economic Research e dalla John F. Kennedy School of Government di Harvard, inserisce sempre il consiglio seguente: "Investite e non aprite la posta".[5] Al quale spesso aggiunge, "E non andate a controllare ogni minuto sul computer, sul telefono o su qualsiasi altro terminale".

L'avversione alle perdite

Il modo in cui Doris Buffett assillava il fratellino per via del loro investimento in Cities Service Preferred era la chiara dimostrazione di come le fosse difficile sopportare il disagio associato al calo dei prezzi. Ma non dobbiamo essere troppo severi con lei: Doris soffriva di un problema emotivo che colpisce ogni giorno milioni di investitori. Viene chiamata "avversione alle perdite": secondo molti studiosi, è il singolo fattore più importante che impedisce alla maggior parte degli investitori di applicare con successo l'approccio di Warren Buffett. Si tratta di una condizione psicologica scoperta trentacinque anni fa da due giganti del settore, il premio Nobel Daniel Kahneman, di cui abbiamo già parlato all'inizio del capitolo, e Amos Tversky, professore di psicologia a Stanford. I due ricercatori collaboravano da tempo e si stavano interessando alla teoria delle decisioni.

Nel 1979 scrissero un articolo intitolato "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk" ("Teoria del prospetto: un'analisi della decisione in presenza di rischio"), che sarebbe diventato il lavoro più citato di tutti i tempi di *Econometrica*, la prestigiosa rivista accademica di economia. Fino a quel giorno, il canone accettato in economia era la "teoria dell'utilità attesa nella formazione delle decisioni", fondata e resa popolare da John von Neumann e Oskar Morgenstern nel loro classico *Theory of Games and Economic Behavior* (Princeton University Press, Princeton 1944). Secondo questa teoria, non importa come vengano presentate le alternative al soggetto che prende le decisioni, quello che conta è che il soggetto faccia ciò che più gli conviene. Per esempio, posto di fronte a un gioco con una probabilità di vincita del 65% e di perdita del 35%, il soggetto che agisca secondo la teoria dell'utilità attesa dovrebbe partecipare al gioco, perché questo avrebbe un esito a somma positiva.

Si tratta di una teoria matematicamente impeccabile, e in un mondo ideale costituisce l'approccio perfetto alle decisioni. Ma la formazione di Kahneman e Tversky era quella di due psicologi, non di due economisti, e la cosa li lasciava non poco perplessi. Avevano trascorso la maggior parte delle rispettive carriere studiando specifici errori nelle valutazioni umane e avevano imparato che gli individui attribuiscono pesi diversi a guadagni e perdite. Nel quadro della teoria dell'utilità attesa il valore viene attribuito al risultato finale. Nella teoria del prospetto di Kahneman e Tversky il valore viene assegnato ai guadagni e alle perdite da ciascun individuo. I due ricercatori hanno dimostrato che le persone tendono a concentrarsi non sulla ricchezza finale da conseguire, ma sui guadagni e sulle perdite incrementali che, cumulativamente, contribuiscono a formarla. La loro scoperta più importante è quindi il fatto che gli individui siano avversi alle perdite: Kahneman e Tversky hanno dimostrato matematicamente che gli esseri umani rimpiangono le perdite più di quanto siano felici dei guadagni, fino a 2/2,5 volte in più.

In altre parole, la paura di conseguire una perdita è molto maggiore del gradimento di un guadagno e, in accordo con questo risultato, numerosi esperimenti hanno dimostrato che per superare questa paura è necessario un incentivo più che doppio. In presenza di una scommessa 50/50, con esattamente le stesse probabilità di vincere o perdere, la maggior parte dei soggetti rifiutava di rischiare in

assenza di un potenziale guadagno superiore al doppio della potenziale perdita.

Questo fenomeno è noto come "avversione alle perdite asimmetrica": gli aspetti negativi hanno un peso maggiore di quelli positivi, e questo è un tratto profondo della psicologia umana. Applicato al mercato azionario, significa che la delusione di un investitore per una perdita è più del doppio rispetto alla gioia per avere scelto il titolo giusto. L'impatto dell'avversione alla perdita sulle decisioni finalizzate all'investimento è evidente e profondo. Tutti noi vogliamo credere di avere preso le decisioni giuste e per difendere la nostra autostima restiamo aggrappati troppo a lungo a scelte sbagliate, nella vaga speranza che le cose cambino: non vendere i titoli sbagliati è un modo per non affrontare i nostri errori.

Questa forma di avversione al rischio rende gli investitori pericolosamente conservatori. Chi negli USA ha sottoscritto i cosiddetti piani pensionistici "401(k)", il cui orizzonte temporale è di decenni, continua a tenere immobilizzate grandi quantità di denaro sul mercato obbligazionario. Perché? Solo una profonda avversione al rischio può spingere le persone a un'allocazione del capitale talmente conservatrice. Ma ci possono essere conseguenze anche più immediate, per esempio, come dicevamo, se del tutto irrazionalmente si trattengono azioni che si sono rivelate una scelta sbagliata. Nessuno vuole ammettere di avere commesso un errore, ma se l'errore è un acquisto del titolo sbagliato, non vendendolo rinunciate potenzialmente a un guadagno che potrebbe derivare da un reinvestimento oculato.

La contabilità mentale

Nel corso degli anni, Richard Thaler ha avuto la fortuna di studiare e collaborare con Kahneman e Tversky, oltre che con diversi altri studiosi nell'ambito della finanza comportamentale. Ha scritto diversi lavori sulla teoria della decisione, molti dei quali sono riportati nel suo testo divulgativo *The Winner 's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life* (Free Press, New York 1992). Thaler è però noto soprattutto per un suo articolo del 1995 intitolato "Myopic Loss Aversion and the Equity Risk Puzzle Premium" ("Avversione miopica alla perdita e l'enigma del premio azionario") scritto insieme a Shlomo Benartzi, professore e co-direttore del gruppo di teoria della decisione comportamentale della Anderson School of Management presso la University of California di Los Angeles. Nel loro articolo, Thaler e Benartzi hanno preso in considerazione l'avversione al rischio come definita e descritta dalla teoria di Kahneman e Tversky, collegandola direttamente al mercato azionario. Quello che li incuriosiva era una questione centrale: perché un soggetto economico con una prospettiva di lungo termine dovrebbe desiderare di conservare delle obbligazioni invece che delle azioni, pur sapendo che col tempo le azioni rendono sistematicamente di più? Secondo loro, la risposta risiedeva in due nozioni-chiave di Kahneman e Tversky. La prima era la già nota avversione al rischio, di cui già abbiamo parlato; la seconda era un concetto comportamentale chiamato "mental accounting", o "contabilità mentale", che descrive il modo con cui gli individui codificano gli esiti finanziari. In particolare, si riferisce all'abitudine di spostare il nostro punto di vista sul denaro al mutare delle circostanze ambientali. In altre parole, si tende a collocare il denaro in "conti" diversi, e questo influenza le decisioni quando si tratta di utilizzarlo.

Illustriamo il concetto con un semplice esempio. Immaginate di essere appena rientrati a casa dopo una serata in città, e di mettere mano al portafoglio per pagare la babysitter: in quel momento, scoprite che il biglietto da 20 dollari che pensavate di avere in realtà non c'è. Perciò, accompagnando a casa in auto la babysitter, vi fermate presso un bancomat e prelevate il denaro. Il

giorno dopo, vi accorgete che il biglietto che la sera prima mancava era nella tasca della giacca.

La reazione della maggior parte delle persone sarà di sollievo o anche di gioia: i 20 dollari nella tasca della giacca valgono come denaro trovato. Sia questa banconota sia quella prelevata la sera prima provengono dal vostro conto corrente, ed entrambe rappresentano denaro guadagnato col duro lavoro, ma i 20 dollari che stringete in mano la mattina dopo sono soldi che non pensavate di possedere e vi sentite autorizzati a spenderli in frivolezze. Ancora una volta, Richard Thaler ha elaborato un interessante esperimento per illustrare questa nozione.

Il suo studio comincia col selezionare due gruppi di persone. Alle persone del primo gruppo vengono consegnati 30 dollari in contanti e date loro due possibilità: (1) intascare i soldi e andarsene, oppure (2) scommetterli sul lancio di una moneta, con la possibilità di vincere o perdere altri 9 dollari. La maggior parte delle persone (il 70%) accetta la scommessa, nell'intima convinzione che nella peggiore delle ipotesi si ritroveranno con 21 dollari regalati. A quelli del secondo gruppo viene proposta una scelta diversa: (1) scommettere sul lancio di una moneta: chi vince riceverà 39 dollari, chi perde solo 21, oppure (2) ricevere direttamente 30 dollari senza scommettere. Più di metà (il 57%) delle persone del secondo gruppo decidono di accettare i 30 dollari sicuri. A entrambi i gruppi è stato proposto di vincere la stessa quantità di denaro alle stesse condizioni (probabilità), ma la situazione è stata percepita diversamente.[6]

Le implicazioni sono evidenti: il modo in cui decidiamo di investire e come scegliamo di gestire gli investimenti dipende in larga misura da come consideriamo il denaro. Per esempio, la contabilità mentale è stata suggerita come un ulteriore motivo per cui le persone non vendono azioni che stanno andando male: la perdita non viene vista come reale finché non si realizza. Ci aiuta anche a capire la nostra tolleranza al rischio: siamo maggiormente disposti a correre rischi con denaro "trovato" ("regalato").

L'AVVERSIONE MIOPICA ALLA PERDITA

Thaler e Benartzi non si fermarono qui. Thaler si ricordava di un indovinello finanziario proposto a suo tempo dal premio Nobel Paul Samuelson che nel 1963 aveva domandato a un collega se fosse disposto ad accettare la seguente scommessa: il 50% di probabilità di vincere 200 dollari, o il 50% di probabilità di perderne 100. Stando a Samuelson, il collega rifiutò la prima offerta ma poi ci ripensò: sarebbe stato felice di giocare se avesse potuto farlo per 100 volte senza dovere ogni volta osservare i singoli risultati.

La disponibilità a giocare sotto nuove regole aveva fatto venire un'idea a Thaler e Benartzi. Il collega di Samuelson era disposto a scommettere con due distinguo: allargare l'orizzonte del gioco e ridurre la frequenza con cui avrebbe dovuto osservare i risultati. Spostando questa osservazione all'attività dell'investimento, Thaler e Benartzi fecero la seguente considerazione: più a lungo un investitore conserva un acquisto, più l'acquisto diventa interessante ai suoi occhi ma solo se l'investimento non viene valutato troppo spesso.

Analizzando le serie storiche degli utili, scopriamo che la stragrande maggioranza di quelli sul lungo termine sono il frutto di appena il 7% dei mesi di scambio. Sul restante 93% si pareggia in media a zero.[7] È quindi chiaro che la valutazione dei risultati su brevi periodi di tempo aumenta la probabilità di osservare una perdita nel portafoglio: se lo controlliamo tutti i giorni, c'è una possibilità del 50% di costatare il verificarsi di una perdita, e le cose non migliorano di molto estendendo il periodo a un mese.

Se invece controllate il portafoglio molto meno spesso, vi sarà risparmiato lo stress derivante dalle infinite micro variazioni di prezzo giornaliere; più a lungo vi tratterrete, meno sarà probabile che dobbiate affrontare la consapevolezza della volatilità dei prezzi, e maggiormente attraenti – pertanto – vi sembreranno le scelte effettuate. In altri termini, i due fattori che influenzano il tumulto emotivo dell'investitore sono l'avversione alla perdita e un'elevata frequenza di valutazione: Thaler e Benartzi hanno quindi coniato la locuzione "avversione miopica alla perdita" per riflettere la combinazione dei due elementi.

Sempre Thaler e Benartzi hanno poi cercato di stabilire una prospettiva temporale ideale. Sappiamo già che sui brevi periodi di tempo i prezzi delle azioni sono molto più volatili di quelli delle obbligazioni, e sappiamo anche che se accettiamo di allungare il periodo sul quale misurare le variazioni azionarie, la deviazione standard dei relativi utili diminuirà. Quello che Thaler e Benartzi volevano capire era questo: per quanto tempo un investitore avrebbe dovuto conservare delle azioni senza verificarne i risultati per diventare indifferente all'avversione miopica alla perdita nella contrapposizione tra azioni e obbligazioni? La risposta fu: "Un anno".

Thaler e Benartzi hanno analizzato rendimento, deviazione standard e le probabilità di rendimento per azioni con un orizzonte temporale di un'ora, un giorno, una settimana, un mese, un anno, dieci anni e cento anni. Poi hanno applicato una semplice funzione di utilità derivata dal fattore 2 di avversione alla perdita di Kahneman e Tversky (utilità = probabilità dell'aumento di prezzo – probabilità di calo × 2). Per via matematica hanno concluso che il fattore d'utilità emotiva di un investitore non avrebbe assunto un valore positivo prima di un periodo osservato di un anno. Mi sono chiesto spesso se l'auspicio di Warren Buffett che la Borsa aprisse per gli scambi solo una volta all'anno si sposasse effettivamente con le scoperte psicologiche dell'avversione miopica alla perdita.

Thaler e Bernatzi sostengono che ogni volta che parliamo di avversione alla perdita dobbiamo ancora considerare la frequenza con cui vengono calcolati i rendimenti: se gli investitori valutano i loro portafogli su periodi sempre più brevi, è chiaro che saranno meno interessati ai titoli volatili. "L'avversione alla perdita è un fatto della vita", spiegano Thaler e Benartzi, "al contrario, la frequenza della valutazione è una scelta di comportamento su cui, presumibilmente, si può intervenire, almeno in via di principio".[8]

Il fattore lemming

Un'altra trappola psicologica nella quale tipicamente cadono gli investitori è la tentazione di seguire tutto quello che fanno gli altri, anche se non ha necessariamente un senso. La chiameremo, "l'inganno dei lemming".

I lemming sono piccoli roditori originari delle regioni della Tundra scandinava, noti per i loro esodi di massa verso il mare. In periodi normali, i lemming si spostano durante la primavera alla ricerca di cibo e nuovi ripari. Ogni tre o quattro anni, tuttavia, accade qualcosa di strano. A causa dell'elevata prolificità e della bassa mortalità, la popolazione dei lemming comincia a crescere e, una volta raggiunto un certo numero, iniziano a compiere degli spostamenti durante la notte e, dopo poco, anche durante il giorno. Quando si ritrovano davanti a un ostacolo, il branco cresce ulteriormente finché si scatena e dilaga una reazione simile al panico che li spinge ad attraversare o a scavalcare l'ostacolo stesso. Con l'esacerbarsi di questi comportamenti, i lemming arrivano a sfidare animali che normalmente eviterebbero. Molti muoiono a causa della fame, dei predatori e di incidenti

vari, ma molti raggiungono il mare, dove a questo punto si tuffano e nuotano fino a morire per esaurimento delle forze.

Non siamo ancora riusciti a capire del tutto il comportamento dei lemming: secondo gli zoologi, la migrazione di massa si verifica in seguito a variazioni nella disponibilità di cibo e/o a condizioni di stress. L'affollamento e la competizione tra gli individui suggerisce poi variazioni ormonali che, a loro volta, inducono alterazioni nel comportamento.

Perché così tanti investitori si comportano come i lemming? Per aiutarci a capire, nel rapporto annuale della Berkshire Hathaway del 1985, Warren Buffett ha raccontato una delle parabole preferite di Ben Graham.

Un cercatore di petrolio, ormai passato a miglior vita, va in paradiso dove incontra San Pietro, che gli riporta delle brutte notizie: "Sei stato ammesso a restare, ma come vedi il reparto dei petrolieri è affollatissimo, non c'è modo di riuscire a farti entrare". Il cercatore ci pensa un attimo, poi chiede se può fare quattro chiacchiere con gli attuali occupanti del reparto. La cosa sembra del tutto innocua a San Pietro, che gli dà il permesso. Allora il tipo si porta le mani alla bocca e urla: "Hanno trovato il petrolio all'inferno!". Immediatamente i cancelli si spalancano e tutti i petrolieri si precipitano fuori. Colpito, San Pietro invita il cercatore a entrare e ad accomodarsi. Quello esita un attimo, poi risponde: "No. Credo che andrò con i ragazzi. Dopotutto, in queste voci potrebbe esserci qualcosa di vero".

Per aiutare gli investitori a evitare questa trappola psicologica, Buffett ci chiede di pensare ai gestori finanziari che, troppo spesso, vengono compensati da un sistema che identifica la sicurezza con la mediocrità, e premia l'aderenza a comportamenti standard invece che l'indipendenza del pensiero.

"La maggior parte dei gestori", spiega Buffett, "non è incentivata a prendere decisioni intelligenti-ma-con-la-concreta-probabilità-di-passare-per-idiota. Il loro rapporto utili/rischi è fin troppo chiaro: se una decisione non convenzionale ha successo, si prenderanno una pacca sulla spalla, ma se non funziona saranno semplicemente buttati fuori. Fallire in maniera convenzionale è il comportamento più incoraggiato; come popolazione, i lemming hanno una pessima immagine, ma nessun singolo lemming è mai stato stroncato personalmente".[9]

Come gestire le trappole emotive

Ciascuna di queste modalità molto comuni di pensare al denaro crea problemi agli investitori che non riescono a sfuggire alle loro conseguenze; secondo me, il maggiore e più grave ostacolo psicologico che impedisce loro di applicare con successo il Metodo Warren Buffett, è l'avversione miopica alla perdita. Nei miei quasi trent'anni di esperienza professionale, ho osservato di persona la difficoltà che investitori, gestori di portafoglio, consulenti e membri di consigli di grandi fondi istituzionali hanno a interiorizzare perdite rese ancora più dolorose da una tabulazione troppo frequente. Riuscire a superare questo handicap psicologico è cosa per pochi, selezionatissimi individui.

Non dovrebbe sorprenderci che uno di quelli che c'è riuscito, Warren Buffett, sia contemporaneamente il più grande investitore del mondo. Ho sempre pensato che il successo così duraturo di Buffett dovesse molto alla struttura assolutamente unica della sua azienda. La Berkshire Hathaway possiede sia quote azionarie ordinarie sia intere imprese, e questo ha permesso a Buffett di osservare e studiare da vicino quanto inestricabilmente si intreccino l'aumento del valore di queste attività e il prezzo delle loro azioni. Non ha alcun bisogno di guardare le quotazioni di Borsa tutti i

giorni perché non ha alcuna necessità delle conferme del mercato per convincersi di avere fatto l'investimento giusto. Come ama ripetere: "Non mi serve che una quotazione in Borsa mi dica quello che so già sul valore".

Un'ulteriore osservazione su come le cose funzionino per Buffett si può ricavare dallo studio dell'investimento miliardario in Coca-Cola Company del 1988. All'epoca fu il singolo maggior investimento mai effettuato dalla Berkshire su un singolo titolo. Nel corso dei dieci anni successivi, il prezzo dell'azione aumentò di 10 volte, mentre l'indice S&P di circa 3. Col senno di poi, potremmo pensare che fu uno degli investimenti più semplici, oltre che alla portata di qualsiasi investitore. Alla fine degli anni Novanta, ho partecipato a numerosi seminari tra investitori e ogni volta domandavo al pubblico: "Quanti di voi hanno posseduto azioni Coca-Cola negli ultimi dieci anni?". E praticamente tutte le mani si alzavano. Poi chiedevo: "Quanti di voi hanno avuto gli stessi utili di Buffett dagli investimenti in Coca-Cola?". Imbarazzati, lentamente tutti abbassavano le mani.

Poi passavo alla vera domanda: "Perché?". Se erano in tanti a possedere quote di Coca-Cola (e, in effetti, tutti gli operatori del settore avevano scelto di fare il medesimo investimento di Buffett), perché nessuno di loro ne aveva ricavato gli stessi utili? Credo che la risposta abbia a che fare con l'avversione miopica alla perdita. In quei dieci anni (1989-1998) Coca-Cola aveva ottenuto risultati superiori a quelli del mercato, ma su base annua aveva superato la Borsa solo in sei anni. Ricordando le basi matematiche dell'avversione alla perdita, investire in Coca-Cola implicava un'utilità emotiva negativa (sei unità emotiva positive – quattro unità negative × 2). È una mia ipotesi, e posso solo immaginare che, negli anni in cui le azioni rendevano meno, i possessori di azioni Coca-Cola avessero deciso di venderle. Buffett invece cosa fece? Prima verificò gli sviluppi economici dell'azienda, che erano sempre eccellenti, poi aveva deciso di tenersele.

Benjamin Graham ricordava sempre che "per la maggior parte del tempo le azioni ordinarie sono soggette a fluttuazioni di prezzo irrazionali ed eccessive in entrambe le direzioni (vendere e comprare azioni, NdR), come conseguenza diretta della tendenza radicata di certe persone a speculare o a scommettere, cioè a dar voce a speranza, paura e avidità".[10] Gli investitori – metteva in guardia – devono essere pronti agli alti e bassi del mercato, e per "pronti" intendeva dire "pronti psicologicamente", oltre che finanziariamente: non solo essere razionalmente consapevoli che un rovescio può verificarsi, ma disporre delle necessarie energie emotive per agire adeguatamente in quell'evenienza.

"L'investitore che si lascia travolgere o preoccupare impropriamente da cali ingiustificati del mercato è come se volgesse perversamente a proprio svantaggio i vantaggi di cui dispone", affermava Graham, "per lui sarebbe meglio se le sue azioni non fossero quotate del tutto, perché almeno gli sarebbe risparmiata l'angoscia provocatagli dagli errori di valutazione di un altro".[11]

"E nell'angolo opposto, Warren Buffett!"

L'approccio di Warren Buffett agli investimenti, quel suo modo peculiare di pensare alle azioni come se fossero parti di aziende, e di gestire il portafoglio titoli in maniera selettiva, va contro ogni teoria finanziaria insegnata ogni anno a migliaia di studenti universitari. Questo contesto finanziario va genericamente sotto il nome di "moderna teoria del portafoglio" e, come vedremo, è una teoria dell'investimento sviluppata non da gestori o imprenditori ma da accademici chiusi nelle loro torri d'avorio.

Ed è un edificio intellettuale dove Buffett rifiuta di prendere la residenza. Coloro che seguono i

suoi principi si troveranno ben presto emotivamente e psicologicamente in disaccordo con i comportamenti della maggioranza degli investitori.

Harry Markowitz: la covarianza

Nel marzo del 1952, Harry Markowitz, un laureando della University of Chicago, pubblicò sul *Journal of Finance* un articolo di 14 pagine intitolato "Portfolio Selection",[12] in cui spiegava quella che considerava una nozione elementare: guadagni e rischi sono inestricabilmente collegati tra loro, e presentava dei calcoli a supporto della sua conclusione secondo cui nessun investitore può ottenere risultati superiori alla media senza assumersi rischi superiori alla media. Può apparire qualcosa di ovvio sin quasi al ridicolo, ma negli anni Cinquanta si trattava di un concetto rivoluzionario, un'epoca nella quale i portafogli azionari venivano assemblati in maniera quasi casuale. Oggi quel breve articolo è considerato la nascita della finanza moderna.

Sette anni dopo, Markowitz pubblicò il suo primo libro, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments* (John Wiley & Sons, 1959), che molti considerano il suo maggior contributo al settore. In questo volume, l'autore rivolge la sua attenzione alla misura dei rischi di un intero portafoglio. La chiamò "covarianza", ed era una tecnica per valutare la "direzione" di un insieme di titoli: più i titoli andavano nella stessa direzione, maggiore era la probabilità che le variazioni nell'economia li deprimessero contemporaneamente. Analogamente, un portafoglio composto da titoli rischiosi poteva in effetti rivelarsi prudente, se i prezzi delle singole azioni variavano in maniera indipendente. In ogni caso, sosteneva Markowitz, la chiave di tutto è la diversificazione e, concludeva, la scelta più saggia per gli investitori è di identificare per prima cosa il livello di rischio che sono disposti a sopportare, per poi costruire un portafoglio efficiente e diversificato di titoli a covarianza ridotta.

Eugene Fama – Il mercato efficiente

Nel 1965, Eugene Fama della University of Chicago pubblicò la sua tesi di dottorato "The Behavior of Stock Market Prices" ("L'andamento dei prezzi di Borsa") nel *Journal of Business*, proponendo una teoria coerente ed esaustiva sul comportamento del mercato azionario. Il suo messaggio era molto chiaro: le previsioni sui prezzi futuri sono inutili perché il mercato è troppo efficiente. In un mercato efficiente, a mano a mano che le informazioni diventano disponibili, un gran numero di soggetti intelligenti le mette a frutto e questo provoca l'istantaneo adeguamento dei prezzi, prima che chiunque altro possa trarne vantaggio. In ogni dato istante, i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili ed è per questo che diciamo che il mercato è efficiente.

Bill Sharpe – Un modello per la prezzatura degli asset

Circa dieci anni dopo la prima pubblicazione dell'articolo di Markowitz, un giovane dottorando di nome Bill Sharpe si consultò a lungo con lui a proposito dei suoi lavori sulla teoria del portafoglio e sulla necessità di un numero infinito di covarianze. L'anno successivo, nel 1963, fu pubblicata anche la tesi di Sharpe: "A Simplified Model of Portfolio Analysis" ("Analisi semplificata di un modello di portafoglio"). Pur riconoscendo pienamente la derivazione dalle idee di Markowitz, Sharpe suggeriva un metodo più semplice: era convinto che tutti i titoli si caratterizzassero per una qualche relazione comune con un fattore soggiacente, e che questo riducesse l'analisi al compito di misurare la volatilità di un determinato titolo rispetto a quel fattore. Diede anche un nome alla sua misura della

volatilità: Fattore Beta.

Un anno dopo, Sharpe introdusse un concetto di vasta portata, il cosiddetto "modello per la prezzatura degli asset", o CAPM (Capital Asset Pricing Model), una diretta estensione del precedente modello con singolo fattore per la composizione di portafogli efficienti. Il CAPM prevede due differenti tipi di rischio per i titoli. Uno è il rischio sistematico, cioè semplicemente quello di trovarsi a operare sul mercato. Il rischio sistematico è il "beta" del modello a indice unico, e non può essere eliminato per diversificazione. Il secondo tipo di rischio viene detto non sistematico, e riflette la specifica collocazione economica di un'azienda. A differenza del primo, il rischio non sistematico può essere "diluito" per diversificazione semplicemente aggiungendo titoli al portafoglio.

Nell'arco di un decennio, tre studiosi avevano definito importanti elementi che in seguito sarebbero stati collettivamente denominati "moderna teoria del portafoglio": Markowitz con la sua idea che un adeguato equilibrio tra ricompensa e rischio dipende dalla diversificazione; Fama con la sua teoria del mercato efficiente; Sharpe con la sua definizione di rischio. Per la prima volta nella storia, i nostri destini finanziari non dipendevano solo da Wall Street o da Washington, e neppure erano nelle sole mani degli operatori. Il panorama finanziario si definiva grazie a un gruppo di universitari alla cui porta andavano accalcandosi i professionisti del settore: dalle loro torri d'avorio, erano diventati i nuovi Sommi Sacerdoti della finanza moderna.

L'opinione di Buffett sul rischio e sulla diversificazione

Torniamo ora per un attimo a Warren Buffett. Dopo avere aperto un'attività d'investimento con poche migliaia di dollari, l'aveva trasformata in un valore di 25 milioni. Con questi proventi aveva assunto il controllo della Berkshire Hathaway, procedendo speditamente verso un valore netto che presto avrebbe superato il miliardo. Nel corso di quei venticinque anni non si era mai occupato di covarianza di titoli, strategie per la riduzione dell'oscillazione dei rendimenti o – non voglia il Cielo – dell'idea che le valutazioni del mercato azionario fossero complessivamente efficienti. Buffett aveva meditato profondamente sul concetto di rischio, tuttavia la sua interpretazione era molto diversa da quello che gli studiosi sopra citati affermavano.

Ricordiamo che, nella moderna teoria del portafoglio, il rischio viene definito come la volatilità del prezzo del titolo. Ma Buffett aveva sempre percepito la diminuzione di un prezzo come un'occasione. E, se mai, come una riduzione dei rischi. Per dirla con le sue parole: "Per i titolari di un'attività – ed è così che noi concepiamo gli azionisti – la definizione accademica di rischio è lontanissima dal mercato, a tal punto da generare delle vere e proprie assurdità".[13]

La sua definizione è molto diversa: per Buffett il rischio è legato alla possibilità di conseguire un danno o una diminuzione del valore intrinseco del bene, non al comportamento del prezzo del titolo. Il vero rischio, sostiene Buffett, è se dopo le tasse il rendimento di un investimento "lascerà l'investitore con almeno il medesimo potere d'acquisto che aveva all'inizio, più un ragionevole tasso d'interesse sull'investimento iniziale".[14]

Il rischio è dunque per Buffett inestricabilmente legato all'orizzonte temporale di un investitore. È questa l'unica, singola grande differenza tra la sua nozione di rischio e quella formulata nell'ambito

della teoria del portafoglio. Se acquistiamo un titolo oggi con l'intenzione di venderlo domani, spiega ulteriormente Buffett, allora abbiamo avviato una transazione rischiosa. Le probabilità non sono migliori di quelle del lancio di una moneta: cioè, perderemo circa la metà delle volte. Se invece estendiamo l'orizzonte temporale ad almeno diversi anni, la probabilità che si tratti di una transazione rischiosa diminuisce significativamente, ovviamente, nell'ipotesi di avere effettuato un acquisto meditato e ragionevole: "Se mi chiedete di valutare il rischio di acquistare Coca-Cola oggi e di venderla domani, vi direi che è molto, molto elevato".[15] Ma comprarla oggi per rivenderla tra dieci anni, per la mentalità di Buffett rappresenta un'operazione a rischio zero.

La stessa concezione assolutamente originale che Buffett ha del rischio ispira la sua strategia di diversificazione del portafoglio; anche qui la sua filosofia si contrappone nettamente a quella della teoria del portafoglio. Ricordiamo che, secondo quest'ultima, il principale vantaggio di un portafoglio ampiamente diversificato è quello di mitigare la volatilità dei prezzi dei singoli titoli. Se quest'ultima non vi preoccupa minimamente, come per esempio nel caso di Buffett, allora vedrete anche la diversificazione sotto una luce diversa.

"La diversificazione serva da protezione contro l'ignoranza", sostiene, "se volete essere certi che non vi accada qualcosa di brutto, semplicemente per il fatto di trovarvi sul mercato, dovreste possedere tutto. Non c'è niente di sbagliato in questo, è un approccio assolutamente ragionevole per qualcuno che non sappia eseguire un'analisi finanziaria". In un certo senso, la teoria del portafoglio protegge gli investitori con conoscenza e con comprensione limitate di come si valuta un business. Ma la protezione ha un costo: secondo Buffett, la teoria del portafoglio "vi dirà come avere risultati nella media. Ma io penso che praticamente chiunque sia capace di capirlo già in quinta elementare".[16]

Infine, se la teoria del mercato efficiente (TME in seguito, NdT) è corretta, non esiste alcuna possibilità diversa da una probabilità del tutto aleatoria che un individuo o un gruppo possa superare i risultati del mercato, e certamente sarebbe nulla la probabilità che quello stesso individuo o gruppo possano continuare a farlo sistematicamente. Ma i risultati di Buffett negli anni passati sono la prova plateale che, in realtà, è possibile, specialmente in collaborazione con l'esperienza di altri brillanti investitori che a loro volta hanno battuto il mercato seguendo le sue orme. Che cosa ci dice tutto ciò della TME? I problemi che Buffett vi vede dipendono da un singolo punto centrale: non fa previsioni per gli investitori che analizzano tutte le informazioni disponibili e che così facendo ottengono un vantaggio competitivo. "Osservando – correttamente – che spesso il mercato è efficiente, ne concludono – *non* correttamente – che lo è sempre stato. La differenza tra queste affermazioni è come quella tra la notte e il giorno".[17]

Ciononostante, la TME viene ancora insegnata quasi religiosamente nelle facoltà di economia, cosa che gratifica infinitamente Buffett. "Ovviamente, il disservizio fatto agli studenti e agli investitori professionisti sempliciotti che si bevono fino in fondo la TME è stato un servizio impagabile reso a noi e agli altri discepoli di Graham", commenta sardonicamente, "in qualsiasi tipo di gara finanziaria, mentale o fisica, avere avversari a cui hanno insegnato che anche solo provarci è del tutto inutile rappresenta un vantaggio enorme. Da un punto di vista puramente egoista, probabilmente dovremmo finanziare delle cattedre per assicurarci l'insegnamento perpetuo della TME".[18]

Oggi gli investitori si trovano a un crocevia intellettuale e profondamente emotivo.

Alla sinistra, la strada tracciata dalla teoria del portafoglio, una teoria con una storia di mezzo

secolo, ricca di studi scientifici, formule impeccabili e premi Nobel. È una strada che cerca di accompagnare gli investitori dal punto A al punto B con la minor volatilità possibile lungo la strada, minimizzando perciò il dolore emotivo di un viaggio accidentato. Convincersi che il mercato è efficiente, e che quindi prezzo e valore intrinseco sono semplicemente la stessa cosa, porta i sostenitori della teoria a concentrarsi sui prezzi prima e sul valore degli asset soltanto dopo; o a volte anche mai.

Alla destra, si presenta invece il cammino intrapreso da Warren Buffett e da altri investitori di successo. Rappresenta anch'esso una storia cinquantennale piena di esperienze di vita, semplice aritmetica e possesso di quote a lungo termine. Cerca di accompagnare gli investitori dal punto A al punto B, non garantendo loro una corsa comoda e breve ma orchestrando un approccio all'investimento il cui scopo è la massimizzazione del tasso di crescita del valore intrinseco. Chi propone un approccio alla Buffett non pensa che il mercato sia sempre efficiente e cerca di concentrarsi sui valori prima e sui prezzi soltanto dopo; o a volte anche mai.

Ora che – per quanto sinteticamente – abbiamo delineato le idee alla base della moderna teoria del portafoglio, si capisce bene come un approccio in stile Buffett possa mettervi in conflitto con i suoi sostenitori. Non solo vi ritroverete intellettualmente incompatibili con loro, ma anche largamente in minoranza, sia nelle università sia sul posto di lavoro. Adottare il Metodo Warren Buffett farà di voi una sorte di ribelle che si ritroverà ad affrontare un soverchiante esercito nemico composto da individui che investono con modalità totalmente diverse dalle vostre. Come imparerete a vostre spese, essere emarginati può rappresentare una vera e propria sfida emotiva.

Ho scritto di Warren Buffett per più di vent'anni, nel corso dei quali non ho mai conosciuto nessuno in palese disaccordo con la metodologia che descrivo in questo libro. Ho invece incontrato tantissime persone che, per quanto integralmente e spassionatamente in accordo con gli scritti di Buffett, non erano mai state emotivamente in condizione di applicare le sue lezioni. Mi sono quindi convinto che sia questa la singola cosa più importante per la comprensione del suo successo, ed è una parte del mosaico che non è mai stata esplorata fino in fondo. In una parola, Warren Buffett ha un comportamento razionale e non emotivo.

Perché la psicologia è importante

Nel 2002, Daniel Kahneman ha ricevuto il premio Nobel per l'economia "per avere integrato scoperte della ricerca psicologica nelle scienze economiche, specialmente in merito all'attività umana della valutazione e della formazione delle decisioni in condizioni di incertezza". La motivazione segnalava la definitiva affermazione della finanza comportamentale come legittimo approccio col quale studiare i mercati. Quindi, nonostante i computer, o altre simili scatole nere, sono sempre le persone a formare i mercati.

Le emozioni sono più forti della ragione, ed è per questo che paura e avidità spostano i prezzi dei titoli al di sopra, e al di sotto, del valore intrinseco di un'azienda. Quando le persone si spaventano, o diventano avidi, spiega Buffett, è facile che vendano azioni a prezzi assurdi: per questo, nel breve termine, sono gli atteggiamenti degli investitori, le emozioni umane, ad avere sui prezzi di mercato un impatto maggiore dell'organizzazione economica di un'azienda.

Molto prima che la finanza comportamentale venisse anche solo chiamata così, i suoi principi erano ben chiari a pochi rinnegati come Warren Buffett e Charlie Munger, che li accettavano tranquillamente. Charlie ama ricordare che quando lui e Buffett uscirono dal liceo entrarono "nel mondo degli affari, trovandolo permeato da una colossale, estrema, prevedibile irrazionalità".[19] Con "prevedibile" non si riferisce alla tempistica, ma piuttosto all'idea che una situazione di irrazionalità induce comportamenti dai tratti prevedibili.

A parte Buffett e Munger, solo recentemente la maggioranza dei professionisti investimenti ha prestato seriamente attenzione a questa intersezione tra finanza e psicologia. Quando si tratta di investire, le emozioni sono fattori estremamente concreti, nel senso che incidono e influenzano il comportamento degli individui e quindi, in ultima analisi, i prezzi di mercato. Vi siete sicuramente già resi conto di due motivi per cui la comprensione delle dinamiche umane è talmente importante e preziosa per i vostri investimenti: (1) per fornirvi delle linee guida che vi aiutino a non commettere gli errori più comuni; (2) per mettervi in grado di riconoscere per tempo gli errori degli altri in modo da trarne vantaggio.

Tutti noi possiamo commettere errori di valutazione che incideranno sul nostro successo personale. Quando mille persone, o un milione commettono questo tipo di errore, l'impatto collettivo può spingere il mercato in direzioni pericolose. A quel punto, la tentazione di seguire la folla è fortissima e gli errori si compongono accumulandosi l'uno sull'altro. In un mare ribollente di comportamenti irrazionali, i pochi che agiscono razionalmente potrebbero, alla fine, essere gli unici a sopravvivere.

Anzi, l'unico antidoto agli errori indotti dalle emozioni è la razionalità, specialmente se applicata sul lungo periodo, con pazienza e con perseveranza. Ed è questo l'argomento del prossimo capitolo.

7

Il valore della pazienza

Nel suo capolavoro *Guerra e Pace*, Lev Nikolàevič Tolstòj fece la seguente, profonda considerazione: "Il tempo e la pazienza sono le virtù più grandi di tutti i guerrieri". Naturalmente, parlava da un punto di vista militare, ma il concetto si applica brillantemente anche all'economia ed è di grande utilità per chi desidera realmente approfondire la propria conoscenza dei mercati.

Qualsiasi attività di mercato si svolge in un continuo temporale: raffigurandolo come qualcosa che scorre da sinistra verso destra, osserviamo decisioni di compravendita che si svolgono nell'arco di microsecondi, minuti, ore, giorni, settimane, mesi, anni e decenni. Anche se non è per nulla ovvio dove si potrebbe tracciare una linea di demarcazione, c'è una generale condivisione sul fatto che le attività sulla sinistra (frequenza elevata) si possono considerare speculative, mentre quelle sulla destra (periodi più lunghi) sono forme d'investimento. Probabilmente, non ci sarebbe neppure bisogno di dire che Warren Buffett siede comodamente sulla destra, in serena, paziente attesa degli sviluppi di lungo termine.

Il che solleva una domanda: perché tante persone si affannano freneticamente sull'estrema sinistra, nel tentativo di fare più soldi possibile nel minore tempo possibile? È questione di avidità? Dell'ingiusto convincimento di essere in grado di prevedere i cambiamenti nella psicologia del mercato? O hanno forse perso fiducia nella possibilità di ottenere risultati positivi con investimenti di lungo termine, dopo due Orsi e una crisi finanziaria, nel corso degli ultimi dieci anni? Orbene, la risposta a tutte e tre queste domande è "sì". Anche se ciascuna di esse rappresenta un problema, quella che mi preoccupa di più è l'ultima, la mancanza di fiducia negli investimenti di lungo termine: perché è questa che rappresenta il cuore stesso del Metodo Warren Buffett.

In nome del lungo termine

Il lavoro fondamentale sul confronto tra le strategie di breve e lungo termine risale a oltre vent'anni fa, e fu scritto da Andrei Shleifer, docente ad Harvard e vincitore della medaglia John Bates Clark, insieme a Robert Vishny, professore di finanza presso la Booth School of Business della University of Chicago. Nel 1990, Shleifer e Vishny pubblicarono un articolo di ricerca per *l'American Economic Review* dal titolo "The New Theory of the Firm: Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms"[1] nel quale confrontavano costi, rischi e risultati degli arbitraggi di breve e di lungo termine.

Il costo di un arbitraggio è il periodo di tempo durante il quale il capitale resta investito; il rischio è una misura dell'incertezza del risultato; e il risultato è la quantità di denaro prodotta dall'investimento. Negli arbitraggi di breve termine tutti e tre i fattori incidono in misura minore; nel

lungo periodo il capitale resta investito per più tempo, l'incertezza su quando ci saranno dei ritorni è maggiore, e anche i profitti potrebbero essere maggiori.

Shleifer e Vishny affermano che "in una condizione di equilibrio, l'utile netto atteso da un arbitraggio dev'essere il medesimo per ciascun asset. Siccome l'arbitraggio nel lungo termine è più costoso, affinché l'utile netto sia il medesimo, la differenza nella valutazione dovrà essere maggiore".[2] In altre parole, visto il maggior investimento, l'utile nel lungo termine dovrà essere più alto.

Shleifer e Vishny sottolineano come i titoli ordinari possano essere utilizzati per arbitraggi di breve termine. Per esempio, speculatori che agiscano come "arbitri dell'informazione" potrebbero scommettere sul risultato di una possibile scalata, o sulla pubblicazione degli utili aziendali, o su una qualsiasi altra comunicazione al mercato che azzererebbe rapidamente la differenza nel prezzo. Anche se la quotazione del titolo non reagisse come atteso, l'operatore può liberarsi rapidamente con ripercussioni finanziarie limitate. Seguendo il ragionamento di Shleifer e Vishny, il costo per lo speculatore diventa minimo (il capitale viene investito per un periodo breve), e il rischio è ridotto (l'incertezza sugli esiti viene risolta rapidamente). Naturalmente, anche gli utili sono bassi.

È interessante notare che per generare utili non marginali con strategie di arbitraggio a breve termine, queste dovrebbero essere applicate di frequente, se non in continuazione. Shleifer e Vishny spiegano anche che affinché gli utili superino quelli attesi da questo tipo di speculazione occorre essere disponibili ad aumentare il costo dell'investimento (il periodo di tempo per il quale il denaro resta investito), e assumere più rischi (maggiore incertezza su quando si saprà l'esito dell'arbitraggio). Sia per lo speculatore sia per l'investitore la variabile chiave è l'orizzonte temporale: il primo lavora nel breve termine e accetta utili inferiori, il secondo opera su periodi di tempo più lunghi e si aspetta guadagni maggiori.

E questo ci porta alla prossima domanda: negli arbitraggi di lungo periodo è effettivamente possibile produrre grossi utili con la compravendita di azioni ordinarie? Per rispondere, facciamo qualche indagine guardando da vicino i fatti. Calcoliamo l'utile su base annua sugli ultimi tre anni, poi sugli ultimi cinque (soltanto il prezzo) tra il 1970 e il 2012. In questo periodo di quarantatré anni il numero di titoli dell'indice S&P che ogni anno raddoppiava l'utile è stato in media dell'1,8, cioè circa 9 titoli su 500. Su tre anni, era il 15,3% dei titoli (circa 77 su 500). Sui cinque anni, il 29,9% dei titoli (circa 150 su 500).

Tornando alla domanda originale: è effettivamente possibile realizzare utili ingenti con la compravendita di azioni sul lungo termine? La risposta è insindacabilmente "sì". E se il raddoppio in cinque anni vi sembra una bazzecola, dobbiamo notare che equivale al 14,9% composto su base annua.

Naturalmente questi risultati sono applicabili solo a investitori che sono in grado di selezionare a priori quali titoli potrebbero raddoppiare nel giro di cinque anni, e la soluzione "reale" a questo problema è la solidità del loro processo di selezione e della strategia di gestione del portafoglio. Sono fiducioso del fatto che chi applichi i criteri d'investimento delineati in questo libro, e pratichi una strategia di diversificazione ridotta del portafoglio, abbia poi una buona probabilità di ritrovarsi con un numero adeguato di questi titoli "raddoppiatori".

La teoria finanziaria predica anche che gli investitori vengono premiati (cioè possono guadagnare) quando riescono a identificare delle valutazioni errate nei prezzi. Possiamo, per esempio, assumere che se i margini di utile di ogni singolo titolo sono sufficienti, ciascuno di essi attirerà un maggior

numero di investitori che cercheranno di approfittare della differenza tra prezzo e valore. Sappiamo che, all'aumentare del numero degli arbitranti, i potenziali guadagni dovrebbero diminuire. Analizzando l'utile medio percentuale del nostro paniere di titoli "raddoppiatori" sui cinque anni, tra il 1970 e il 2012, non troviamo però alcuna significativa diminuzione degli utili. Certo, il numero assoluto di questi titoli dipende dallo stato di salute e dalla performance del mercato nel suo complesso: quando il mercato è più forte, il numero dei titoli "raddoppiatori" aumenta. Ma la loro "sovraperformance" percentuale rispetto ai risultati del mercato, e indipendentemente dall'ambiente, resta eccezionale. In breve: non c'è quasi traccia degli arbitranti di lungo periodo che potremmo aspettarci all'"assalto della diligenza" (la differenza tra prezzo e valore).

Chi si trova nella posizione migliore per colmare questa differenza, sulla distanza dei cinque anni? La risposta è: gli investitori di lungo periodo. Ma siccome quella differenza non si è appianata in quarantatré anni, forse ne possiamo concludere che sul mercato la scena è stata dominata da gestori di breve termine.

Tra il 1950 e il 1970, il periodo medio di conservazione dei titoli variava dai quattro agli otto anni, per cominciare a diminuire in maniera costante a partire dagli anni Settanta. Oggi i fondi pensionistici conservano un titolo mediamente per un periodo nell'ordine dei mesi. La nostra ricerca indica chiaramente che il maggior numero di occasioni per portare a casa utili consistenti si verifica dopo tre anni. Ci sono pochi dubbi sul fatto che tassi di rotazione dei portafogli superiori al 100% garantiscono che la maggior parte degli investitori non possa beneficiarne.

Ci sono forti argomenti per chi sostiene che al mercato converrebbe un qualche equilibrio tra investitori di breve e di lungo termine. Per esempio, se gli operatori si dividessero in egual misura tra i due approcci – metà a cercare di approfittare dei prezzi nel breve periodo, e metà che lavorano per chiudere il divario prezzo-valore nel lungo periodo – le inefficienze di breve e di lungo termine del mercato in gran parte scomparirebbero. Ma che cosa succede al mercato quando questo equilibrio viene compromesso? Un mercato dominato da investitori di lungo periodo ignorerebbe le differenze di prezzo sul breve termine e, al contrario, se prevalessero i gestori sul breve periodo, questi non sarebbero molto interessati alle variazioni sul lungo termine.

Come mai il mercato ha perso gran parte della varietà che un tempo lo caratterizzava? La risposta è: a causa della lenta migrazione dagli investimenti di lungo termine verso le speculazioni sul breve periodo. Anche in maniera approssimativa, è possibile predire gli sviluppi di questo cambiamento evolutivo dato che è una semplice questione aritmetica: rispetto al passato ci sono troppi speculatori in azione, quindi la difficoltà di indovinare una scommessa sul breve periodo è aumentata, e gli utili che se ne possono ricavare sono diminuiti. La potente calamita del guadagno facile ha indotto così tante persone a diventare speculatori, ne ha contemporaneamente lasciati sul campo pochissimi, con anche il compito di livellare le inefficienze, cioè gli utili in eccesso, degli investimenti di lungo termine.

Razionalità: una differenza critica

Secondo l'Oxford American Dictionary, il razionalismo è la convinzione che le opinioni o le azioni del singolo dovrebbero basarsi sulla ragione o sulla conoscenza, e non sulle reazioni emotive. Una persona razionale pensa in maniera chiara, ragionevole e logica.

La prima cosa da capire è che la razionalità è qualcosa di diverso dall'intelligenza, e che di conseguenza le persone intelligenti possono agire in maniera irragionevole. Il docente di psicologia

applicata e dello sviluppo dalla Toronto University, Keith Stanovich, è convinto che test come quello del QI rappresentino un pessimo criterio di valutazione del pensiero razionale. "Al più, è un blando indicatore", spiega, "e certe caratteristiche del pensiero razionale sono del tutto scorrelate dall'intelligenza".[3]

Nel suo libro *What Intelligence Tests Miss: The Psychology of Rational Thought*, Stanovich ha coniato il termine "disrazionalità" (*dysrationalia*), definita come l'incapacità di pensare e di comportarsi razionalmente nonostante un'intelligenza elevata. Alcune ricerche di scienze cognitive ne suggeriscono due cause principali. La prima è un problema di elaborazione. La seconda, un problema di contenuti. Esaminiamole da vicino. Stanovich è convinto che gli esseri umani non siano efficienti nell'elaborare i pensieri. Quando risolviamo un problema, spiega, possiamo scegliere tra diversi meccanismi cognitivi. A un estremo dello spettro razionale troviamo quelli dalle elevate capacità computazionali, che però pagano un prezzo: si tratta di modalità di pensiero lente, che richiedono grande concentrazione. All'estremo opposto, troviamo una minore necessità di concentrazione e la possibilità di prendere decisioni rapide. "Cognitivamente parlando, gli esseri umani sono degli spilorci", scrive Stanovich, "la nostra tendenza più diffusa è quella di limitarci ai meccanismi di elaborazione che richiedono lo sforzo computazionale minore, anche se sono meno precisi".[4] In altre parole, siamo pensatori pigri e prendiamo sempre la strada più facile quando si tratta di risolvere un problema. Il risultato è che spesso le soluzioni che adottiamo sono illogiche.

Idee al rallentatore

Occupiamoci ora del ruolo giocato dall'informazione, così intimamente legata all'argomento di questo capitolo, la pazienza, e al valore di una "idea lenta".

Forse non tutti i lettori conoscono Jack Treynor, un vero e proprio gigante intellettuale nel settore della gestione finanziaria. Dopo una formazione come matematico presso l'Haverford College, Treynor si laureò con lode all'Harvard Business School nel 1955, e cominciò a lavorare nell'ufficio ricerche dello studio di consulenza Arthur D. Little. Era ancora un giovane analista quando, durante una vacanza di tre settimane in Colorado, produsse un documento di 44 pagine di appunti matematici sul problema del rischio. Autore prolifico, fu anche direttore del *Financial Analysts Journal* del Chartered Financial Analyst Institute (o CFA; un programma privato di formazione e aggiornamento per analisti finanziari, NdT).

Nel corso degli anni, Treynor ha scambiato lettere con molti grandi economisti, tra cui i premi Nobel Franco Modigliani, Merton Miller e William Sharpe. Diversi suoi articoli hanno vinto premi e riconoscimenti prestigiosi, tra cui il Graham and Dodd Award del *Financial Analysts Journal* e il Roger F. Murray Prize. Nel 2007, gli è stato conferito il prestigioso CFA Institute Award for Professional Excellence. Per nostra fortuna i lavori di Treynor, un tempo poco reperibili, sono ora disponibili in un volume di 574 pagine dal titolo *Treynor on Institutional Investin*, tomo che dovrebbe trovarsi sullo scaffale di qualsiasi serio investitore.

La mia copia ha qualche orecchia ed è leggermente consumata, perché ho letto e riletto i miei capitoli preferiti. Nascosto verso la fine, a pagina 424, c'è il mio articolo preferito: si intitola "Long-Term Investing" ("Investimenti di lungo termine"), ed è stato pubblicato per la prima volta nel numero di maggio-giugno 1976 del *Financial Analysts Journal*. Treynor inizia parlando della questione sempre attuale dell'efficienza dei mercati. È vero – si domanda – che per quanto ci proviamo, non potremo mai avere un'idea che non abbia già avuto il mercato? Per affrontare la

questione, Treynor domanda al lettore di distinguere tra "due tipi di idee d'investimento: (a) quelle dalle implicazioni chiare e dirette, che per essere valutati richiedono relativamente poca competenza e che di conseguenza si diffondono rapidamente; e (b) quelle che richiedono riflessione, analisi e una competenza particolare, e che di conseguenza si diffondono lentamente".[5]

"Se il mercato è inefficiente" conclude, "non lo sarà rispetto alle idee del primo tipo, poiché per definizione difficilmente queste idee saranno male interpretate o sottovalutate dalla massa degli investitori".[6] In altre parole, è improbabile che le idee semplici – il P/E, il rendimento da dividendi, il rapporto tra prezzo e valore nominale, alcuni diagrammi tecnici e qualsiasi altro punto di vista elementare sui titoli – producano guadagni facili. "Se esiste un'inefficienza dei mercati, e quindi una qualsiasi possibilità d'investimento" sostiene Treynor, "verrà dal secondo tipo d'investimento, quello che si diffonde lentamente. È il secondo tipo di idea a costituire l'unica base realmente significativa per un investimento di lungo termine".[7]

Sono certo che ormai vi sarete resi conto che i criteri d'investimento descritti in questo libro sono proprio quelle idee che "viaggiano lentamente", che producono "sviluppi finanziari di lungo termine" e che costituiscono pertanto la base per un "investimento di lungo termine". Che sia ben chiara una cosa: le idee "lente" non sono difficili da capire, ma adottarle è comunque più complesso che affidarsi a quelle "ovvie e immediate".

Il Sistema 1 e il Sistema 2

Per anni gli psicologi hanno giocato con l'idea che i nostri processi cognitivi si distinguano in due modalità di pensiero, tradizionalmente indicate con i termini "intuizione", che produrrebbe un tipo di cognizione "rapida e associativa", e la razionalità, definita come "lenta e governata da regole". Oggi queste due modalità vengono indicate brevemente come "Sistema 1" e "Sistema 2". Il Sistema 1 è quello per cui idee semplici e dirette si diffondono rapidamente: per calcolare un rapporto P/E o un utile da dividendo occorre poco tempo e non servono grandi doti intellettuali.

Il Sistema di pensiero 2 costituisce la parte riflessiva dei nostri processi cognitivi. Opera in maniera controllata, lentamente e faticosamente. Le nostre "idee al rallentatore" che richiedono "riflessione, valutazione e una competenza particolare" costituiscono il Sistema 2.

Nel 2011, il premio Nobel Daniel Kahneman ha dato alle stampe un libro importante, dal titolo *Pensieri lenti e veloci* (Mondadori, Milano 2012). Quell'anno fu un best seller del New York Times e uno dei primi cinque libri di saggistica: non male per un tomo di 500 pagine sulla teoria della decisione. La parte che preferisco è il Capitolo 3, "Il controllore pigro", dove Kahneman ci ricorda che uno sforzo cognitivo rappresenta una quota di lavoro mentale e, come per tutti i lavori, molti di noi tendono a impigrirsi quando il compito da eseguire si fa più difficile. Egli stesso è sinceramente sorpreso dalla facilità con cui individui intelligenti si mostrano sufficientemente soddisfatti dalla prima risposta tanto da – semplicemente – smettere di pensare.

Come tutte le attività che accedono al Sistema 2, pensare richiede autocontrollo, il cui uso continuato può non essere gradito a molti. Se siamo costretti a fare qualcosa in continuazione, col tempo tenderemo ad allentare l'autocontrollo alla volta successiva, fino semplicemente a smettere di farlo. Al contrario, "potremmo chiamare 'motivati' coloro che non incappano nel peccato di 'bradipismo intellettuale'. Queste persone sono sveglie, attive in maniera intelligente e consapevole, meno inclini ad accontentarsi di risposte superficialmente gratificanti e non concilianti verso le loro stesse intuizioni".[8]

Shane Frederick è professore associato di Marketing alla Yale University e ci ha fornito una descrizione affascinante di come individui con un QI elevato "fanno la spola" tra le modalità 1 e 2. Per cominciare, ha riunito un gruppo di studenti della Ivy League, cioè le più prestigiose università degli USA (nel nostro caso, Harvard, Princeton e MIT): possiamo immaginare che siano tutte persone notevolmente intelligenti. Poi ha chiesto loro di rispondere alle seguenti tre domande:

1. Una palla e una mazza da baseball costano 1,10 dollari. La mazza costa 1 dollaro più della palla. Quanto costa la palla?
2. Se cinque macchine impiegano cinque minuti per produrre cinque oggetti, in quanto tempo 100 macchine produrranno 100 oggetti?
3. Ci sono delle ninfee sulle acque di un lago. Crescendo, ricoprono ogni giorno una superficie doppia di quella ricoperta il giorno precedente. Se impiegano 48 giorni a ricoprire tutto il lago, in quanti giorni ne ricopriranno la metà?[9]

Con grande stupore di Frederick, più di metà degli studenti sbagliò le risposte, portandolo a individuare due importanti problemi. Il primo è che le persone non sono abituate a concentrarsi sui problemi e si affrettano a fornire la prima risposta plausibile che viene loro in mente, in modo da non dovere impiegare l'impegnativo e faticoso Sistema 2. Il secondo problema, di per sé inquietante, è la consapevolezza che i meccanismi di elaborazione del Sistema 2 sono inefficienti e non controllano in maniera soddisfacente gli errori del Sistema 1. Era chiaro che gli studenti restavano bloccati in quest'ultimo e non riuscivano, o non volevano, convertirsi al 2.

Come funzionano, esattamente, i Sistemi 1 e 2 nella pratica dell'investimento? Supponiamo che un investitore stia prendendo in considerazione l'acquisto di un certo titolo. Secondo il Sistema 1, verificherebbe alcuni parametri della società, come P/E, valori nominali e rendimento dei dividendi. Dopo aver verificato che i primi due parametri sono nei pressi dei loro minimi storici, e che l'azienda ha aumentato regolarmente i dividendi nel corso dei dieci anni precedenti, l'investitore ne concluderebbe rapidamente che il titolo gode di buona salute. Purtroppo, fin troppi investitori si affidano unicamente a questi ragionamenti del Sistema 1 per prendere le loro decisioni, senza mai prendere il tempo per fermarsi e passare al "pensiero 2".

Cosa significa essere "motivati"? Semplicemente, possedere un Sistema 2 forte e non incline allo stress da sforzo. I due sistemi sono talmente distinti e indipendenti l'uno dall'altro che secondo Stanovich "hanno due menti separate".

Ma "una mente separata" lo è solo se è distinguibile in quanto tale. Nel contesto dell'investimento, la "mente separata" che anima il Sistema 2 è distinguibile da quella del Sistema 1 solo se adeguatamente attrezzata con la necessaria comprensione dei vantaggi competitivi dell'azienda in questione, della capacità del management di allocarne razionalmente il capitale, dei fattori di sviluppo economico che ne determinano il valore e dalla solidità psicologica che trattiene l'investitore dal prendere decisioni avventate.

La mia opinione è che gran parte delle decisioni prese a Wall Street siano prodotte da un pensiero di tipo Sistema 1: prevalentemente intuitivo, che produce decisioni prese automaticamente e rapidamente, senza tempo o spazio per una riflessione ponderata. Il Sistema 2 implica pensare consapevolmente, in maniera deliberata, e per fare questo è necessaria concentrazione. Chi lo fa è una persona naturalmente paziente, e perché l'approccio funzioni occorre allocare tempo per questo

tipo di decisione e, sì, persino per la meditazione. Non stupirà nessuno se dico che i criteri descritti in questo libro si adattano maggiormente a pensatori lenti, non alle decisioni prese a raffica tipiche del Sistema 1.

Il "mindware gap"

Secondo Stanovich, la seconda causa di "disrazionalità" è la mancanza di contenuti adeguati per il Sistema 2. Gli psicologi della decisione chiamano questa carenza "mindware gap". Quella di mindware è una nozione elaborata da David Perkins, uno scienziato cognitivo di Harvard: si tratta dell'insieme di regole, strategie, procedure e conoscenze che gli individui hanno a disposizione per risolvere un problema. "Proprio come il software è l'insieme degli strumenti per lavorare col computer, il mindware è l'insieme degli strumenti per lavorare con la mente", spiega Perkins, "un frammento di mindware è qualsiasi cosa un singolo possa apprendere, e che amplia la capacità individuale di pensare criticamente e creativamente".[10]

Che tipo di mindware sarebbe necessario per attivare un'attività razionale di tipo 2. Come minimo, dovreste leggere il rapporto annuale dell'azienda e quelli dei concorrenti. Se la società risultasse possedere una posizione forte con prospettive di lungo termine positive, effettuereste poi diverse simulazioni con modelli di dividendi, variando i tassi crescita dell'owner earning su diversi periodi di crescita, per cercare di inquadrare le possibili valutazioni. Poi passereste a studiare la strategia di lungo termine del management per l'allocazione del capitale, e infine potreste chiamare un po' di amici, colleghi o consulenti finanziari e sentire la loro opinione sull'azienda o, ancora meglio, sui suoi concorrenti. Un'osservazione importante: nulla di tutto ciò richiede un QI particolarmente elevato, ma è più laborioso e necessita di sforzi mentali maggiori rispetto – per esempio – al semplice tentativo di indovinare il rapporto P/E corrente.

Tempo e pazienza

Nonostante sia ampiamente dimostrato come un approccio di lungo termine, se perseguito con pazienza, sia la decisione migliore per gli investimenti, poco pare essere cambiato. Neppure la crisi finanziaria del 2008-2009 e la successiva depressione del mercato hanno cambiato i comportamenti e al momento virtualmente tutte le attività sul mercato sono di breve termine. Nel 1960, il turnover NYSE/AMEX value-weighted, cioè normalizzato al valore, era inferiore al 10% mentre oggi è superiore al 300%: un aumento di 30 volte in cinquant'anni.[11] È certamente impossibile che numeri così rilevanti non abbiano avuto ricadute sia sul mercato sia sui suoi attori, trasformandoli entrambi.

In teoria, si pensa che un aumento nella partecipazione alle attività di mercato associato a maggiori volumi di transazioni, dovrebbe portare a più successi nell'individuazione del miglior prezzo, il che a sua volta produrrebbe una riduzione della differenza tra prezzo e valore, con una corrispondente riduzione della volatilità del mercato. In realtà, una volta compreso che la maggioranza degli operatori sono speculatori e non investitori, aumenta la probabilità di assistere all'esatto opposto: l'aumento delle transazioni a breve termine produrrà una differenza maggiore tra prezzo e valore, aumenterà il rumore del sistema e genererà picchi di volatilità. In questo mondo, un investitore ostaggio della pressione esercitata dai risultati a breve termine non potrà che sentirsi a disagio.

Non deve andare necessariamente così. Il successo di Warren Buffett è indicativo soprattutto della sua voglia di giocare secondo regole diverse un gioco a cui siamo invitati tutti. L'unico requisito per giocare con successo è la disponibilità ad adottare un diverso regolamento, la cui regola più

importante è il valore della pazienza.

Tempo e pazienza sono due facce della stessa medaglia: è questo il "distillato Buffett" più puro. Il suo successo risiede nell'atteggiamento paziente che mantiene sempre, con grande calma e allo stesso modo, verso le imprese possedute al 100% dalla Berkshire, e le partecipazioni sotto forma di titoli in portafoglio. In questo modo frenetico e in costante attività, Buffett opera deliberatamente a un passo più lento. Un osservatore esterno potrebbe pensare che questo comportamento "da bradipo" faccia perdere facili guadagni, ma chi ha imparato ad apprezzarlo capisce che Buffett e la Berkshire stanno accumulando una fortuna incredibile. Lo speculatore non ha pazienza. L'investitore Buffett vive per essa. Come non manca mai di ricordarci: "La cosa più bella del tempo è che non arrivi mai la fine".

Ed eccoci così arrivati a chiudere il cerchio, alla fondamentale questione delle emozioni e della loro controparte: la razionalità. La sola intelligenza non basta ad assicurare il successo negli investimenti. La dimensione del cervello dell'investitore non è importante quanto la sua capacità di allontanarlo dalle emozioni. "La razionalità è essenziale soprattutto quando tutti gli altri prendono decisioni di breve termine sulla base dell'avidità o della paura", ribadisce Buffett, "è in quel momento che si fanno i soldi".[12]

Buffett riconosce di non essere né più ricco né più povero per le fluttuazioni di breve termine del mercato, visto che il suo è un portafoglio di lungo periodo. Molte persone semplicemente non riescono a sopportare il disagio associato al calo dei prezzi dei titoli, cosa che non tocca Buffett, che è convinto di essere più in gamba del mercato nella valutazione di un'azienda. È anche dell'opinione che chiunque non sia convinto di questo, non dovrebbe partecipare a questo gioco. È come il poker, spiega: "Se dopo un po' che ci giocate non avete capito chi è il pollo da spennare, il pollo siete voi".

In mancanza di razionalità, gli investitori ricadono rapidamente nella modalità del Sistema 1, adatto a compiti semplici e prevedibili ma non per la complessità del mercato azionario. In mancanza di razionalità, gli investitori diventano schiavi di emozioni elementari come paura e avidità. In mancanza di razionalità, gli investitori sono destinati a diventare i polli da spennare nel gioco dell'investimento.

8

Il più grande investitore del mondo

Spesso Warren Buffett viene chiamato “il più grande investitore del mondo”, ma come possiamo essere certi che sia vero? In quale modo, esattamente, si potrebbe verificare un’affermazione del genere? La mia opinione è che dovremmo semplicemente considerare due singole variabili: sovraperformance relativa e durata, cioè costanza nel tempo. Sono necessarie entrambe, perché, per esempio, non è sufficiente battere il mercato nel breve periodo. Molta gente ci è riuscita, in questa o quell’occasione. Quello che fa la differenza è riuscirci nel corso di un lungo periodo di tempo. Come dice Michael Mauboussin nel suo libro *The Success Equation*, negli affari, negli sport e nell’investimento agisce una combinazione di fortuna e abilità, e l’unico modo per capire quale delle due prevalga è analizzare i risultati nel corso del tempo. Nel breve termine, la fortuna può giocare un suo ruolo ma sarà il Tempo a farci sapere se c’è sotto anche un po’ di abilità. E in questo Buffett non ha rivali.

La carriera di Warren Buffett come gestore finanziario abbraccia quasi sessant’anni, partendo dal primo periodo con la Buffett Investment Partnership, Ltd. (dal 1956 al 1969) e fino ad arrivare, a partire dal 1965, agli anni con la Berkshire Hathaway. Buffett avviò la propria attività alla giovane età di venticinque anni e con un capitale relativamente ridotto (il suo investimento personale fu di soli 100 dollari). Anche se l’obiettivo era quello di produrre un utile di almeno il 6% su base annua, Buffett si era prefissato un compito personale molto più difficile: battere l’indice Dow Jones di 10 punti percentuali all’anno. Ha fatto molto di più: tra il 1965 e il 1969, infatti, Buffett fece crescere la sua attività a un tasso annuo composto del 29,5%, superiore al Dow Jones di 22 punti. Un investitore che gli avesse affidato 10 mila dollari dall’inizio della sua attività fino alla fine, avrebbe realizzato – al netto della commissione di Buffett – 150.270 dollari. La stessa cifra investita nel Dow Jones sarebbe aumentata a 15.260 dollari. Nello stesso periodo, il Dow Jones ha perso terreno (e soldi) in cinque anni diversi, mentre Buffett ha realizzato utili, battendo l’indice ogni singolo anno.

All’epoca non c’erano molti manager di alto bordo confrontabili con Buffett. Gerald Tsai e Fred Carr, due tra i più noti gestori di fondi pensionistici, iniziarono a metà anni Sessanta, più o meno quando Buffett stava pensando di chiudere lo studio. Si costruirono e poi distrussero la loro reputazione acquistando i titoli “Go-Go” di quegli anni: in uno dei primi articoli di Carol Loomis per *Fortune* (il titolo era “The Jones Nobody Keeps Up With”, uscito nell’aprile 1966; “Il Jones a cui nessuno riesce a stare dietro”), l’autrice confrontava i risultati di Buffett col celebre gestore di hedge fund Alfred Winslow Jones. La A.W. Jones & Company aveva uno storico di dieci anni, mentre Buffett solo nove; analizzando gli ultimi cinque anni di entrambi, Carol scoprì che Buffett aveva superato di poco Jones (334% contro 325%). Ma come la giornalista ebbe poi modo di sottolineare,

poco dopo Buffett chiuse lo studio, mentre Jones andò avanti, subendo le stesse perdite di tutti quelli che non avevano capito che i titoli erano stati sopravvalutati.

Anche ignorando gli stupefacenti risultati della Buffett Investment Partnership, l'affermazione che Warren Buffett vede come il più grande investitore del mondo potrebbe essere dimostrata semplicemente dai suoi risultati con la Berkshire Hathaway. Come si osserva chiaramente dalla Tabella 8.1. Nel corso di quarantotto anni, dal 1965 al 2012, il valore nominale della società è passato da 19 dollari per azione alla cifra stupefacente di 114.214 dollari, con un incremento annuo del 19,7%. Nello stesso periodo, l'indice S&P, compresi i dividendi, è cresciuto del 9,4%, perdendo denaro in undici anni (quasi uno ogni cinque), mentre la Berkshire ha registrato due soli anni negativi.

Tabella 8.1 - I risultati aziendali di Berkshire rispetto all'indice S&P

Anno	Variazione percentuale annua		
	Valore nominale per azione di Berkshire	S&P (compresi i dividendi)	Risultati relativi
	(1)	(2)	(1) - (2)
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1
1971	16,4	14,6	1,8
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4
1982	40,0	21,4	18,6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	16,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4

1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7,4	-3,1	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6
1995	43,1	37,6	5,5
1996	31,8	23	8,8
1997	34,1	33,4	0,7
1998	48,3	28,6	19,7
1999	0,5	21	-20,5
2000	6,5	-9,1	15,6
2001	-6,2	-11,9	5,7
2002	10	-22,1	32,1
2003	21	28,7	-7,7
2004	10,5	10,9	-0,4
2005	6,4	4,9	1,5
2006	18,4	15,8	2,6
2007	11	5,5	5,5
2008	-9,6	-37,7	27,4
2009	19,8	26,5	-6,7
2010	13	15,1	-2,1
2011	4,6	2,1	2,5
2012	14,4	16	-1,6
Utile annuo composto, 1965-2012	19,7%	9,4%	10,3%
Utile complessivo, 1964-2012	586,817%	7,433%	

In termini di puri numeri, quindi – risultati superiori conseguiti per lunghi periodi di tempo – è difficile contestare che l'affermazione che dà il titolo a questo capitolo sia riferibile a Warren Buffett. Ma se cercassimo di andare oltre i numeri?

Buffett in privato

Che opinione dovremmo farci di un uomo che inizia la sua carriera di gestore finanziario all'epoca di Eisenhower, e che quasi sei decenni dopo continua a operare agli stessi livelli?

Quando non era neppure un adolescente, il piccolo Warren annunciò al mondo intero che entro i trent'anni sarebbe stato milionario, altrimenti si sarebbe buttato dal più alto grattacielo di Omaha. Naturalmente stava scherzando, e neanche l'ambizione di diventare ricco è proprio come ce l'aspetteremmo. Oggi ha superato da tempo, e di gran lunga, gli obiettivi che si era dato, ma chi lo conosce bene sa quanto poco gli interessi lo stile di vita dei ricchi. Abita ancora nella stessa casa di Omaha acquistata nel 1958, guida vecchi modelli di auto americane e, a una cucina raffinata, preferisce di gran lunga cheeseburger, Coca e gelato. La sua unica concessione al vizio è un jet privato. "Non mi interessano i soldi", ha dichiarato più volte, "ma mi diverto un sacco a farli e a

vederli aumentare".[1] E come ormai sappiamo dal Capitolo 1, oggi ricava anche un enorme piacere a disfarsene.

In un mondo dove troppo spesso il patriottismo diventa un cliché superficiale, Warren Buffett fa sfacciatamente il tifo per gli Stati Uniti d'America. Non ha mai avuto remore a esprimere la profonda convinzione che il suo Paese offra occasioni enormi a chiunque sia disposto a lavorare duro. È positivo, allegro e, in generale, ottimista verso ogni aspetto della vita. I luoghi comuni vogliono che gli eterni ottimisti siano i giovani e che, invecchiando, inizi a prevalere il pessimismo. Ma Buffett sembra fare eccezione e, secondo me, parte del motivo per cui ha continuato a gestire denaro per quasi sessant'anni, attraverso un lungo elenco di fatti drammatici e traumatici, è per vedere il mercato, l'economia e il Paese riprendersi e prosperare.

È un esercizio interessante ripercorrere con l'aiuto di Google gli eventi di rilievo degli anni Cinquanta, Sessanta, Settanta, Ottanta e Novanta e il primo decennio del XXI Secolo. Anche se sono troppo numerosi per elencarli qui, tra i titoli delle prime pagine troveremmo la pratica delle deterrenza nucleare; omicidi e dimissioni di Presidenti; agitazioni e rivolte; conflitti regionali; crisi petrolifere e iperinflazione; tassi d'interesse a due cifre e attacchi terroristici; per non parlare di qualche recessione qua e là e dei periodici crolli del mercato azionario. Quando gli viene chiesto come riesca ad attraversare episodi tremendi in grado di travolgere i mercati e, inevitabilmente, fare fuggire la maggior parte degli investitori, col suo inconfondibile stile informale confessa che cerca semplicemente di essere "avido quando gli altri hanno paura, e di avere paura quando gli altri sono avidi". Ma secondo me c'è sotto ben altro. Buffett possiede la stupefacente abilità non solo di sopravvivere ai pericoli e ai grandi eventi del mercato azionario, ma di continuare a investire in quegli stessi periodi difficili.

Il vantaggio Buffett

Per anni, studiosi e professionisti dell'investimento hanno discusso della validità di quella che oggi viene chiamata "teoria del mercato efficiente". Come ricorderete dal Capitolo 6, questa ipotesi controversa sostiene che ogni analisi del mercato azionario è una perdita di tempo perché in ogni istante i prezzi riflettono sempre tutte le informazioni disponibili. Perciò, in un certo senso, è il mercato stesso a effettuare tutte le ricerche di cui si può avere bisogno. Chi sposa questa teoria sostiene, scherzando solo a metà, che gli investitori di professione potrebbero anche lanciare freccette su una pagina di titoli di Borsa e puntare sui centri con le stesse probabilità di successo di un analista finanziario esperto, che trascorra ore a sudare sugli ultimi rapporti annuali o sui comunicati trimestrali.

Ma il successo di un individuo che batte costantemente tutti i maggiori indici – Warren Buffett – suggerisce che la teoria non è esatta. Altri, tra cui lo stesso Buffett, sostengono che la maggior parte dei gestori finanziari ha risultati inferiori a quelli del mercato non perché questo sia efficiente, ma perché usano metodi sbagliati.

I consulenti di management sostengono che le attività di successo sono caratterizzate da tre vantaggi particolari: uno comportamentale, uno analitico e uno organizzativo.[2] Studiando Warren Buffett, possiamo capire in quale modo agiscano e funzionino questi tre fattori.

Vantaggio comportamentale

Secondo Buffett, per investire con successo non è necessario avere un QI elevato o seguire corsi

universitari. Quello che conta di più è il temperamento, e quando Buffett usa questa parola intende la razionalità. Il cardine della razionalità è la capacità di vedere oltre il presente e di analizzare i diversi scenari possibili, prendendo alla fine una decisione consapevole. È questa, in due parole, l'essenza stessa di Warren Buffett.

Chi lo conosce concorda nel dire che a distinguerlo dagli altri è la razionalità. "Nel mio corso di giurisprudenza ad Harvard eravamo in migliaia", ricorda Charlie Munger, "conoscevo tutti gli studenti migliori e nessuno era come Warren. Il suo cervello è come un meccanismo superbamente razionale".[3] Anche Carol Loomis di *Fortune*, che conosce Buffett da oltre cinquant'anni, ritiene che la sua razionalità sia il singolo aspetto più importante e di maggior peso per i suoi successi finanziari.[4] Roger Lowenstein, autore di *Buffett: The Making of an American Capitalist*, afferma che "il genio di Buffett è in gran parte dovuto al carattere, alla pazienza, alla disciplina e alla razionalità".[5]

Bill Gates fa parte del consiglio d'amministrazione della Berkshire Hathaway e anche lui trova che il tratto distintivo di Buffett sia la razionalità, cosa che fu particolarmente chiara quando i due amici trascorsero un pomeriggio rispondendo alle domande degli studenti in un auditorium stipato all'inverosimile della University of Washington di Seattle. Una delle prime domande fu: "Come è riuscito ad arrivare dove è arrivato? Come ha fatto a diventare così ricco?". Buffett fece un respiro profondo e rispose: "La risposta è piuttosto semplice. Non si tratta di QI, immagino che questo farà piacere alla maggior parte di voi. Il punto è la razionalità. Ho sempre pensato che QI e talento fossero il combustibile per il motore, ma che i risultati – l'efficienza del motore – dipendano dalla razionalità. Un sacco di gente ha un motore da 400 cavalli ma ottiene i risultati di uno da 100. È molto meglio avere un motore da 200 cavalli e farlo funzionare al massimo".

Poi continuò: "Perché allora un sacco di persone intelligenti si ostinano a fare cose che impediscono loro di ottenere i risultati a cui avrebbero diritto? Ha a che fare con le abitudini, il carattere, il temperamento e l'agire in maniera razionale. Col non ostacolarsi da soli. Come dicevo, tutti voi avete assolutamente la capacità di fare qualsiasi cosa faccia io, e molto di più. Alcuni di voi ci riusciranno, e altri no. Per questi ultimi il motivo sarà che si ostacoleranno da soli, e non perché il mondo avrà cospirato contro di loro per fermarli".[6]

Coloro che lo conoscono, e Buffett stesso, concordano: la sua vera marcia in più è la razionalità. Lo è nelle sue strategie d'investimento quando si tratta di allocare razionalmente il capitale, e questa è la singola decisione più importante che un investitore si può ritrovare a dover prendere, per un'azienda come per un singolo. E la razionalità – ricorrere al pensiero razionale quando si tratta di effettuare questo tipo di scelta – è la qualità che Buffett ammira maggiormente. Nonostante una costante tendenza all'eccentricità, i mercati finanziari sono attraversati da una linea di ragionevolezza e i successi di Buffett derivano dall'individuarla e seguirla costantemente.

Vantaggi analitici

Quando Buffett investe, lo fa perché ci vede un'azienda. La maggior parte degli investitori vede solo una quotazione azionaria. Impiegano troppo tempo ed energie a osservare, predire e anticipare variazioni di prezzo, e troppo poco nella comprensione dell'attività di cui ora possiedono una piccola parte. Per quanto possa sembrare un'osservazione elementare è questa l'essenza di ciò che distingue Buffett dagli altri.

Possedere e gestire delle attività produttive gli ha conferito un netto vantaggio in termini di

pensiero analitico. Nelle sue attività ha conosciuto anche l'insuccesso, applicando al mercato azionario quello che ha imparato. La maggior parte degli investitori professionisti non ha la medesima formazione: mentre questi erano occupati a studiare modelli per la quotazione degli asset e la teoria del portafoglio, Buffett studiava i conti economici, le condizioni per il reinvestimento del capitale e la capacità delle sue aziende di produrre liquidità. "Pensate davvero che si possa spiegare a un pesce che cosa vuol dire camminare sulla terra ferma?", domandò Buffett agli studenti, "un giorno a passeggio fuori dall'acqua vale mille anni trascorsi a parlarne, e un anno passato a gestire un'azienda ha esattamente quel tipo di valore".[7]

Buffett è convinto che l'investitore e l'imprenditore dovrebbero considerare una società nello stesso modo, perché entrambi desiderano essenzialmente la stessa cosa. L'imprenditore vuole acquistare l'intera azienda, mentre l'investitore vuole comprarne solo una parte. Se domandate al primo che cosa pensa quando acquista, probabilmente vi risponderà qualcosa del genere: "A quanti soldi potrà fare". Secondo la teoria finanziaria, c'è una correlazione diretta, nel tempo, tra il valore di una società e la sua capacità di produrre liquidità. Perciò, per produrre utili, l'imprenditore e l'investitore dovrebbero prendere in considerazione le medesime variabili.

"Dal mio punto di vista" spiega Buffett, "agli studenti servono solo due corsi, insegnati nel miglior modo possibile: uno su come valutare un'attività, e uno su cosa pensare dei prezzi di mercato".[8]

Non bisogna mai dimenticare che il mercato azionario è bipolare. A volte è incredibilmente entusiasta delle proiezioni future, mentre in altre è assurdamente depresso. Naturalmente, questo crea delle occasioni, soprattutto quando quote di attività di pregio diventano disponibili a prezzi irragionevolmente bassi. Ma proprio come vi guardereste bene dall'accettare indicazioni da un consulente con un evidente disturbo bipolare, così non dovreste permettere che sia il mercato a condizionare le vostre azioni. La Borsa non è un medico specializzato; esiste semplicemente per essere d'aiuto nelle operazioni di compravendita delle azioni di un titolo. Se siete convinti di non essere più in gamba del mercato, affidategli i vostri soldi investendo in un fondo indicizzato. Ma se pensate di avere fatto i compiti a casa e siete convinti di avere capito fino in fondo l'attività di cui vi state occupando, ignorate il mercato.

Buffett non sta incollato tutto il giorno al computer, tenendo d'occhio ogni minimo su e giù a monitor, e vive benissimo così. Se state pensando di acquisire quote di un'attività di valore per un certo numero di anni, quello che succede su base quotidiana per voi sarà irrilevante e potreste stupirvi piacevolmente scoprendo che il vostro portafoglio se la passa benissimo, anche se vi disinteressate del mercato. Se non ci credete, fate una prova. Cercate di non seguire le quotazioni per 48 ore: non consultate il computer e non guardate il cellulare, non controllate la pagina finanziaria del giornale e non ascoltate gli aggiornamenti di Borsa in TV o alla radio durante il notiziario. Se dopo due giorni le vostre società se la passano bene, cercate di fare lo stesso per tre giorni e poi per un'intera settimana. Presto vi convincerete che seguire costantemente le quotazioni non è necessario per la salute dei vostri investimenti.

"Dopo avere acquistato un titolo, se il mercato chiudesse per un anno o due per noi non sarebbe un problema", sostiene Buffett, "non ci serve una quotazione giornaliera della nostra posizione al 100% in See's Candies, per avere conferma che va tutto bene. Quindi, perché dovremmo averne bisogno per Coca-Cola?".[9] È assolutamente chiaro che Buffett ci sta dicendo che non gli serve l'approvazione del mercato per avere conferma della solidità degli investimenti in titoli della Berkshire Hathaway. Lo stesso vale per i singoli investitori: capirete di essere arrivati al livello di Buffett quando

interessandovi alla Borsa la vostra unica domanda sarà: "Per caso, ultimamente qualcuno ha fatto qualche sciocchezza che potrebbe permettermi di comprare qualcosa di buono a un ottimo prezzo?".

Oltre a trascorrere inutilmente ore e ore a preoccuparsi della Borsa, molte persone si preoccupano inutilmente dell'economia. Sia che stiate discutendo animatamente sulla possibile crescita o di una recessione imminente, o se i tassi d'interesse minaccino di andare su o giù, o se il problema sia l'inflazione o la deflazione… stop, dateci un taglio! Buffett tiene occasionalmente d'occhio gli andamenti economici, ma non dedica una porzione significativa del suo tempo ad analizzarli con lo scopo di predirne le variazioni.

Spesso gli investitori partono da certe ipotesi economiche e proseguono acquistando titoli che si inseriscono perfettamente in questa sorta di loro grande progetto. È un atteggiamento che Buffett considera assurdo, perché, per cominciare, nessuno è in grado di prevedere l'economia, non più di quanto si possa prevedere l'andamento della Borsa. In secondo luogo, scegliendo azioni indicate solo per un particolare contesto economico, inevitabilmente incoraggerete la rotazione e la speculazione. Anche se avrete successo nelle vostre predizioni economiche, vi ritroverete ad adattare di continuo il portafoglio per cercare di approfittare al meglio dallo scenario economico successivo. Buffett preferisce invece acquistare un'attività economica che possa avere buone prestazioni, indipendentemente dal contesto. Naturalmente, gli agenti macroeconomici possono influenzare i margini di guadagno, ma complessivamente le attività di Buffett riescono a fare utili nonostante i capricci dell'economia. È molto più saggio passare il tempo a individuare, e poi ad acquisire un'attività che possa generare profitti, indipendentemente dalla situazione contingente, che procurarsi delle azioni che vanno bene solo se azzecchiamo una certa ipotesi economica.

VANTAGGI ORGANIZZATIVI

Nel suo discorso alla Camera dei Comuni del 1944, in un palazzo pesantemente danneggiato dagli attacchi aerei del giorno prima, Winston Churchill dichiarò che "prima siamo noi a dare forma agli edifici, poi sono questi a dare forma a noi". Questa verità tanto amata da generazioni di architetti ci permette di capire la natura della Berkshire Hathaway e del suo artefice, e mentre procediamo nell'analizzare gli specifici vantaggi dell'approccio Buffett, è utile dare un'occhiata da vicino alla struttura organizzativa della sua creatura.

Acquistando la sua prima azione della Berkshire Hathaway per 7 dollari, non sono certo che Warren Buffett avesse una precisa, grandiosa visione di ciò che sarebbe diventato mezzo secolo più tardi. Ma come predetto da Churchill, alla fine la società rimanda di riflesso l'immagine e le caratteristiche del suo architetto, e il Warren Buffett investitore è la perfetta epitome della sua società.

Il successo della Berkshire Hathaway è sostenuto da tre pilastri fondamentali. La prima colonna: le sue controllate generano liquidità a fiumi, reindirizzata prontamente e controcorrente verso il quartier generale aziendale di Omaha. Questo denaro proviene dall'operatività assicurativa e dalle aziende sussidiarie e non finanziarie controllate al 100%.

La seconda colonna: Buffett, l'allocatore principe del capitale, reinveste la liquidità in ulteriori occasioni di profitto, il che a sua volta gli permette di acquistare ancora altre attività con buoni margini di utile, che a sua volta… avrete sicuramente capito.

L'ultima colonna è la decentralizzazione. Ciascuna delle controllate è gestita da professionisti di grande talento che non hanno alcun bisogno dell'aiuto di Buffett. Cosa assolutamente ideale, visto che

questo gli permette di concentrarsi al 100% sull'allocazione delle risorse, il suo talento maggiore. Il manifesto Buffett sul management si può riassumere come segue: "Assumi bene, gestisci poco". Oggi la Berkshire Hathaway ha più di 80 controllate e oltre 270 mila dipendenti, eppure al quartier generale lavorano soltanto 23 persone.

Secondo William Thorndike, autore di *The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*, l'architettura della Berkshire Hathaway ha prodotto qualcosa che è più di una semplice strategia d'impresa: "Buffett ha sviluppato una visione del mondo che dà particolare importanza alle relazioni di lungo termine con persone e attività d'eccellenza, ed evita i ricambi non necessari che spezzerebbero la robusta catena di composizione economica che è il cuore stesso della creazione del valore sul lungo termine".[10]

Thorndike è convinto che si capisca meglio se lo si considera "un manager / filosofo il cui principale obiettivo è la riduzione della rotazione del portafoglio".[11] Perché? Perché il ricambio ha un costo, e parlo semplicemente delle commissioni e delle tasse sul capital gain. Nell'ottica di Buffett, il costo del ricambio è sostanzialmente umano. Se avete messo insieme l'azienda migliore, gestita dai migliori manager e finanziata dai migliori azionisti, perché si dovrebbe desiderare di interrompere la produzione di valore a lungo termine risultante da una combinazione talmente felice?

Pensare come Buffett

Negli oltre vent'anni durante i quali ho scritto e tenuto conferenze su Warren Buffett e il suo successo senza eguali, uno dei commenti che ricevo più spesso è una qualche variazione su questo tema: "Beh, se avessi i suoi milioni anch'io potrei fare un sacco di soldi in Borsa". Questa è una cosa che non ho mai capito. Secondo questa logica, bisogna diventare ricchi prima di imparare a diventare ricchi. Vorrei ricordare ai miei lettori che Warren Buffett ha sviluppato i suoi metodi d'investimento assolutamente unici molto prima di fare i milioni, o i miliardi di dollari.

Cercherò ora di fare del mio meglio per convincervi che, nel contesto dei vostri particolari parametri finanziari, non c'è alcun motivo perché non possiate ottenere un successo in stile Buffett se sarete in grado di incorporare i suoi criteri nella vostra mentalità e nei vostri comportamenti, e di basare su di essi le vostre decisioni in tema di investimenti. Non posso garantirvi che partendo con 100 dollari vi ritroverete con dei miliardi, ma sicuramente che avrete risultati migliori di chiunque parta con le vostre stesse risorse finanziarie e che si affidi a uno qualunque dei tanti metodi speculativi che si trovano in giro.

Vediamo allora come fare, usando come modello una situazione ideale. Supponiamo che dobbiate prendere una decisione molto importante: domani avrete la possibilità di scegliere un certo titolo – e uno solo – in cui investire. A rendere la cosa ancora più interessante, supponiamo anche che una volta presa la vostra decisione non sia più possibile cambiarla e che, oltre a ciò, dobbiate conservare l'investimento per dieci anni. In ultima istanza, gli utili derivanti dall'investimento saranno la vostra pensione. Che cosa ne pensate?

Criteri di business

Si tratta di qualcosa di semplice e comprensibile? Non potete fare una scelta o un'ipotesi fondata sul futuro delle vostre attività senza capire fino in fondo in quale modo riescano a produrre denaro. Troppo spesso le persone investono in titoli senza avere neppure un'idea su come un'azienda produca vendite, spese e generi profitti. Se sarete in grado di comprendere il processo economico,

potrete procedere e approfondire le vostre ricerche.

Ha una storia operativa coerente? Se intendete investire il futuro della vostra famiglia in un'azienda, dovrete prima capire se quest'ultima ha retto alla prova del tempo. Per esempio, sarà improbabile – e non consigliabile – che scommettiate il vostro futuro su una nuova azienda che non ha ancora affrontato e superato i diversi cicli economici e la concorrenza. Dovreste prima assicurarvi che sia in attività abbastanza a lungo da dimostrare la capacità, nel tempo, di produrre utili significativi.

Ha delle proiezioni di lungo termine favorevoli? Il migliore affare possibile secondo Buffett, quello con le migliori prospettive di lungo termine, è quello che lui chiama franchise, cioè un prodotto o un servizio necessario o desiderato, senza un sostituto ovvio o immediato e non sottoposto a normative particolari. Tipicamente, un franchise è caratterizzato da un ricco avviamento che consente all'azienda di sopportare più facilmente le conseguenze dell'inflazione. Il peggior affare possibile è quello che produce beni indifferenziati, cioè prodotti o servizi con poco o nessun avviamento. Tutto ciò che li distingue è il prezzo, e il problema con questo tipo di attività è che a volte i concorrenti possono usare il prezzo come arma, vendendo temporaneamente sottocosto per attirare clienti nella speranza di conservarne una parte. Se cercate di mettervi in concorrenza con qualcuno che ogni tanto vende sottocosto, siete spacciati.

In generale, la maggior parte delle attività si colloca da qualche parte a metà strada: sono franchise deboli oppure beni indifferenziati forti. Un franchise debole ha prospettive di lungo termine maggiori di un indifferenziato forte, e conserva persino un qualche pricing power che gli consente di produrre utili al di sopra della media sul capitale investito. Viceversa, un indifferenziato forte produrrà utili superiori alla media solo se è quello di costo minore. Uno dei vantaggi dei franchise è che è in grado di resistere meglio a una cattiva gestione e continuare a sopravvivere, mentre un management incompetente è semplicemente letale in un settore indifferenziato.

CRITERI DI MANAGEMENT

Il management agisce razionalmente? Visto che non dovrete perdere tempo a tenere d'occhio la Borsa o il mercato, tenete invece d'occhio i soldi dell'azienda. Dal modo in cui il management allocherà gli utili dipenderà la possibilità di ottenere profitti adeguati all'investimento. Se l'azienda produce più denaro di quanto ne necessiti per la sua operatività – ed è questo il tipo di azienda che vi interessa – seguite da vicino il comportamento dei manager. Un dirigente razionale investirà il surplus di liquidità solo in progetti in grado di generare utili in percentuale superiore al costo del capitale. Se non è possibile ottenere queste percentuali, il manager razionale restituirà il denaro agli azionisti aumentando i dividendi e riacquistando azioni. I manager non razionali sono alla costante ricerca di modi per spendere i soldi in eccesso invece di restituirli e si riconoscono infallibilmente quando investono al di sotto del costo del denaro.

Il management è trasparente nei confronti degli azionisti? Anche se potreste non avere mai la possibilità di sedere a tavola e di chiacchierare con l'amministratore unico delle vostre attività, potete capire molto di questi professionisti dal modo in cui comunicano con i loro azionisti. I vostri manager riferiscono le attività dell'impresa in modo che sia possibile capire quali siano esattamente i risultati di ciascuna divisione operativa? Riferiscono insuccessi e fallimenti con la stessa

trasparenza dei successi? E soprattutto, il management riconosce espressamente e senza ambiguità che l'obiettivo primario dell'attività aziendale è la massimizzazione del rendimento dell'investimento degli azionisti?

Il management sa resistere all'imperativo istituzionale? Esiste una forza invisibile e potentissima che costringe i manager ad agire in maniera irrazionale, avendo la meglio sull'interesse della proprietà. Questa forza si chiama imperativo istituzionale: l'imitazione ottusa, in stile lemming degli altri manager, imitazione che si auto-giustifica col fatto che se è questo che fanno le altre società, allora deve essere giusto. Un metro della competenza dei manager sarà quindi la misura di quanto riusciranno a pensare con la propria testa, evitando la logica del branco.

CRITERI FINANZIARI

Concentrarsi sulla redditività del capitale, non sugli utili per azione. La maggior parte degli investitori giudica i risultati annuali di un'azienda dall'utile per azione, aspettandosi un qualche nuovo massimo o aumento rispetto all'anno precedente. Ma le aziende aumentano costantemente il capitale depositato incamerando una parte degli utili dell'anno precedente, ed è per questo motivo che, di per sé, un aumento degli utili (che automaticamente aumenta l'utile nominale per azione) non significa nulla. Riportare trionfalmente "utili per azione da record" significa fuorviare gli investitori inducendoli a credere che, anno dopo anno, il management abbia svolto un lavoro eccezionale. Una misura maggiormente significativa dei risultati annuali è la redditività del capitale, cioè il rapporto tra gli utili operativi e il capitale azionario, perché questo parametro tiene conto della sempre maggiore base di capitale.

Calcolare l'owner earning. Il valore di un'attività è determinato dalla sua capacità di produrre liquidità. L'obiettivo di Buffett sono quelle aziende che producono denaro in misura superiore alle loro necessità, al contrario di quelle che lo consumano. Ma quando si tratta di determinarne il valore è importante comprendere che "non tutti i profitti sono creati uguali". Per restare competitive, le società con un rapporto asset/utili elevato richiederanno una frazione maggiore degli utili incamerati, perché una parte andrà accantonata per la conservazione e il ricambio di quegli asset. È quindi necessario ricalcolare gli utili in modo che riflettano la capacità dell'impresa di produrre un eccesso di liquidità.

Un'immagine più precisa della situazione è fotografata da ciò che Buffett chiama owner earning. Per determinarlo, sommiamo ammortamenti e svalutazioni alle entrate al netto delle imposte, poi sottraiamo il Capex necessario per mantenere la posizione economica e il volume produttivo.

Cercare sempre aziende con elevati margini di profitto. Un margine di profitto elevato riflette non solo un'attività solida ma anche la tenacia con cui il management persegue il controllo dei costi. I dirigenti consapevoli dell'importanza di questo sono i preferiti da Buffett, che evita quelli che permettono alle spese di crescere continuamente. Indirettamente, gli azionisti sono i titolari degli utili dell'azienda: ogni dollaro speso impropriamente rappresenta per loro un dollaro di profitto in meno. Nel tempo, Buffett ha notato che, tipicamente, le società con costi operativi elevati trovano sempre il modo di aumentarli, mentre quelle con costi di gestione inferiori alla media si prodigano per ridurli ulteriormente.

Per ogni dollaro incassato, accertarsi che l'azienda abbia creato almeno un dollaro di valore di mercato. Si tratta di un semplice e rapido test finanziario per verificare non solo la solidità dell'azienda, ma quanto razionalmente il management abbia utilizzato le risorse aziendali. Se dagli introiti netti sottraiamo tutti i dividendi corrisposti agli azionisti, quello che resta sono gli utili trattenuti dall'azienda. Ora calcoliamoli sugli ultimi dieci anni, poi facciamo la differenza tra il valore di mercato attuale e quello di dieci anni fa. Se in questi dieci anni l'azienda ha impiegato gli utili non distribuiti in maniera improduttiva, alla fine il mercato registrerà questo fatto, fissando per l'azienda stessa un valore minore: in altre parole, se l'aumento del valore di mercato è inferiore alla somma degli utili non distribuiti, la società sta regredendo. Se, invece, a partire dal denaro non distribuito è riuscita a generare profitti al di sopra della media, l'aumento nel valore di mercato dovrebbe superare il valore complessivo della somma trattenuta, creando cioè un dollaro di valore di mercato per ogni dollaro trattenuto.

CRITERI DI MERCATO

Qual è il valore dell'attività? Il valore di un'impresa è una stima del flusso di cassa che ci si aspetta di realizzare nel corso della vita dell'impresa, rivalutato secondo un opportuno tasso d'interesse. Per flusso di cassa, Buffett intende l'owner earning sul lungo periodo e calcolandolo ci si può rendere conto se l'azienda sta crescendo a un qualche tasso medio o sta semplicemente oscillando intorno a un valore costante.

Se l'azienda produce utili sostanzialmente costanti, questi andrebbero rivalutati secondo un qualche tasso d'interesse di lungo termine. Se l'owner earning evidenzia un andamento di crescita prevedibile, questo tasso di crescita andrebbe sottratto da quello d'interesse. E sicuramente non dovreste mai essere troppo ottimisti sulla velocità della crescita futura di un'azienda: meglio usare una stima prudente, che permettere all'entusiasmo di gonfiarne il valore. La scelta di Buffett cade sul tasso di lungo termine dei buoni del Tesoro USA: non aggiunge nessun equity risk premium ma quando i tassi ufficiali calano, ricalcola il suo verso l'alto.

L'attività può essere acquisita con un margine significativo rispetto al suo valore? Una volta stabilito il valore dell'azienda, il passo successivo è dare un'occhiata al valore di mercato. La regola aurea di Buffett è di acquistare solo quando il prezzo è significativamente inferiore al valore. Si noti bene: solo alla fine Buffett si preoccupa di controllare la quotazione di mercato del titolo.

Calcolare il valore di un'impresa non è un procedimento matematicamente complesso e i problemi sorgono, per esempio, quando un analista sbaglia nella stima del flusso di cassa futuro. Buffett gestisce questo problema in due modi. In primo luogo, aumenta le probabilità di una previsione corretta prendendo in considerazione solo aziende semplici e tendenzialmente stabili. Inoltre, pretende sempre che esista un margine di sicurezza tra il prezzo d'acquisto e il valore calcolato. Questo margine funge da cuscinetto di protezione, nel caso di diminuzione degli utili futuri.

Ora che possedete parte di un'azienda, e non semplicemente un po' delle sue azioni, siete pronti ad allargare il vostro ipotetico portafoglio ad altri titoli. Ormai, non misurate più il successo soltanto dalla variazione di prezzo del titolo o confrontando la variazione annuale con un qualche indice di riferimento borsistico, e siete quindi liberi di scegliere il miglior criterio tra quelli proposti da

Buffett, già elencati nel Capitolo 3 e che sono riproposti nella tabella seguente.

I PRINCIPI DEL METODO WARREN BUFFETT

1. **Criteri di business**
   L'ATTIVITÀ:
   - È semplice e comprensibile?
   - Ha una storia operativa coerente?
   - Ha delle proiezioni di lungo termine favorevoli?

2. **Criteri di management**
   IL MANAGEMENT:
   - Agisce razionalmente?
   - È trasparente nei confronti degli azionisti?
   - Sa resistere all'imperativo istituzionale?

3. **Criteri finanziari**
   - Concentrarsi sulla redditività del capitale, non sugli utili per azione.
   - Calcolare l'owner earning.
   - Cercare sempre aziende con elevati margini di profitto.
   - Per ogni dollaro incassato, accertarsi che l'azienda abbia creato almeno un dollaro di valore di mercato.

4. **Criteri di mercato**
   - Qual è il valore dell'attività?
   - Può essere acquisita con un margine significativo rispetto al suo valore?

Non c'è alcuna regola secondo cui – per esempio – nel vostro portafoglio dovrebbe esserci questa o quella grande azienda, oppure almeno 40, 50, 60, o 100 titoli, in modo da diversificare a sufficienza.

Buffett è convinto che una diversificazione accentuata sia necessaria solo quando gli investitori non sanno quello che fanno. Se questi investitori "che non sanno" vogliono acquistare dei titoli, dovrebbero averne un certo numero, distribuendo gli acquisti nel tempo. In altre parole, "chi non sa" dovrebbe fare riferimento a un fondo indicizzato ed effettuare acquisti di valore costante. Non c'è niente di male in questo e, anzi, sottolinea Buffett, l'"investitore indicizzato" conseguirà risultati superiori a quelli della maggioranza degli investitori professionisti. "Per quanto possa sembrare paradossale" spiega "quando il denaro 'ottuso' riconosce i propri limiti cessa di essere ottuso".[12]

"D'altra parte" prosegue "se siete di quelli 'che sanno', allora siete in grado di analizzare e capire bene le dinamiche economiche, e quindi di individuare tra le cinque e le dieci società valutate

ragionevolmente e in possesso di vantaggi competitivi di lungo termine, in tal caso per voi la normale diversificazione non ha senso".[13] Buffett consiglia anche di fare la seguente considerazione: se la vostra migliore attività in portafoglio presenta il minor rischio finanziario e le migliori prospettive di lungo termine, perché dovreste immobilizzare denaro nella vostra – per esempio – ventesima scelta, invece di concentrarlo sulle prime?

Ora che il vostro ipotetico portafoglio contiene più di un titolo, passiamo a valutarne i risultati. Le prestazioni economiche nel tempo possono essere misurate calcolando gli utili look-through, proprio come fa Buffett. Moltiplicate gli utili per azione per il numero di azioni e otterrete il future earning power – il potenziale di redditività futura – di ciascuna attività. Il vostro scopo dovrebbe essere quello di comporre un portafoglio di società che, nel corso di dieci anni, producano i maggiori utili look-through possibile.

Siccome ora la vostra priorità è rappresentata da questi ultimi – e non dalla variazione di prezzo dei titoli – è possibile che molte cose cambino. In primo luogo, sarete molto meno inclini a vendere le vostre migliori azioni solo perché ne ricavereste un profitto. Paradossalmente, i manager si rendono conto di questo quando si concentrano sulle proprie attività. "Una società madre" spiega Buffett, "che possiede una controllata con eccellenti economie di lungo periodo non sarà incline a venderla, indipendentemente dal prezzo".[14] Un amministratore che desideri aumentare il valore dell'azienda non ne venderà i gioielli della corona. Eppure, quello stesso amministratore venderà compulsivamente titoli del suo portafoglio personale, senza una logica diversa da "non finirai sul lastrico se realizzi un profitto". Secondo Buffett "il nostro punto di vista è che ciò che vale per un'azienda vale anche per i titoli: normalmente, un investitore dovrebbe conservare la sua piccola parte di un'attività d'eccellenza con la stessa tenacia con cui lo farebbe se la possedesse al 100%".[15]

A questo punto, non solo eviterete di vendere le migliori aziende che avete in portafoglio, ma selezionerete i prossimi acquisti con cura maggiore. Siete voi i gestori, e dovete resistere alla tentazione di acquistare una società marginale solo perché disponete di liquidità. Se la società non passa l'esame dei criteri adottati, non acquistatela. Siate pazienti e aspettate l'occasione giusta. È profondamente sbagliato pensare che non stiate facendo progressi nella vostra attività se non effettuate compravendite. Dal punto di vista di Buffett, prendere centinaia di decisioni assennate nell'arco di una vita è semplicemente troppo difficile. Meglio posizionare il proprio portafoglio in modo da doverne prendere solo poche.

Trovare la propria strada

"Nella nostra mente c'è qualcosa che tende a individuare motivi e regolarità, sia effettivi sia immaginari, e questo qualcosa si ribella all'idea di un sostanziale disordine".[16] Queste parole, tratte dal libro di George Johnson *Simmetrie. Scienza, fede e ricerca dell'ordine* (Instar Libri, Torino 2002), descrivono bene il dilemma di tutti gli investitori. Johnson è convinto che la mente cerchi disperatamente di individuare delle regolarità, che a loro volta suggeriscono l'esistenza di un ordine soggiacente alle cose, il che ci permetterebbe di pianificare e utilizzare assennatamente le nostre risorse.

Quello che dobbiamo capire di Buffett è che è alla continua ricerca di queste regolarità, di criteri di andamenti individuabili dall'analisi di un'attività o di un'azienda. Sa anche che, a un certo punto, questi andamenti prediranno quelli futuri della valutazione del titolo anche se, ovviamente, non a ogni variazione nell'andamento di un'azienda corrisponderà immediatamente una variazione della

quotazione. Ma è sorprendente costatare come questo alla fine accadrà, se l'orizzonte temporale è sufficientemente ampio.

Troppi investitori cercano regolarità e andamenti nei posti sbagliati, convinti che esista una qualche misura della prevedibilità nelle variazioni di prezzo di breve termine. Si sbagliano: semplicemente, non esistono andamenti prevedibili che permettano di indovinare la direzione che prenderà il mercato azionario, perché ciò che è stato non si ripeterà. Nonostante tutto, continuano a provarci.

Come dovrebbe muoversi un investitore in un mondo in cui non è possibile fare previsioni certe? La risposta sta nel guardare nel posto giusto e al livello giusto. Anche se l'economia e il mercato nel suo complesso sono strutture troppo grandi e complesse per essere prevedibili, esiste una riconoscibilità alla base delle aziende: all'interno di ciascuna società esistono regolarità nelle modalità di conduzione dell'impresa, del management e della gestione finanziaria.

Nella maggior parte dei casi, studiando queste regolarità potrete fare una previsione ragionevole, ed è per questo che Warren Buffett si concentra su questi elementi e non sui comportamenti imprevedibili di milioni di investitori. "Mi è sempre sembrato più semplice valutare il peso di questi 'fondamentali' invece di effettuare scelte di origine psicologica".[17]

Di una cosa possiamo essere certi: l'informazione favorisce l'aumento della redditività dei nostri investimenti e riduce il rischio complessivo. Sono inoltre convinto che si possa sostenere che è l'informazione a fare la differenza – per definizione – tra investimento e speculazione. Alla fine, meglio conosciamo le nostre aziende e minore sarà la probabilità di pensare e agire in maniera speculativa.

L'autore finanziario Ron Chernow sostiene che "i sistemi finanziari riflettono i valori delle società".[18] Penso che questo sia in gran parte vero. Nel tempo, capita di perdere di vista i nostri valori e il mercato soccombe alle forze speculative. In seguito riusciamo a rimetterci in sesto, a rialzarci e a proseguire nel nostro cammino finanziario, solo per poi inciampare nuovamente, ricadendo in comportamenti distruttivi. Un modo per spezzare questo circolo vizioso è educare noi stessi alla comprensione di ciò che "funziona" e di ciò che "non funziona".

Anche Buffett ha avuto i suoi insuccessi e sicuramente gliene capiteranno altri negli anni a venire. Tuttavia, nella pratica dell'investimento, "successo" non è sinonimo di "infallibilità". Significa piuttosto fare più cose giuste che cose sbagliate. In questo, il Metodo Warren Buffett non è diverso: il suo successo come approccio agli investimenti è sia il risultato della progressiva eliminazione delle cose che è possibile sbagliare (che sono tante e sconcertanti, come la previsione dei mercati, le economie aziendali e le quotazioni di Borsa) che la richiesta di farne bene certe altre, le quali sono poche e semplici (sostanzialmente, valutare il valore di un'azienda). Quando Buffett acquista dei titoli si concentra su due semplici fattori: il prezzo e il valore. Il prezzo si determina verificando la quotazione, mentre la determinazione del valore richiede qualche calcolo, ma certamente nulla che vada al di là delle possibilità di chi è disposto a fare un po' di compiti a casa.

Ora che avete smesso di pensare in continuazione alla Borsa, all'economia o alle quotazioni dei titoli, siete liberi di impiegare più tempo ad analizzare le vostre attività. Questo tempo sarà più produttivo se impiegato nella lettura dei rapporti annuali delle aziende, e in articoli di settore che miglioreranno la vostra preparazione professionale aumentando le informazioni in vostro possesso. In realtà, è proprio la vostra disponibilità ad approfondire questi aspetti a diminuire la dipendenza da persone che, per lavoro, consigliano agli altri di comportarsi in maniera irrazionale. In definitiva, le

idee migliori per un investimento verranno facendo bene il vostro lavoro.

E ancora: non sottostimatevi. Il metodo Warren Buffett non è al di là della comprensione della maggior parte degli investitori competenti: per applicarlo non serve diventare un'autorità di livello accademico nella valutazione delle aziende. Ma se ancora vi sentite a disagio nell'applicare da soli questi criteri, nulla vi impedisce di fare le stesse domande ai vostri consulenti finanziari. Anzi, più vi abituerete a discutere di prezzi e di valore, più capirete e apprezzerete il Metodo Warren Buffett.

Nel corso della sua lunga vita, Buffett ha provato diversi metodi d'investimento e da giovane ha persino lavorato in Borsa. Ha avuto come maestro di analisi finanziaria una delle menti più brillanti del settore, Benjamin Graham. Ha saputo mettere a frutto le strategie d'investimento di Phil Fisher, ed è stato abbastanza fortunato da trovare un partner come Charlie Munger, mettendo in pratica insieme a lui quello che avevano imparato. Nel corso di oltre sessant'anni di carriera, Buffett ha affrontato innumerevoli sfide economiche, politiche e militari, riuscendo sempre a superarle. Attraversando e superando innumerevoli distrazioni, ha infine trovato una sua nicchia, un punto di equilibrio dove tutto trova un suo senso e la personalità convive con la strategia d'investimento. "Il nostro approccio [all'investimento]", spiega Buffett, "è quello che si adatta meglio al nostro carattere e a come vogliamo vivere la vita e stare al mondo".[19]

È facile ritrovare questa armonia nel suo comportamento. È sempre di buonumore e di aiuto a tutti, sinceramente entusiasta di recarsi ogni giorno al lavoro: "Nella vita ho esattamente quello che voglio e adoro ogni giorno che passa. Voglio dire che è come se entrassi in ufficio a passo di danza e arrivandoci trovo solo gente che mi piace".[20] E aggiunge: "Non esiste al mondo lavoro più bello di dirigere la Berkshire e mi considero fortunato".[21]

Appendice

Di seguito sono riportati i Portafogli azionari della Berkshire Hathaway dal 1977 al 2012, tratti dai loro rapporti annuali. Fino al 1994 (Tabella A.18) **Prezzo** e **Valore di mercato** sono in migliaia di dollari; dal 1995 (Tabella A.19) sono espressi in milioni; la notazione segue quella originale americana con la "," al posto del ".".

Tabella A.1 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1977

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
934,300	The Washington Post Company	$ 10,628	$ 33,401
1,969,953	GEICO Convertible Preferred	19,417	33,033
592,650	Interpublic Group of Companies	4,531	17,187
220,000	Capital Cities Communications, Inc.	10,909	13,228
1,294,308	GEICO Common Stock	4,116	10,516
324,580	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	11,218	9,981
226,900	Knight-Ridder Newspapers	7,534	8,736
170,800	Ogilvy & Mather International	2,762	6,960
1,305,800	Kaiser Industries, Inc.	778	6,039
	Totale	**$ 71,893**	**$ 139,081**
	Altre partecipazioni azionarie	34,996	41,992
	Totale partecipazioni	**$ 106,889**	**$ 181,073**

Tabella A.2 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1978

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
934,000	The Washington Post Company	$ 10,628	$ 43,445
1,986,953	GEICO Convertible Preferred	9,417	28,314
953,750	SAFECO Corporation	23,867	26,467
592,650	Interpublic Group of Companies	4,531	19,039
1,066,934	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	18,085	18,671
453,800	Knight-Ridder Newspapers	7,534	10,267
1,294,308	GEICO Common Stock	4,116	9,060
246,450	American Broadcasting Companies	6,082	8,626
	Totale	**$ 94,260**	**$ 163,889**
	Altre partecipazioni azionarie	39,506	57,040
	Totale partecipazioni	**$ 133,766**	**$ 220,929**

Tabella A.3 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1979

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
5,730,114	GEICO Corp. (portafoglio azionario)	$ 28,288	$ 68,045
1,868,000	The Washington Post Company	10,628	39,241
1,007,500	Handy & Harman	21,825	38,537
953,750	SAFECO Corporation	23,867	35,527
711,180	Interpublic Group of Companies	4,531	23,736
1,211,834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20,629	23,328
771,900	F.W. Woolworth Company	15,515	19,394
328,700	General Foods, Inc.	11,437	11,053
246,450	American Broadcasting Companies	6,082	9,673
289,700	Affiliated Publications	2,821	8,800
391,400	Ogilvy & Mather International	3,709	7,828
282,500	Media General, Inc.	4,545	7,345
112,545	Amerada Hess	2,861	5,487
	Totale	**$ 156,738**	**$ 297,994**
	Altre partecipazioni azionarie	28,675	36,686
	Totale partecipazioni	**$ 185,413**	**$ 334,680**

Tabella A.4 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1980

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
7,200,000	GEICO Corporation	$ 47,138	$ 105,300
1,983,812	General Foods	62,507	59,889
2,015,000	Handy & Harman	21,825	58,435
1,250,525	SAFECO Corporation	32,063	45,177
1,868,600	The Washington Post Company	10,628	42,277
464,317	Aluminum Company of America	25,577	27,685
1,211,834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20,629	27,569
711,180	Interpublic Group of Companies	4,531	22,135
667,124	F.W. Woolworth Company	13,583	16,511
370,088	Pinkerton's, Inc.	12,144	16,489
475,217	Cleveland-Cliffs Iron Company	12,942	15,894
434,550	Affiliated Publications, Inc.	2,821	12,222
245,700	R.J. Reynolds Industries	8,702	11,228
391,400	Ogilvy & Mather International	3,709	9,981
282,500	Media General	4,545	8,334
247,039	National Detroit Corporation	5,930	6,299
151,104	The Times Mirror Company	4,447	6,271
881,500	National Student Marketing	5,128	5,895
	Totale	**$ 298,848**	**$ 497,591**
	Altre partecipazioni azionarie	26,313	32,096
	Totale partecipazioni	**$ 325,161**	**$ 529,687**

Tabella A.5 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1981

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
7,200,000	GEICO Corporation	$ 47,138	$ 199,800
1,764,824	R.J. Reynolds Industries	76,668	83,127
2,101,244	General Foods	66,277	66,714
1,868,600	The Washington Post Company	0,628	58,160
2,015,000	Handy & Harman	21,825	36,270
785,225	SAFECO Corporation	21,329	31,016
711,180	Interpublic Group of Companies	4,531	23,202
370,088	Pinkerton's, Inc.	12,144	19,675
703,634	Aluminum Company of America	19,359	18,031
420,441	Arcata Corporation	14,076	15,136
475,217	Cleveland-Cliffs Iron Company	12,942	14,362
451,650	Affiliated Publications, Inc.	3,297	14,362
441,522	GATX Corporation	17,147	13,466
391,400	Ogilvy & Mather International	3,709	12,329
282,500	Media General	4,545	11,088
	Totale	**$ 335,615**	**$ 616,490**
	Altre partecipazioni azionarie	16,131	22,739
	Totale partecipazioni	**$ 351,746**	**$ 639,229**

Tabella A.6 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1982

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
7,200,000	GEICO Corporation	$ 47,138	$ 309,600
3,107,675	R. J. Reynolds Industries	142,343	158,715
1,868,600	The Washington Post Company	10,628	103,240
2,101,244	General Foods	66,277	83,680
1,531,391	Time, Inc.	45,273	79,824
908,800	Crum & Forster	47,144	48,962
2,379,200	Handy & Harman	27,318	46,692
711,180	Interpublic Group of Companies	4,531	34,314
460,650	Affiliated Publications, Inc.	3,516	6,929
391,400	Ogilvy & Mather International	3,709	17,319
282,500	Media General	4,545	12,289
	Totale	**$ 402,422**	**$ 911,564**
	Altre partecipazioni azionarie	21,611	34,058
	Totale partecipazioni	**$ 424,033**	**$ 945,622**

Tabella A.7 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1983

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
6,850,000	GEICO Corporation	$ 47,138	$ 398,156
5,618,661	R.J. Reynolds Industries	268,918	314,334
4,451,544	General Foods	163,786	228,698
1,868,600	The Washington Post Company	10,628	136,875
901,788	Time, Inc.	27,732	56,860
2,379,200	Handy & Harman	27,318	42,231
636,310	Interpublic Group of Companies	4,056	33,088
690,975	Affiliated Publications, Inc.	3,516	26,603
250,400	Ogilvy & Mather International	2,580	12,833
197,200	Media General	3,191	11,191
	Totale	**$ 558,863**	**$ 1,260,869**
	Altre partecipazioni azionarie	7,485	18,044
	Totale partecipazioni	**$ 566,348**	**$ 1,278,913**

Tabella A.8 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1984

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
6,850,000	GEICO Corporation	$ 47,138	$ 397,300
4,047,191	General Foods	149,870	226,137
3,895,710	Exxon Corporation	173,401	175,307
1,868,600	The Washington Post Company	10,628	149,955
2,553,488	Time, Inc.	89,237	109,162
740,400	American Broadcasting Companies	44,416	46,738
2,379,200	Handy & Harman	27,318	38,662
690,975	Affiliated Publications, Inc.	3,516	32,908
818,872	Interpublic Group of Companies	2,570	28,149
555,949	Northwest Industries	26,581	27,242
	Totale	**$ 573,340**	**$ 1,231,560**
	Altre partecipazioni azionarie	11,634	37,326
	Totale partecipazioni	**$ 584,974**	**$ 1,268,886**

Tabella A.9 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1985

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
6,850,000	GEICO Corporation	$ 45,713	$ 595,950
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	205,172
900,800	American Broadcasting Companies	54,435	108,997
2,350,922	Beatrice Companies, Inc.	106,811	108,142
1,036,461	Affiliated Publications, Inc	3,516	55,710
2,553,488	Time, Inc.	20,385	52,669
2,379,200	Handy & Harman	27,318	43,718
	Totale	**$ 267,909**	**$ 1,170,358**
	Altre partecipazioni azionarie	7,201	27,963
	Totale partecipazioni	**$ 275,110**	**$ 1,198,321**

Tabella A.10 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1986

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
2,990,000	Capital Cities/ABC, Inc.	$ 515,775	$ 801,694
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	674,725
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	269,531
2,379,200	Handy & Harman	27,318	46,989
489,300	Lear Siegler, Inc.	44,064	44,587
	Totale	**$ 642,601**	**$ 1,837,526**
	Altre partecipazioni azionarie	12,763	36,507
	Totale partecipazioni	**$ 655,364**	**$ 1,874,033**

Tabella A.11 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1987

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	$ 517,500	$ 1,035,000
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	756,925
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	323,092
	Totale partecipazioni	**$ 572,944**	**$ 2,115,017**

Tabella A.12 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1988

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	$ 517,500	$ 1,086,750
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	849,400
14,172,500	The Coca-Cola Company	592,54	632,448
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	364,126
2,400,000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71,729	121,200
	Totale partecipazioni	**$ 1,237,213**	**$ 3,053,924**

Tabella A.13 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1989

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
23,350,000	The Coca-Cola Company	$ 1,023,920	$ 1,803,787
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	517,500	1,692,375
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	1,044,625
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	486,366
2,400,000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71,729	161,100
	Totale partecipazioni	**$ 1,668,593**	**$ 5,188,253**

Tabella A.14 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1990

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
46,700,000	The Coca-Cola Company	$ 1,023,920	$ 2,171,550
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	517,500	1,377,375
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	1,110,556
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	342,097
2,400,000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71,729	117,000
	Totale partecipazioni	**$ 1,958,024**	**$ 5,407,953**

Tabella A.15 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1991

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
46,700,000	The Coca-Cola Company	$ 1,023,920	$ 3,747,675
6,850,000	GEICO Corporation	45,713	1,363,150
24,000,000	The Gillette Company	600,000	1,347,000
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc	517,500	1,300,500
2,495,200	Federal Home Loan Mortgage Corp.	77,245	343,090
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	336,050
31,247,000	Guinness plc	264,782	296,755
5,000,000	Wells Fargo & Company	289,431	290,000
	Totale partecipazioni	**$ 2,828,322**	**$ 9,024,220**

Tabella A.16 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1992

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
93,400,000	The Coca-Cola Company	$ 1,023,920	$ 3,911,125
34,250,000	GEICO Corporation	45,713	2,226,250
3,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	517,500	1,523,500
24,000,000	The Gillette Company	600,000	1,365,000
16,196,700	Federal Home Loan Mortgage Corp.	414,527	783,515
6,358,418	Wells Fargo & Company	380,983	485,624
4,350,000	General Dynamics	312,438	450,769
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	396,954
38,335,000	Guinness plc	333,019	299,581
	Totale partecipazioni	**$ 3,637,831**	**$ 11,442,318**

Tabella A.17 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1993

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
93,400,000	The Coca-Cola Company	$ 1,023,920	$ 4,167,975
34,250,000	GEICO Corporation	45,713	1,759,594
24,000,000	The Gillette Company	600,000	1,431,000
2,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	345,000	1,239,000
6,791,218	Wells Fargo & Company	423,680	878,614
13,654,600	Federal Home Loan Mortgage Corp.	307,505	681,023
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	440,148
4,350,000	General Dynamics	94,938	401,287
38,335,000	Guinness plc	333,019	270,822
	Totale partecipazioni	**$ 3,183,506**	**$ 11,269,463**

Tabella A.18 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1994			
Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
93,400,000	The Coca-Cola Company	$ 1,023,920	$ 5,150,000
24,000,000	The Gillette Company	600,000	1,797,000
20,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	345,000	1,705,000
34,250,000	GEICO Corporation	45,713	1,678,250
6,791,218	Wells Fargo & Company	423,680	984,272
27,759,941	American Express Company	723,919	818,918
13,654,600	Federal Home Loan Mortgage Corp.	270,468	644,441
1,727,765	The Washington Post Company	9,731	418,983
19,453,300	PNC Bank Corporation	503,046	410,951
6,854,500	Gannett Co., Inc.	335,216	365,002
	Totale partecipazioni	**$ 4,280,693**	**$ 13,972,817**

Dalla Tabella A.19 in poi, **Prezzo** e **Valore di mercato** sono espressi in milioni di dollari.

Tabella A.19 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1995			
Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
49,456,900	American Express Company	$ 1,392.70	$ 2,046.30
20,000,000	Capital Cities/ABC, Inc.	345.00	2,467.50
100,000,000	The Coca-Cola Company	1,298.90	7,425.00
12,502,500	Federal Home Loan Mortgage Corp.	260.10	1,044.00
34,250,000	GEICO Corporation	45.70	2,393.20
48,000,000	The Gillette Company	600.00	2,502.00
6,791,218	Wells Fargo & Company	423.70	1,466.90
	Totale partecipazioni	**$ 4,366.10**	**$ 19,344.90**

Tabella A.20 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1996			
Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
49,456,900	American Express Company	$ 1,392.70	$ 2,794.30
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,298.90	10,525.00
24,614,214	The Walt Disney Company	577.00	1,716.80
64,246,000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	333.40	1,772.80
48,000,000	The Gillette Company	600.00	3,732.00
30,156,600	McDonald 's Corporation	1,265.30	1,368.40
1,727,765	The Washington Post Company	10.60	579.00
7,291,418	Wells Fargo & Company	497.80	1,966.90
	Totale partecipazioni	**$ 5,975.70**	**$ 24,455.20**

Tabella A.21 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1997

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
49,456,900	American Express Company	$ 1,392.70	$ 4,414.00
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,298.90	13,337.50
21,563,414	The Walt Disney Company	381.20	2,134.80
63,977,600	Freddie Mac	329.40	2,683.10
48,000,000	The Gillette Company	600.00	4,821.00
23,733,198	Travelers Group Inc.	604.40	1,278.60
1,727,765	The Washington Post Company	10.60	840.60
6,690,218	Wells Fargo & Company	412.60	2,270.90
	Totale partecipazioni	**$ 5,029.80**	**$ 31,780.50**

Tabella A.22 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1998

Numero di azioni	Azienda	Prezzo*	Valore di mercato
50,536,900	American Express Company	$ 1,470	$ 5,180
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	13,400
51,202,242	The Walt Disney Company	281	1,536
60,298,000	Freddie Mac	308	3,885
96,000,000	The Gillette Company	600	4,590
1,727,765	The Washington Post Company	11	999
63,595,180	Wells Fargo & Company	392	2,540
	Altre partecipazioni azionarie	2,683	5,135
	Totale partecipazioni	**$ 7,044**	**$ 37,265**

* Rappresenta il costo che, in aggregato ai fini imponibili, è inferiore di 1,5 miliardi al costo GAAP.

Tabella A.23 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 1999

Numero di azioni	Azienda	Prezzo*	Valore di mercato
50,536,900	American Express Company	$ 1,470	$ 8,402
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	11,650
59,559,300	The Walt Disney Company	281	1,536
60,298,000	Freddie Mac	294	2,803
96,000,000	The Gillette Company	600	3,954
1,727,765	The Washington Post Company	11	960
59,136,680	Wells Fargo & Company	349	2,391
	Altre partecipazioni azionarie	4,18	6,848
	Totale partecipazioni	**$ 8,203**	**$ 37,008**

* Rappresenta il costo che, in aggregato ai fini imponibili, è inferiore di 691 milioni al costo GAAP.

Tabella A.24 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2000

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,470	$ 8,329
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	12,188
96,000,000	The Gillette Company	600	3,468
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,066
55,071,380	Wells Fargo & Company	319	3,067
	Altre partecipazioni azionarie	6,703	9,501
	Totale partecipazioni	**$ 10,402**	**$ 37,619**

Tabella A.25 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2001

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,470	$ 5,410
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	9,430
96,000,000	The Gillette Company	600	3,206
15,999,200	H&R Block, Inc.	255	715
24,000,000	Moody 's Corporation	499	957
1,727,765	The Washington Post Company	11	916
53,265,080	Wells Fargo & Company	306	2,315
	Altre partecipazioni azionarie	4,103	5,726
	Totale partecipazioni	**$ 8,543**	**$ 28,675**

Tabella A.26 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2002

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,470	$ 5,359
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	8,768
15,999,200	H&R Block, Inc.	255	643
24,000,000	Moody 's Corporation	499	991
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,275
53,265,080	Wells Fargo & Company	306	2,497
	Altre partecipazioni azionarie	4,621	5,383
	Totale partecipazioni	**$ 9,146**	**$ 28,363**

Tabella A.27 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2003

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,470	$ 7,312
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	10,150
96,000,000	The Gillette Company	600	3,526
14,610,900	H&R Block, Inc.	227	809
15,476,500	HCA Inc.	492	665
6,708,760	M&T Bank Corporation	103	659
24,000,000	Moody 's Corporation	499	1,453
2,338,961,000	PetroChina Company Limited	488	1,340
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,367
56,448,380	Wells Fargo & Company	463	3,324
	Altre partecipazioni azionarie	2,863	4,682
	Totale partecipazioni	**$ 8,515**	**$ 35,287**

Tabella A.28 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2004

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
51,610,700	American Express Company	$ 1,470	$ 8,546
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	8,328
96,000,000	The Gillette Company	600	4,299
14,350,600	H&R Block, Inc.	233	703
6,708,760	M&T Bank Corporation	103	723
24,000,000	Moody 's Corporation	499	2,084
2,338,961,000	PetroChina "H" Shares (o equivalenti)	488	1,249
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,698
56,448,380	Wells Fargo & Company	463	3,508
1,724,200	White Mountain Insurance	369	1,114
	Altre partecipazioni azionarie	3,351	5,465
	Totale partecipazioni	**$ 9,056**	**$ 37,717**

Tabella A.29 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2005

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$1,287	$ 7,802
30,322,137	Ameriprise Financial, Inc.	183	1,243
43,854,200	Anheuser-Busch, Inc.	2,133	1,844
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	8,062
6,708,760	M&T Bank Corporation	103	732
48,000,000	Moody 's Corporation	499	2,084
2,338,961,000	PetroChina "H" Shares (o equivalenti)	488	1,915
100,000,000	The Procter & Gamble Company	940	5,788
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	944	933
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,322
95,092,200	Wells Fargo & Company	2,754	5,975
1,724,200	White Mountain Insurance	369	963
	Altre partecipazioni azionarie	4,937	7,154
	Totale partecipazioni	**$ 15,947**	**$ 46,721**

Tabella A.30 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2006

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$1,287	$ 9,198
36,417,400	Anheuser-Busch, Inc.	1,761	1,792
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	9,650
17,938,100	ConocoPhillips	1,066	1,291
21,334,900	Johnson & Johnson	1,25	1,409
6,708,760	M&T Bank Corporation	103	820
48,000,000	Moody 's Corporation	499	3,315
2,338,961,000	PetroChina "H" Shares (o equivalenti)	488	3,313
3,486,006	POSCO	572	1,158
100,000,000	The Procter & Gamble Company	940	6,427
299,707,000	Tesco plc	1,34	1,82
31,033,800	U.S. Bancorp	969	1,123
17,072,192	USG Corp.	536	936
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	942	921
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,288
218,169,300	Wells Fargo & Company	3,697	7,758
1,724,200	White Mountain Insurance	369	999
	Altre partecipazioni azionarie	5,866	8,315
	Totale partecipazioni	**$ 22,995**	**$ 61,533**

Tabella A.31 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2007

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,287	$ 7,887
35,563,200	Anheuser-Busch, Inc.	1,718	1,861
60,828,818	Burlington Northern Santa Fe	4,731	5,063
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	12,274
17,508,700	ConocoPhillips	1,039	1,546
64,271,948	Johnson & Johnson	3,943	4,287
124,393,800	Kraft Foods, Inc.	4,152	4,059
48,000,000	Moody 's Corporation	499	1,714
3,486,006	POSCO	572	2,136
101,472,000	The Procter & Gamble Company	1,030	7,450
17,170,953	Sanofi-Aventis	1,466	1,575
227,307,000	Tesco plc	1,326	2,156
75,176,026	U.S. Bancorp	2,417	2,386
17,072,192	USG Corp.	536	611
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	942	948
1,727,765	The Washington Post Company	11	1,367
303,407,068	Wells Fargo & Company	6,677	9,160
1,724,200	White Mountain Insurance	369	886
	Altre partecipazioni azionarie	5,238	7,633
	Totale partecipazioni	**$ 39,252**	**$ 74,999**

Tabella A.32 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2008

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,287	$ 2,812
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	9,054
84,896,273	ConocoPhillips	7,008	4,398
30,009,591	Johnson & Johnson	1,847	1,795
130,272,500	Kraft Foods, Inc.	4,330	3,498
3,947,554	POSCO	768	1,191
91,941,010	The Procter & Gamble Company	643	5,684
22,111,966	Sanofi-Aventis	1,827	1,404
11,262,000	Swiss Re	733	530
227,307,000	Tesco plc	1,326	1,193
75,145,426	U.S. Bancorp	2,337	1,879
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	942	1,118
1,727,765	The Washington Post Company	11	674
304,392,068	Wells Fargo & Company	6,702	8,973
	Altre partecipazioni azionarie	6,035	4,870
	Totale partecipazioni	**$ 37,135**	**$ 49,073**

Tabella A.33 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2009

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,287	$ 6,143
225,000,000	BYD Company, Ltd.	232	1,986
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	11,400
37,711,330	ConocoPhillips	2,741	1,926
28,530,467	Johnson & Johnson	1,724	1,838
130,272,500	Kraft Foods, Inc.	4,330	3,541
3,947,554	POSCO	768	2,092
83,128,411	The Procter & Gamble Company	533	5,040
25,108,967	Sanofi-Aventis	2,027	1,979
234,247,373	Tesco plc	1,367	1,620
76,633,426	U.S. Bancorp	2,371	1,725
39,037,142	Wal-Mart Stores, Inc.	1,893	2,087
334,235,585	Wells Fargo & Company	7,394	9,021
	Altre partecipazioni azionarie	6,680	8,636
	Totale partecipazioni	**$ 34,646**	**$ 59,034**

Tabella A.34 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2010

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,287	$ 6,507
225,000,000	BYD Company, Ltd.	232	1,182
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	13,154
29,109,637	ConocoPhillips	2,028	1,982
45,022,563	Johnson & Johnson	2,749	2,785
97,214,684	Kraft Foods, Inc.	3,207	3,063
19,259,600	Munich Re	2,896	2,924
3,947,554	POSCO	768	1,706
72,391,036	The Procter & Gamble Company	464	4,657
25,848,838	Sanofi-Aventis	2,060	1,656
242,163,773	Tesco plc	1,414	1,608
78,060,769	U.S. Bancorp	2,401	2,105
39,037,142	Wal-Mart Stores, Inc.	1,893	2,105
358,936,125	Wells Fargo & Company	8,015	11,123
	Altre partecipazioni azionarie	3,020	4,956
	Totale partecipazioni	**$ 33,733**	**$ 61,513**

Tabella A.35 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2011

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,287	$ 7,151
200,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	13,994
29,100,937	ConocoPhillips	2,027	2,121
63,905,931	International Business Machines Corp.	10,856	11,751
31,416,127	Johnson & Johnson	1,880	2,060
79,034,713	Kraft Foods, Inc.	2,589	2,953
20,060,390	Munich Re	2,990	2,464
3,947,555	POSCO	768	1,301
72,391,036	The Procter & Gamble Company	464	4,829
25,848,838	Sanofi	2,055	1,900
291,577,428	Tesco plc	1,719	1,827
78,060,769	U.S. Bancorp	2,401	2,112
39,037,142	Wal-Mart Stores, Inc.	1,893	2,333
400,015,828	Wells Fargo & Company	9,086	11,024
	Altre partecipazioni azionarie	6,895	9,171
	Totale partecipazioni	**$ 48,209**	**$ 76,991**

Tabella A.36 - Portafoglio azionario della Berkshire Hathaway, 2012

Numero di azioni	Azienda	Prezzo	Valore di mercato
151,610,700	American Express Company	$ 1,287	$ 8,715
400,000,000	The Coca-Cola Company	1,299	14,500
24,123,911	ConocoPhillips	1,219	1,399
22,999,600	DirecTV	1,057	1,154
68,115,484	International Business Machines Corp.	11,680	13,048
28,415,250	Moody 's Corporation	287	1,430
20,060,390	Munich Re	2,990	3,599
20,668,118	Phillips 66	660	1,097
3,947,555	POSCO	768	1,295
52,477,678	The Procter & Gamble Company	336	3,563
25,848,838	Sanofi	2,073	2,438
415,510,889	Tesco plc	2,350	2,268
78,060,769	U.S. Bancorp	2,401	2,493
54,823,433	Wal-Mart Stores, Inc.	2,837	3,741
456,170,061	Wells Fargo & Company	10,906	15,592
	Altre partecipazioni azionarie	7,646	11,330
	Totale partecipazioni	**$ 49,796**	**$ 87,662**

Note

Capitolo 1
Un evento “5 sigma”: il più grande investitore del mondo

1. C. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, 1966-2012, Time Inc., New York 2012, p. 256.
2. M. Bishop e M. Green, *Philanthrocapitalism: How Giving Can Save the World*, Bloomsbury Press, New York 2008, p. 1.
3. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 258.
4. Ibid., p. 261.
5. Bishop e Green, *Philanthrocapitalism: How Giving Can Save the World*, op. cit., p. 75.
6. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 149.
7. Ibid., p. 315.
8. A. Schroeder, *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*, Random House, New York 2008, pp. 51-5.
9. R. Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, Random House, New York 1995, p. 10.
10. Schroeder, *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*, op. cit., p. 62.
11. Ibid.
12. Ibid.
13. A. Smith, *Supermoney*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ 2006, p. 178.
14. Ibid.
15. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 67.
16. Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, op. cit., p. 26.
17. Schroeder, *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*, op. cit., p. 146. Schroeder cita questa azzeccata analogia con la caverna di Platone, proposta per la prima volta da Patrick Byrne.
18. J. Train, *The Money Masters*, Penguin Books, New York 1981, p. 11.
19. J. Brooks, *The Go-Go Years*, Weybright & Talley, New York 1973.
20. Train, *The Money Masters*, op. cit., p. 12.
21. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 22.
22. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 2011, p. 9.
23. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 62. In Statistica, la lettera greca “sigma” indica la deviazione standard dalla media. Un evento “5

sigma", cioè caratterizzato da cinque volte la deviazione standard, ha circa una probabilità su 3.488.555 di avverarsi, cioè lo 0,00003%.
24. Ibid.

Capitolo 2
La formazione di Warren Buffett

1. Smith, *Supermoney*, op. cit., p. 172.
2. *New York Times*, 2 dicembre 1934, 13D.
3. B. Graham e D. Dodd, *Security Analysis*, III edizione, McGraw-Hill, New York 1951, p. 38.
4. Ibid., p. 13.
5. "Ben Graham: The Grandfather of Investment Value Is Still Concerned", *Institutional Investor*, aprile 1974, p. 62.
6. Ibid., p. 61.
7. Train, *The Money Masters*, op. cit., p. 60.
8. P. Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits*, Harper & Brothers, New York 1958, p. 11.
9. Ibid., p. 16.
10. Ibid., p. 33.
11. P. Fisher, *Developing an Investment Philosophy*, Financial Analysts Research Foundation, numero monografico 10, p. 1.
12. Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits*, op. cit., p. 13.
13. Fisher, *Developing an Investment Philosophy*, op. cit., p. 29.
14. A. Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, AKPE, Birmingham, AL 2000, p. 89.
15. R. Hagstrom, *Investing: The Last Liberal Art*, Columbia University Press, New York 2013.
16. Commento fatto nel corso della conferenza annuale della Berkshire Hathaway del 1997; riportato nella biografia di Charlie Munger a opera di Janet Lowe, *Damn Right!*, John Wiley & Sons, New York 2000.
17. A. Kilpatrick, *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street*, Donald I. Fine, New York 1992, p. 38.
18. R. Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: 'I Don't Have to Work with People I Don't Like'", *Forbes*, 18 ottobre 1993, p. 43.
19. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1989, p. 21.
20. Ibid.
21. L.J. Davis, "Buffett Takes Stock", *New York Times Magazine*, 1 aprile 1990, p. 61.
22. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 15.
23. W. Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville", *Hermes*, autunno 1984.
24. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1990, p. 17.
25. B. Graham, *The Intelligent Investor*, IV edizione, Harper & Row, New York 1973, p. 287.
26. W. Buffett, "What We Can Learn from Philip Fisher", *Forbes*, 19 ottobre 1987, p. 40.
27. "The Money Men. How Omaha Beats Wall Street", *Forbes*, 1 novembre 1969, p. 82.

Capitolo 3
Il momento dell'acquisto: i dodici principi immutabili

1. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 14.
2. Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven", op. cit.
3. *Fortune*, 29 novembre 1993, p. 11.
4. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 7.
5. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1989, p. 22.
6. Conferenza annuale della Berkshire Hathaway, 1995; in Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, op. cit., p. 1356.
7. *St. Petersburg Times*, 15 dicembre 1999, in Kilpatrick, *Of Permanent Value*, op. cit., p. 1356.
8. *Fortune*, 22 novembre, 1999, in Kilpatrick, *Of Permanent Value*, op. cit., p. 1356.
9. Conferenza annuale della Berkshire Hathaway 1996, Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, op. cit., p. 1344.
10. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1982, p. 57.
11. Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven", op. cit.
12. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1989.
13. C. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett", *Fortune*, 11 aprile 1988.
14. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1988, p. 5.
15. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1986, p. 5.
16. Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, op. cit., p. 89.
17. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1989, p. 22.
18. L. Grant, "The $4 Billion Regular Guy", *Los Angeles Times*, 17 aprile 1991 (sezione magazine), p. 36.
19. Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven", op. cit.
20. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1985, p. 9.
21. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 20.
22. Ibid., 21.
23. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1984, p. 15.
24. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1986, p. 25.
25. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit.
26. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1990, p. 16.
27. Comunicazione della Berkshire Hathaway agli azionisti, 1977-1983, p. 52.
28. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1989, p. 5.
29. J. Rasmussen, "Buffett Talks Strategy with Students", *Omaha World Herald*, 2 gennaio 1994, p. 26.
30. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1992, p. 14.
31. Comunicazione della Berkshire Hathaway agli azionisti, 1977-1983, p. 53.
32. Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, op. cit.
33. Comunicazione della Berkshire Hathaway agli azionisti, 1977-1983, p. 82.

Capitolo 4

Come acquistare azioni: nove casi esemplari

1. M. Rowland, “Mastermind of a Media Empire”, *Working Women*, 11 novembre 1989, p. 115.
2. Rapporto annuale della The Washington Post Company, 1991, p. 2.
3. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1992, p. 5.
4. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1985, p. 19.
5. C.M. Roberts, *The Washington Post: The First 100 Years*, Houghton Mifflin, Boston 1977, p. 449.
6. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1991, p. 8.
7. Ibid., p. 9.
8. W. Thorndike Jr, *The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*, Harvard Business Review Press, Boston 2012, 9.110.
9. C. Loomis, “An Accident Report on GEICO”, *Fortune*, giugno 1976, p. 120.
10. Anche se quella del 1973-1974 potrebbe avere contribuito in parte alla prematura decadenza della GEICO, la crisi del 1975-1976 fu dovuta unicamente alla gestione della società. Nel 1975 l’indice S&P iniziò l’anno a 70,23 e lo chiuse a 90,90. L’anno successivo il mercato azionario fu altrettanto forte, con forti rialzi nelle quotazioni e cali del tasso d’interesse. Il calo del titolo GEICO non aveva niente a che vedere coi mercati finanziari.
11. B. Brophy, “After the Fall and Rise”, *Forbes*, 2 febbraio 1981, p. 86.
12. L. Dodds, “Handling the Naysayers”, *Financial World*, 17 agosto 1985, p. 42.
13. Comunicazione della Berkshire Hathaway agli azionisti, 1977-1983, p. 33.
14. Kilpatrick, *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street*, op. cit.
15. A. Bianco, “Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules”, *BusinessWeek*, 15 aprile 1985, p. 34.
16. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1991, p. 8.
17. Bianco, “Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules”, op. cit.
18. D. Kneale, “Murphy & Burke”, *Wall Street Journal*, 2 febbraio 1990, p. 1.
19. Rapporto annuale della Capital Cities/ABC Inc., 1992.
20. “A Star Is Born”, *BusinessWeek*, 1 aprile 1985, p. 77.
21. A. Baldo, “CEO of the Year Daniel B. Burke”, *Financial World*, 2 aprile 1991, p. 38.
22. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1985, p. 20.
23. Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, op. cit.
24. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1993, p. 14.
25. Kilpatrick, *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street*, op. cit., p. 123.
26. M. Pendergrast, *For God, Country and Coca-Cola*, Scribners, New York 1993.
27. A. Harris, “The Man Who Changed the Real Thing”, *Washington Post*, 22 luglio 1985, B1.
28. “Strategy of the 1980s”, Coca-Cola Company.
29. Ibid.
30. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1992, p. 13.
31. Ibid.
32. J. Dorfman, “Wells Fargo Has Bulls and Bears; So Who’s Right?”, *Wall Street Journal*, 1 novembre 1990, C1.
33. Ibid.

34. J. Liscio, "Trading Points", *Barron's*, 29 ottobre 1990, p. 51.
35. Comunicazione della Berkshire Hathaway agli azionisti, 1977-1983, p. 15.
36. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1990, p. 16.
37. R. Nagle, "Interpreting the Banking Numbers", *The Financial Services Industry – Banks, Thrifts, Insurance Companies, and Securities Firms*, ed. Alfred C. Morley, 25-41, Association of Investment Management and Research, Charlottesville, VA 1991.
38. "CEO Silver Award", *Financial World*, 5 aprile 1988, p. 92.
39. G. Hector, "Warren Buffett's Favorite Banker", *Forbes*, 18 ottobre 1993, p. 46.
40. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1990, p. 16.
41. Ibid.
42. Ibid.
43. R. Hutchings Vernon, "Mother of All Annual Meetings", *Barron's*, 6 maggio 1991.
44. J. Taylor, "A Leveraged Bet", *Forbes*, 15 aprile 1991, p. 42.
45. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1994, p. 17.
46. D. Rushe, "Warren Buffett Buys $10bn IBM Stake", *The Guardian*, 14 novembre 2011.
47. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 2011, p. 7.
48. Ibid.
49. Ibid., p. 6.
50. Ibid., p. 7.
51. Rushe, "Warren Buffett Buys $10bn IBM Stake".
52. Un sincero ringraziamento per il suo tutorial va a Grady Buckett del CFA, responsabile tecnologico di Morningstar.com.
53. S. Lohr, "IBM Delivers Solid Quarterly Profits", *New York Times*, 18 luglio 2012.
54. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 2011, p. 7.
55. Dall'intervista di Warren Buffett per CNBC, 14 febbraio 2013.
56. M. de La Merced e A. Ross Sorkin, "Berkshire and 3G Capital in a $23 Billion Deal for Heinz", *New York Times*, 19 febbraio 2013.
57. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 15.

Capitolo 5
La gestione del portafoglio: matematica dell'investimento

1. Conversazione con Warren Buffett, agosto 1994.
2. Dan Callaghan, fondi pensionistici Legg Mason Capital Management/Morningstar.
3. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1993, p. 15.
4. Ibid.
5. Conversazione con Warren Buffett, agosto 1994.
6. *Outstanding Investor Digest*, 10 agosto 1995, p. 63.
7. Ibid.
8. P.L. Bernstein, *Più forti degli dei. La straordinaria storia del rischio*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 2002.
9. Ibid.

10. Ibid.
11. *Outstanding Investor Digest*, 5 maggio 1995, p. 49.
12. R.L. Winkler, *An Introduction to Bayesian Inference and Decision*, Holt, Rinehart & Winston, New York 1972, p. 17.
13. Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, op. cit., p. 800.
14. *Outstanding Investor Digest*, 18 aprile 1990, p. 16.
15. Ibid.
16. *Outstanding Investor Digest*, 23 giugno 1994, p. 19.
17. E.O. Thorp, *Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game of Twenty-One*, Vintage Books, New York 1962.
18. Ringrazio Bill Miller per avermi indicato il modello di crescita di J.L. Kelly.
19. C.E. Shannon, "A Mathematical Theory of Communication", *Bell System Technical Journal* 27, luglio 1948, n. 3.
20. J.L. Kelly Jr, "A New Interpretation of Information Rate", *Bell System Technical Journal* 35, luglio 1956, n. 3.
21. *Outstanding Investor Digest*, 5 maggio 1995, p. 57.
22. A. Beyer, *Picking Winners: A Horse Player's Guide*, Houghton Mifflin, New York 1994, p. 178.
23. *Outstanding Investor Digest*, 5 maggio 1995, p. 58.
24. B. Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, McGraw-Hill, New York 1996, p. 239.
25. Il discorso fu poi adattato per un articolo col medesimo titolo per la rivista *Hermes* (autunno 1984) della Columbia Business School. Le citazioni sono dall'articolo.
26. W. Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville", *Hermes*, autunno 1984. Tra i citati: Walter Schloss, suo collega negli anni Cinquanta in Graham-Newman Corporation; Tom Knapp, altro ex di Graham-Newman, fondatore della Tweedy, Browne Partners con Ed Anderson, altro seguace di Graham; Bill Ruane, già studente di Graham, che fondò il Sequoia Fund insieme a Rick Cuniff; Charlie Munger, socio di Buffett; Rick Guerin della Pacific Partners; Stan Perlmeter della Perlmeter Investments.
27. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1991, p. 15.
28. J.H. Chua e R.S. Woodward, "J. M. Keynes's Investment Performance: A Note", *Journal of Finance* 38, marzo 1983, n. 1.
29. Ibid.
30. Ibid.
31. Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville", op. cit.
32. Ibid.
33. Ibid.
34. Rapporto annuale del Sequoia Fund, 1996.
35. S. Jansson, "GEICO Sticks to Its Last", *Institutional Investor*, luglio 1986, p. 130.
36. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1986, p. 15.
37. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1995, p. 10.
38. La ricerca è stata condotta in collaborazione con Joan Lamm-Tennant, PhD, della Villanova University.
39. K.J. Martijn Cremers e Antti Petajisto, "How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance", Yale ICF Working Paper n. 06-14, 31 marzo 2009.

40. "Active Funds Come out of the Closet", *Barron's*, 17 novembre 2012.
41. Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville", op. cit.
42. J. Nocera, "Who's Got the Answers?", *Fortune*, 24 novembre 1997, p. 329.
43. Ibid.
44. V.E. Shahan, "Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive?", *Hermes*, primavera 1986.
45. Rapporto trimestrale Sequoia Fund, 31 marzo 1996.
46. Una frase di Warren Buffett riportata molto spesso.
47. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 14.
48. Ibid.
49. Ibid.
50. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1981, p. 39.
51. Graham e Dodd, *Security Analysis*, op. cit.
52. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 15.
53. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1991, p. 8.
54. Ibid.
55. *Outstanding Investor Digest*, 10 agosto 1995, p. 10.
56. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1991, p. 15.
57. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1996.
58. R. Jeffrey e R. Arnott, "Is Your Alpha Big Enough to Cover Its Taxes?", *Journal of Portfolio Management*, primavera 1993.
59. Ibid.
60. B. Duval Fromson, "Are These the New Warren Buffetts?", *Fortune*, 30 ottobre 1989, cit. in Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 101.

Capitolo 6
La psicologia dell'investimento

1. *Outstanding Investor Digest*, 10 agosto 1995, p. 11.
2. Graham, *The Intelligent Investor*, op. cit., p. 106.
3. J. Fuerbringer, "Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained", *New York Times*, 30 marzo 1997, sezione 3, p. 6.
4. J. Burton, "It Just Ain't Rational", *Fee Advisor*, settembre/ottobre 1996, p. 26.
5. B. O'Reilly, "Why Can't Johnny Invest?", *Fortune*, 9 novembre 1998, p. 73.
6. Fuerbringer, "Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained", op. cit.
7. L. Swedore, "Frequent Monitoring of Your Portfolio Can Be Injurious to Your Health", www.indexfunds.com/articles/20021015_myopic_com_gen_LS.htm (ultima consultazione: 4 marzo 2014).
8. S. Benartzi e R. Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", *The Quarterly Journal of Economics 110*, n. 1, febbraio 1995, pp. 73-92.
9. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1984, p. 14.
10. Graham, *The Intelligent Investor*, op. cit.

11. Ibid.
12. Per un riassunto storico esauriente sugli sviluppi della finanza moderna, P. Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*, Free Press, New York 1992.
13. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1993, p. 13.
14. Ibid.
15. *Outstanding Investor Digest*, 23 giugno 1994, p. 19.
16. *Outstanding Investor Digest*, 8 agosto 1996, p. 29.
17. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1988, p. 18.
18. Ibid.
19. Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, op. cit., p. 683.

Capitolo 7
Il valore della pazienza

1. A. Shleifer e R.Vishny, "The New Theory of the Firm: Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms", *American Economic Review*, Paper and Proceedings, 80, n. 2, 1990, pp. 148-153.
2. Ibid.
3. K. Stanovich, *What Intelligence Tests Miss: The Psychology of Rational Thought*, Yale University Press, New Haven 2009. Vedi anche K. Stanovich, "Rationality versus Intelligence", Project Syndicate, 6 maggio 2009, www.project-syndicate.org (ultima consultazione: 4 marzo 2014).
4. K. Stanovich, "Rational and Irrational Thought: The Thinking That IQ Tests Miss", *Scientific American Mind*, novembre/dicembre 2009, p. 35.
5. J. Treynor, *Treynor on Institutional Investing*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ 2008, p. 425.
6. Ibid., p. 424.
7. Ibid.
8. D. Kahneman, *Pensieri lenti e veloci*, Mondadori, Milano 2012.
9. La mazza costa 1,05 dollari e la palla 0,05 dollari. Cento macchine impiegano cinque minuti per produrre 100 oggetti. Le ninfee impiegheranno 47 giorni per ricoprire metà del lago.
10. D.N. Perkins, "Mindware and Metacurriculm", in *Creating the Future: Perspectives on Educational Change*, Dee Dick, a cura di.
11. I. Dicher, Kelly Long e Dexin Zhou, "The Dark Side of Trading", Emory University School of Law, articolo di ricerca n. 11, pp. 95-143.
12. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 101.

Capitolo 8
Il più grande investitore del mondo

1. Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, op. cit., p. 20.
2. J. Pratt e R. Zeckhauser (a cura di), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, Boston 1985.

3. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 101.
4. Conversazione con Carol Loomis, febbraio 2012.
5. Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, op. cit.
6. Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything*, op. cit., p. 134.
7. Loomis, "Inside Story of Warren Buffett", op. cit.
8. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1996, p. 16.
9. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1993, p. 15.
10. W.N. Thorndike Jr, *The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*, op. cit., p. 194.
11. Ibid.
12. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1933, p. 16.
13. Ibid.
14. Ibid., p. 14.
15. Ibid.
16. George Johnson, *Simmetrie. Scienza, fede e ricerca dell'ordine*, Instar Libri, Torino 2002.
17. Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, op. cit., p. 794.
18. R. Chernow, *The Death of the Banker: The Decline and Fall of the Great Financial Dynasties and the Triumph of Small Investors*, Vintage Books, New York 1997.
19. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1987, p. 15.
20. Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven", op. cit.
21. Rapporto annuale della Berkshire Hathaway, 1992, p. 16.

Indice analitico

3
3G Capital

5
5 sigma, evento

A
Allied Crude Vegetable Oil Company
AmBev
American Broadcasting Company (ABC)
American Express
Anders, William
Anheuser-Busch InBev
Arbitrage/arbitraggio
Avviamento
Asta olandese

B
Bank of America
Bayes, Thomas
Bayesiana, analisi
Bayesiana, inferenza
Benartzi, Shlomo
Bernstein, Peter
Bill and Melinda Gates Foundation
Buffett Investment Partnership, Ltd.
Buffett-Falk Company
Burke, Dan
Burlington Northern Santa Fe
Byrne, John J.

C

CAPEX
Capital Asset Pricing Model (CAPM)
Carr, Fred
Chace, Ken
Chernow, Robert
Coca-Cola (Company)
Common Stocks and Uncommon Profits
Comportamentale, finanza
Comportamentale, vantaggio
Contabilità mentale
Cremers, K. J. Martijn
Criteri di business
Criteri di management
Criteri di mercato
Criteri finanziari

D
Daily Nebraskan
Danly, Don
Davidson, Lorimer
Davis, Edwin
De Angelis, Tino
Decisioni, teoria dell'albero delle
Dempster Mill Manufacturing
Diversificazione
Dodd, David
Dollaro, regola del
DuPont

F
Fama, Eugene
Federal Savings and Loan Insurance
Fermat, Pierre De
Feshbach, fratelli
First Data Corporation
Fisher, Philip
Foodstar of China
Franchise
Frederick, Shane

G
Gates, Melinda

Gates, William (Bill)
GEICO Corporation
(Government Employees Insurance Company)
General Dynamics
Gerstner, Lou
Gidden, Norman
Goizueta, Roberto
Goldenson, Leonard
Golub, Harvey
Goodwin, Leo
Graham-and-Doddsville
Graham-Newman Corporation
Graham, Benjamin
Graham, Don
Graham, Katharine
Graham, Philip
Grande Depressione

H
Hazen, Paul
H. J. Heinz Company
Huggins, Chuck

I
IBM (International Business Machine)
Illinois National Bank and Trust Company
Intelligent Investor, The
Istituzionale, imperativo

J
Jain, Ajit
Jeffrey, Robert
Johnson, George

K
Kahneman, Daniel
Kansas City Life
Kelly, modello di ottimizzazione di
Keough, Donald
Keynes, John Maynard
Knapp, Tom
Kreeger, David

L
Lehman Brothers
Lemann, Jorge Paulo
Lemming (fattore/stile)
Liscio, John
Look-through earnings
Loomis, Carol
Lowenstein, Roger

M
Markowitz, Harry
Massachusetts Indemnity & Life Insurance Company
Mauboussin, Michael
Media, regressione verso la
Mercati emergenti
Mercato efficiente, teoria del
Meyer, Eugene
Mindware Gap
Morgenstern, Oskar
Munger, Charlie
Murphy, Tom

N
National Fire & Marine Insurance Company
Neumann, John Von
Newman, Jerome

O
Obbligazione
Omaha Sun
Orso
Owner earning(s)

P
Palmisano, Sam
Pascal, Blaise
Passività
Pazienza
Pentagon Papers
Perdita, avversione alla
Perdita, avversione miopica alla
Perdite

Perkins, David
Petajisto, Antti
Portafoglio, gestione del
Probabilità, teoria della
Prospetto, teoria del
Psicologia

R
Razionalità
Reichardt, Carl
Rhea, Cleaves
Rich, Louis
Ringwalt, Jack
Risk arbitrage
Robinson, James
Rometty, Ginni
Ruane, Bill
Russell, Bob

S
Sacconaghi, Tom
Salem, George
Samuelson, Paul
Schloss, Walter
Schroeder, Alice
Security Analysis
See's Candies
Sequoia Fund
Shahan, Eugene
Shannon, Claude
Sharpe, William (Bill)
Shearson-Lehman
Shleifer, Andrei
Simpson, Lou
Smith, Adam
Smith, Frank

T
Thaler, Richard
Theory of Games and Economic Behavior, The
Theory of Investment Value, *The*
Thomas, Lowell

Thorndike, William
Thorp, Edward O.
Toro
Trasparenza
Treynor, Jack
Tsai, Gerald
Tversky, Amos

V
Vishny, Robert

W
Washington Post (Company), The
Weinberg, Sidney
Wells Fargo (& Company)
Williams, John Burr
Woodruff, Robert

Ringraziamenti

Come ho avuto modo di dire in molte occasioni, il successo de *Il Metodo Warren Buffett* è, prima di ogni altra cosa e soprattutto, un riconoscimento a Warren Buffett. Il suo spirito, la sua integrità e la sua vivacità intellettuale hanno affascinato milioni di investitori in tutto il mondo: una combinazione di fattori senza precedenti che ne fanno la singola figura più popolare nel mondo della finanza, e il più grande investitore della storia.

I miei ringraziamenti vanno prima di tutto a Warren Buffett per i suoi insegnamenti e avermi concesso di utilizzare i suoi materiali. È impossibile perfezionare quanto già detto da Buffett, e i lettori di questo libro sono fortunati per il fatto di avere la possibilità di seguire direttamente le sue parole, invece che una parafrasi di seconda mano. Ringrazio anche Debbie Bosanek per la gentilezza e la disponibilità anche quando – ne sono certo – quel giorno migliaia di altre cose richiedevano la sua attenzione.

Vorrei ringraziare anche Charlie Munger per i suoi contributi agli studi sull'investimento. Le sue idee sulla "psicologia dell'errore di valutazione" e una "rete di modelli mentali" sono estremamente importanti e dovrebbero essere studiate da tutti. Ho apprezzato enormemente anche le illuminanti conversazioni avute con lui, e le sue gentili parole di incoraggiamento.

Nutro un profondo senso di gratitudine anche verso Carol Loomis. Due anni prima che Buffett aprisse il suo primo studio, Carol aveva cominciato la sua carriera come ricercatrice per la rivista *Fortune*. Oggi è caporedattrice ad honorem di *Fortune*, autrice di best seller e una delle più grandi giornaliste d'America. Come molti di voi sanno, a partire dal 1977 è lei a redigere i rapporti annuali della Berkshire Hathaway. Le sue parole d'incoraggiamento all'inizio di questo progetto sono state per me importantissime.

Vorrei estendere dei ringraziamenti speciali ad Andy Kilpatrick, autore di *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*. Ogni volta che rischiavo di sbagliarmi su un fatto, o di confondermi su un certo evento, sapevo di poter contare sul libro di Andy. E quando ho bisogno di aiuto posso ancora telefonargli per sapere rapidamente quello che sto cercando. Andy è un gentiluomo e lo considero lo storico ufficiale della Berkshire Hathaway.

Se vi capitasse di frequentare la comunità della Berkshire Hathaway per più di trent'anni, avreste il privilegio di fare migliaia di conversazioni, leggere altrettante lettere ed email, e non ricordare un solo momento sgradevole: questo la dice lunga sull'atmosfera che vi regna. Vorrei quindi ringraziare Chuck Akre, Jack Bogle, David Braverman, Jamie Clark, Bob Coleman, Larry Cunningham, Chris Davis, Pat Dorsey, Charles Ellis, Henry Emerson, Ken Fisher, Phil Fisher, Bob Goldfarb, Burton Gray, Mason Hawkins, Ajit Jain, Joan Lamm-Tennant, Virginia Leith, John Lloyd, Paul Lountzis, Janet Lowe, Peter Lynch, Michael Mauboussin, Robert Miles, Bill Miller, Ericka Peterson, Larry Pidgeon,

Lisa Rapuano, Laura Rittenhouse, John Rothchild, Bill Ruane, Tom Russo, Alice Schroeder, Lou Simpson, Ed Thorp, Wally Weitz e David Winters.

Devo molto a un mio grande amico, Charles E. Haldeman Jr, che è stato presente fin dall'inizio. Ricordo il giorno in cui gli chiesi se avrei dovuto prendere un master o scrivere un libro su Warren Buffett, e lui rispose immediatamente "Scrivi il libro!". Fu un buon consiglio. Lesse anche il manoscritto originale e diede diversi suggerimenti che lo migliorarono molto. Grazie!

Sono grato alla John Wiley & Sons non solo per aver pubblicato *Il Metodo Warren Buffett*, ma anche per il loro incrollabile aiuto e la dedizione instancabile al libro nel corso degli ultimi vent'anni: in Wiley ho conosciuto solo autentici professionisti. Desidero iniziare ringraziando Myles Thompson, per avere rischiato su un esordiente. E poi Jennifer Pincott, Mary Daniello, Joan O'Neil, Pamela van Giessen, e la squadra di oggi: Kevin Commins e Judy Howarth.

Ancora una volta sono debitore al mio agente, Laurie Harper della Sebastian Literary Agency. Laurie è l'agente perfetta: intelligente, leale, allegra e dall'integrità professionale incrollabile. Soprattutto, non c'è nulla che non farebbe affinché il nostro lavoro insieme risulti di qualità superiore. In una parola, Laurie è speciale.

Vent'anni fa, Myles Thompson inviò la prima stesura di questo libro a Maggie Stuckey, chiedendole se avesse avuto voglia di dare una mano a un autore esordiente. Da allora, Maggie e io abbiamo scritto nove libri insieme, e spesso mi sono chiesto che cosa sarebbe successo se non avesse accettato. Anche a un continente di distanza, mi stupisco sempre per come Maggie sia in grado di entrare in sintonia col testo. È instancabile, e sa passare da un capitolo all'altro alla costante ricerca del modo migliore per strutturare il materiale che le invio in un linguaggio accessibile. È la migliore che ci sia.

Chiunque abbia scritto un libro sa che questo significa innumerevoli ore trascorse in solitudine invece che con la propria famiglia. Richiede determinati sacrifici da parte dell'autore ma, vi assicuro, ancor di più da parte della sua famiglia. Amo i miei figli, e sarò sempre grato a mia moglie Maggie: quando le dissi che avrei scritto un libro, sorrise e mi convinse che potevo farcela. Il suo amore rende tutto possibile. Anche se in questi ringraziamenti cito la mia famiglia per ultima, è per sempre la prima nel mio cuore.

Per tutto ciò che in questo libro funziona ed è ben riuscito, potete ringraziare le persone che ho citato. Gli errori e le omissioni sono unicamente opera mia.

R. G. H.

Il sito web

Per ulteriori informazioni su come applicare i metodi di Warren Buffett ai mercati di oggi, potete visitare il sito www.thewarrenbuffettway.com (in inglese). Tra le altre risorse, troverete:

- uno strumento interattivo per valutare qualsiasi titolo;
- un elenco completo e aggiornato dei titoli azionari del portafoglio Berkshire Hathaway;
- aggiornamenti e un forum di discussione su Warren Buffett;
- biografia, filosofia d'investimento e le citazioni più famose di Warren Buffett;
- altri materiali su Warren Buffett, tra cui un video e diversi volumi.

Il sito è un'estensione diretta e importante del libro: contiene anche strumenti, informazioni e commenti necessari a investire secondo il metodo di Warren Buffett.

Informazioni sul Libro

In una carriera finanziaria lunga quasi sessant'anni, Warren Buffett si è confrontato con un'infinità di sfide ottenendo sempre un successo senza pari. La sua umiltà, la sua integrità morale e la sua onestà intellettuale non solo lo hanno fatto amare da milioni di investitori, ma sono anche oggetto di studio per tutti coloro che decidono di intraprendere una carriera finanziaria.

Nonostante la mole di informazioni disponibili oggi sul mercato azionario, molti investitori faticano ancora a ottenere dei profitti. La visione e l'esperienza di Warren Buffett si collocano lontano dagli eccessi del mercato. Ecco perché in questa nuova edizione Hagstrom colloca la filosofia di investimento dell'«Oracolo di Omaha» nella giusta prospettiva storica e, contemporaneamente, mostra come è possibile usare efficacemente questo approccio nel proprio lavoro.

Dopo aver esaminato in dettaglio la sua storia personale e professionale, Hagstrom si dedica a esaminare le personalità – da Benjamin Graham e Philip Fisher a Charlie Munger – che hanno inYuenzato la visione finanziaria di Buffett. Di seguito viene esplorato pezzo dopo pezzo "il metodo Warren Buffet", dimostrando che ciò che Buffett fa "non è oltre le capacità intellettuali di ognuno di noi", e come il suo metodo nel vendere e acquistare azioni si basi su dodici solidi principi inattaccabili dalle mode.

Attraverso informazioni di prima mano, Hagstrom spiega come questi principi siano alla base di molte acquisizioni (Coca-Cola, IBM, Heinz), della razionalità che sta dietro queste sue decisioni e del perché focalizzare gli investimenti semplifichi la gestione del proprio portafoglio azionario. Ma non solo: contemporaneamente vengono mostrate quali sono le sfide psicologiche da superare per gestire un portfolio con il metodo Warren Buffett e il ruolo giocato dalla pazienza negli investimenti a lungo termine.

Il libro è corredato di un sito web in lingua inglese, *thewarrenbuffettway.com*, dove si trovano molti strumenti che lo stesso Buffett usa nell'analisi del mercato azionario, la possibilità di interagire con una comunità online e altre risorse interattive che aiutano a tradurre in pratica il suo metodo.

Imparare i principi di Warren Buffett e basare i propri investimenti su di essi forse non farà diventare ricchi, ma aiuterà senz'altro a gestire meglio il proprio portafoglio azionario e a renderlo più profittevole nel tempo.

Circa l’autore

ROBERT G. HAGSTROM è uno dei più noti autori americani di testi divulgativi sugli investimenti finanziari. Ha scritto nove libri tra cui il bestseller *Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy*. Laureato presso la Villanova University, lavora come Chartered Financial Analyst. Abita insieme alla famiglia a Villanova, in Pennsylvania. Il suo sito è www.RobertHagstrom.com.