



THE INTELLIGENT INVESTOR

Convinzione, pazienza e prudenza

L'approccio ai mercati può avvenire sotto diverse forme, una di queste è il "value investing". Un fondo che adotta un approccio di questo tipo è il First Eagle Amundi International Fund.



Massimo Milani

Massimo Milani, dal 2000 è Private Banker in Banca Fideuram. Consulente certificato Efpa, "Master in Financial Advising" presso l'Università di Siena, Financial Upgrade Education presso Imperial College London. Si occupa di pianificazione finanziaria, previdenziale ed assicurativa, wealth management, efficienza dei portafogli di investimento.

✉ info@milani-privatebanker.it
www.milani-privatebanker.it

FIRST EAGLE AMUNDI INTERNATIONAL FUND

First Eagle è la società americana indipendente costituita nel 1803 dai fondatori S. Bleichroeder e G. Arnhold che nel 1999 ha acquisito il team Global Value guidato da Jean-Marie Eveillard gestore del fondo comune SocGen International Fund, registrato negli Usa sotto il nome di Arnhold and S. Bleichroeder.

Nel 1996 viene lanciata in Europa Amundi International Sicav, la gemella lussemburghese di First Eagle Global Value, ad oggi ridenominata First Eagle Amundi International Fund.

La società è ancora oggi controllata dalla famiglia Arnhold, con capitale proprietario investito nella gestione.

Il team di gestione si compone di 10 analisti, 3 trader e da 3 Portfolio Manager di lunghissima esperienza:

- Matt McLennan a capo del team, 20 anni di esperienza;
- Abhay Deshpande, 20 anni di esperienza;
- Kimball Brooker Jr, 19 anni di esperienza.

Come Senior Advisers è ancora operativo Jean-Marie Eveillard, che ha all'attivo 50 anni di esperienza.

First Eagle ha circa 93 mld di USD in gestione (* dati al 31/12/2013) di cui circa 81 mld gestiti dal team Global Value.

La selezione dei titoli da inserire in portafoglio avviene adottando l'analisi fondamentale.

IL "VALUE INVESTING"

L'analisi fondamentale parte dall'ipotesi che i mercati non sono efficienti e l'effettivo valore a cui il titolo è scambiato sul mercato si differenzia generalmente dal fair-value perché influenzato dalle forze di domanda e offerta. L'analista fondamentale tenta di prevedere i movimenti di prezzo dovuti a cause strutturali combinando quindi una analisi macro ad una micro-economica per determinare il giusto prezzo (fair-value) del titolo. La determinazione di questo è molto importante per tentare di determinare cosa comprare perché titolo sottovalutato o ignorato dal mercato. Questa è appunto la tecnica del "value investing".

THE INTELLIGENT INVESTOR

Uno dei padri fondatori del "value investing" è Benjamin Graham (si veda figura 2), economista, investitore e professore alla Columbia University che scrisse nel 1934 con David Dodd, suo collega, il libro "Security analysis" riportando i principi alla base del value investing. Nel 1949, questa volta da solo, scrisse invece "The Intelligent Investor" (si veda figura 1), libro considerato la Bibbia degli analisti. Warren Buffet (si veda figura 5) suo discepolo dice a tale proposito:

"Ho letto la prima edizione di questo libro alla fine del 1949, quando avevo 19 anni. Pensai che fosse il miglior libro sugli investimenti mai scritto fino ad allora. Lo penso ancora oggi."

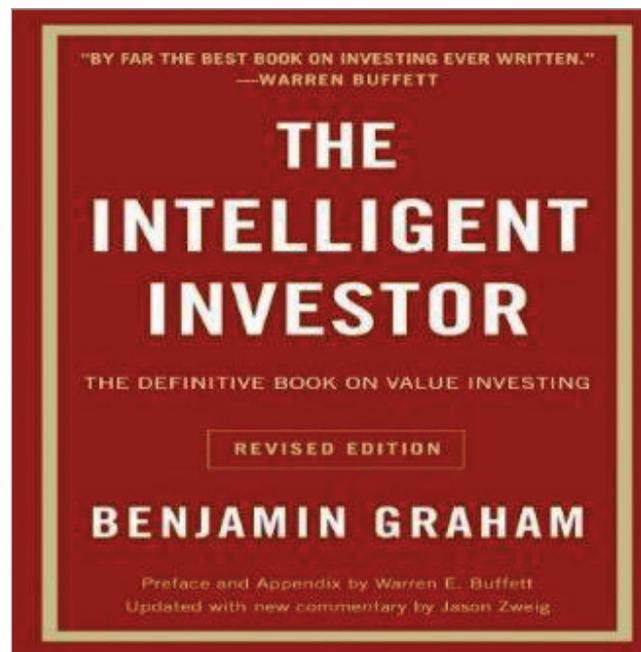


Figura 1 The Intelligent Investor

La copertina del libro di Benjamin Graham.

Fonte: www.amazon.it

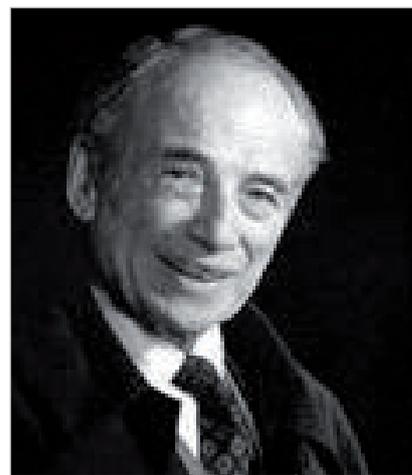


Figura 2 Benjamin Graham

(1894-1976) Padre fondatore della teoria "value investing".

Fonte: Amundi

L'INVESTITORE "VALUE"

Il punto centrale del "value investing" è che il mercato non valuta le imprese in modo corretto e quindi questo stile di investimento consiste nel comprare titoli ad un prezzo inferiore rispetto al loro valore intrinseco (fair-value). Warren Buffet dice: "Il prezzo è ciò che paghi, il valore è quello che ricevi." Caratteristiche comuni ai titoli value sono: bas-

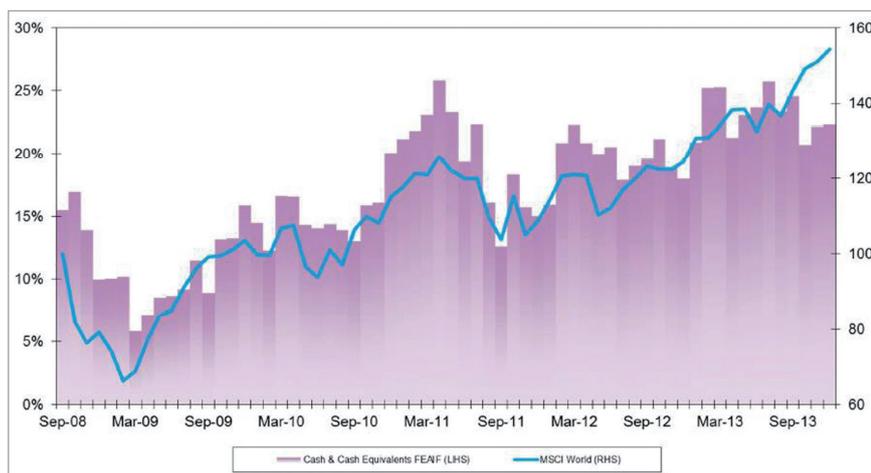


Figura 3 Cash & Cash Equivalents FEAIF vs MSCI World (RHS)

Grafico di comparazione.

Fonte: Amundi

si P/E, P/BV, P/CF, P/S, ma alti dividend yield; generalmente le aziende operano in settori maturi e presentano quindi minori margini di redditività, oppure sono aziende che stanno uscendo da periodi di crisi.

Secondo Buffet l'investitore deve indirizzarsi verso aziende con un brand conosciuto ed un vantaggio competitivo duraturo, il cosiddetto franchise che presentano quotazioni scontate rispetto al valore intrinseco. Per questo tipo di valutazione, oltre all'azienda è necessario conoscere molto bene anche il mercato in cui opera.

L'aspetto difficile sta dunque nella giusta determinazione del valore intrinseco per cui deve esserci un margine di sicurezza (sconto del 30-40%) per controbilanciare l'incertezza nel calcolo del vero valore del titolo.

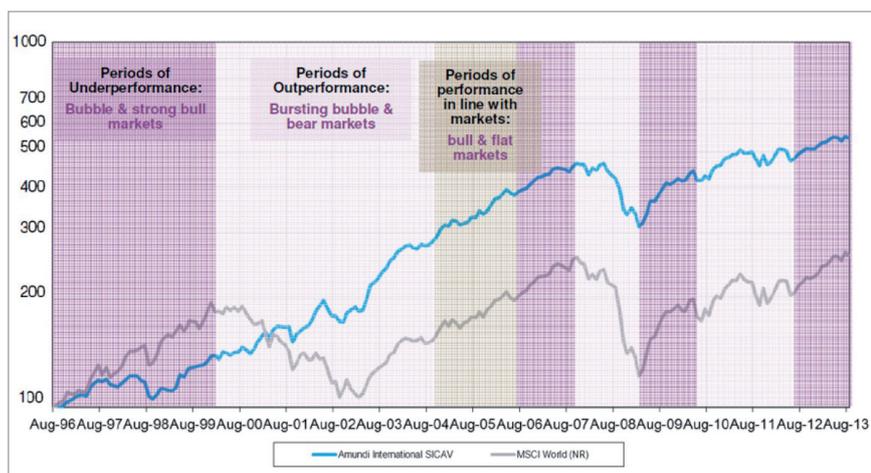


Figura 4 Amundi International Sicav vs MSCI World (NR)

Grafico di comparazione.

Fonte: Amundi

Fondamentalmente il value investing è un approccio all'investimento di tipo "contrarian", comprando titoli che il mercato vende o trascura aspettando pazientemente che il mercato riconosca questo valore attraverso il prezzo. Per cui se ci si aspetta una immediata gratificazione, allora il value investing non è la strategia più idonea.

Benjamin Graham affermava: "La psicologia dello speculatore opera contro di lui. E ciò in quanto, per una relazione di causa-effetto, è più ottimista quando i prezzi sono alti e più pessimista quando sono al minimo". L'investitore deve quindi essere abile ad allontanarsi dalla

folla e selezionare titoli che il mercato non è disposto a tenere.

L'INVESTI-IMPREDITORE

Avere successo negli investimenti di lungo periodo è facile in linea di principio, ma estremamente difficile in pratica. E' facile in principio in quanto acquistare e detenere un portafoglio diversificato di azioni è possibile per chiunque. Tuttavia è difficile in pratica perché si è soggetti a molte forze di natura emotiva. I racconti di persone che pare abbiano realizzato fortune ingenti sul mercato in poco tempo spingono a giocare un gioco diverso da quello da utilizzarsi come investitori di lungo periodo. Chi segue il mercato giorno per giorno spesso esclama: "Sa-

pevo che quel titolo sarebbe salito! Se solo avessi seguito il mio giudizio avrei fatto così tanti soldi!". La visione a posteriori fa però dimenticare i dubbi che si avevano quando si è deciso di non comprare, distorce il passato ed incoraggia a cercare di essere più furbi degli altri, i quali a loro volta stanno facendo lo stesso.

In "The Intelligent Investor" vi è una metafora che permette di far capire l'atteggiamento dell'investitore value rispetto alle oscillazioni dei mercati: "Si immagini di possedere una piccola quota in una società non quotata, ad esempio una Srl che si conosce. Uno degli altri soci, chiamato Mr Market, è una persona

” La psicologia dello speculatore opera contro di lui

molto gentile. Ogni giorno alle cinque telefona per dire quanto pensa che valga la quota che si ha in proprietà e chiude la telefonata offrendosi di rilevarla o di vendere delle altre quote sulla base del valore che ha indicato. Talvolta la sua idea del valore della quota in portafoglio sembra giustificata dall'andamento dell'attività della Srl e dalle sue prospettive future. Altre volte invece Mr Market si lascia prendere dal proprio entusiasmo, o dal proprio pessimismo e il prezzo che propone sembra un po' ridicolo. Prudenti investitori o uomini d'affari di giudizio lascerebbero che la telefonata quotidiana di Mr Market influenzasse l'idea che hanno sul valore della loro quota della Srl? Solo se si trovassero d'accordo con lui o se volessero fare affari con lui. Sarebbero felici di vendere qualora proponesse loro un prezzo ridicolmente alto e ugualmente felici di acquistare da lui quando proponesse loro un prezzo consistentemente basso. Per il resto del tempo sarebbero così saggi da formarsi da soli la loro idea del valore della loro quota sulla base dell'andamento aziendale della società e della sua posizione finanziaria.

Il vero investitore si trova nella stessa posizione quando possiede titoli di una società quotata. Può trarre vantaggio dalla quotazione del giorno del suo titolo o non prestarci affatto attenzione in base a quanto gli suggerisce il suo giudizio e i suoi obiettivi. L'eventuale discesa del prezzo del suo titolo non viene considerato un segnale per vendere le azioni, ma piuttosto un'opportunità per comprare ancora; al contrario una salita spropositata del prezzo del suo titolo viene considerato una opportunità di vendita e non come un trend da seguire."

L'investitore intelligente, quindi piuttosto che prestare attenzione al mercato ed al suo umore, si concentra sul raggiungimento del fair-value del prezzo della società che possiede, ponendo l'attenzione sui dividendi e sui risultati operativi della società. Solo a quel punto presta attenzione alla telefonata di Mr Market e decide se il prezzo che gli viene proposto è un affare o una assurdità.

Questo è l'approccio dell'investi-imprenditore.

CONCLUSIONI

Il motto del team di gestione di First Eagle Amundi International Fund è: "deteniamo imprese, non siamo trader di azioni". I gestori hanno la piena consapevolezza che le azioni non sono carta, ma un pezzo di azienda e che i prezzi oscillano perché è nella loro natura. Per cui come dettato dalla filosofia value si muovono alla ricerca di buoni business a buoni prezzi così che la quota di cash in portafoglio tende a diminuire mano a mano che le opportunità vengono a mancare, come visibile in figura 3.

Una quota del portafoglio viene investita in oro come protezione da eventi di mercato estremi e imprevedibili.

Il track record si commenta da solo, in figura 4. Convinzione, pazienza e prudenza sono elementi che caratterizzano la gestione value e che devono essere sposati dal sottoscrittore di questo fondo, ricordando appunto quanto diceva Benjamin Graham: "Nel mercato azionario si hanno due scelte: arricchirsi lentamente o impoverirsi rapidamente".



Figura 5 Warren Edward Buffet

Imprenditore ed economista statunitense, soprannominato l'oracolo di Omaha. È considerato il più grande value investor di sempre.

Fonte: Wikipedia