

ovviamente è stato anche difficile, ma ciò non si è limitato alle strade ferroviarie.) Automobili, autobus e compagnie aeree hanno sottratto la maggior parte dei loro affari ai passeggeri e hanno lasciato il resto altamente non redditizio; i camion hanno preso buona parte del loro traffico merci. Più della metà del chilometraggio ferroviario del paese è stato in bancarotta (o "amministrazione fiduciaria") in vari momenti negli ultimi 50 anni.

Ma questo mezzo secolo non è stato tutto in discesa per i vettori. Ci sono stati periodi prosperi per l'industria, in particolare gli anni della guerra. Alcune linee sono riuscite a mantenere il loro potere di guadagno e i loro dividendi nonostante le difficoltà generali.

L'indice Standard & Poor's è avanzato di sette volte dal minimo del 1942 al massimo del 1968, non molto al di sotto del guadagno percentuale dell'indice dei servizi pubblici. Il fallimento della Penn Central Transport Co., la nostra ferrovia più importante, nel 1970 sconvolse il mondo finanziario. Solo un anno e due anni prima il titolo è stato venduto quasi al livello di prezzo più alto della sua lunga storia e ha pagato dividendi continui per più di 120 anni! (A p. 423 di seguito presentiamo una breve analisi di questa ferrovia per illustrare come uno studente competente avrebbe potuto rilevare le debolezze in via di sviluppo nel quadro della società e sconsigliato la proprietà dei suoi titoli.) Il livello di mercato delle azioni della ferrovia nel suo insieme era serio gravemente colpiti da questo disastro finanziario.

Di solito non è corretto formulare raccomandazioni generali su intere classi di titoli, e ci sono uguali obiezioni a condanne generali. Il record dei prezzi delle azioni ferroviarie nella tabella 14-6 mostra che il gruppo nel suo insieme ha spesso offerto possibilità di un grande profitto. (Ma a nostro avviso i grandi progressi erano di per sé ampiamente ingiustificati.) Limitiamo il nostro suggerimento a questo: non vi è alcuna ragione convincente per l'investitore di possedere azioni ferroviarie; prima di acquistarne uno dovrebbe assicurarsi di ottenere così tanto valore dai suoi soldi che sarebbe irragionevole cercare invece qualcos'altro.\*

---

\* Rimangono solo pochi importanti titoli ferroviari, tra cui Burlington Northern, CSX, Norfolk Southern e Union Pacific. I consigli in questa sezione sono almeno altrettanto rilevanti per le azioni delle compagnie aeree oggi, con le loro enormi perdite attuali e mezzo secolo di risultati quasi incessantemente scarsi, come lo erano per le ferrovie ai tempi di Graham.

## Selettività per l'investitore difensivo

Ogni investitore vorrebbe che la sua lista fosse migliore o più promettente della media. Quindi il lettore si chiederà se, se si trova un consulente competente o un analista della sicurezza, non dovrebbe poter contare di essere dotato di un pacchetto di investimenti di pregi davvero superiori. "Dopo tutto", potrebbe dire, "le regole che hai delineato sono piuttosto semplici e accomodanti. Un analista altamente qualificato dovrebbe essere in grado di utilizzare tutte le sue abilità e tecniche per migliorare sostanzialmente qualcosa di ovvio come l'elenco del Dow Jones. Se no, a che servono tutte le sue statistiche, i suoi calcoli e i suoi giudizi ponti

Supponiamo, come prova pratica, di aver chiesto a un centinaio di analisti di sicurezza di scegliere i cinque titoli "migliori" del Dow Jones Average, da acquistare alla fine del 1970. Pochi avrebbero avuto scelte identiche e molti elenchi sarebbero stati completamente diversi l'uno dall'altro.

Questo non è così sorprendente come potrebbe sembrare a prima vista. La ragione di fondo è che il prezzo attuale di ciascun titolo importante riflette abbastanza bene i fattori salienti della sua situazione finanziaria più l'opinione generale sulle sue prospettive future. Quindi l'opinione di qualsiasi analista che un titolo sia un acquisto migliore degli altri deve derivare in larga misura dalle sue parzialità e aspettative personali, o dall'enfasi posta su un insieme di fattori piuttosto che su un altro nel suo lavoro di valutazione. Se tutti gli analisti fossero d'accordo sul fatto che un determinato titolo è migliore di tutti gli altri, tale emissione avanzerebbe rapidamente a un prezzo che compenserebbe tutti i suoi precedenti vantaggi.\*

---

\* Graham riassume l'"ipotesi dei mercati efficienti" o EMH, una teoria accademica che sostiene che il prezzo di ciascuna azione incorpora tutte le informazioni pubblicamente disponibili sulla società. Con milioni di investitori che perlustrano il mercato ogni giorno, è improbabile che gravi errori di prezzo possano persistere a lungo. Una vecchia barzelletta vede due professori di finanza che camminano lungo il marciapiede; quando uno vede una banconota da \$ 20 e si china per raccoglierla, l'altro lo afferra per un braccio e dice: "Non preoccuparti. Se fosse davvero una banconota da 20 dollari, qualcuno l'avrebbe già presa". Sebbene il mercato non sia perfettamente efficiente, è abbastanza vicino per la maggior parte del tempo, quindi l'investitore intelligente si abbasserà a ritirare le banconote da \$ 20 del mercato azionario solo dopo averle ricercate a fondo e aver ridotto al minimo i costi di negoziazione e le tasse.

La nostra affermazione secondo cui il prezzo attuale riflette sia fatti noti che aspettative future aveva lo scopo di enfatizzare la doppia base per le valutazioni di mercato. A questi due tipi di elementi di valore corrispondono due approcci sostanzialmente diversi all'analisi della sicurezza. A dire il vero, ogni analista competente guarda avanti al futuro piuttosto che indietro al passato, e si rende conto che il suo lavoro si rivelerà buono o cattivo a seconda di ciò *che* accadrà e non di ciò che *è* successo. Tuttavia, il futuro stesso può essere affrontato in due modi diversi, che possono essere chiamati la via della *previsione* (o proiezione)

e la via della *protezione*. \* Coloro che enfatizzano la previsione si sforzeranno di anticipare in modo abbastanza accurato ciò che l'azienda realizzerà in futuro anni, in particolare se gli utili mostreranno una crescita pronunciata e persistente. Queste conclusioni possono essere basate su uno studio molto attento di fattori come l'offerta e la domanda nel settore - o volume, prezzo e costi - oppure possono derivare da una proiezione piuttosto ingenua della linea di crescita passata nel futuro. Se queste autorità sono convinte che le prospettive a lungo termine siano insolitamente favorevoli, raccomanderanno quasi sempre il titolo per l'acquisto senza prestare troppa attenzione al livello di vendita. Tale, ad esempio, era l'atteggiamento generale nei confronti delle scorte di trasporto aereo, un atteggiamento che è persistito per molti anni nonostante i pessimi risultati spesso mostrati dopo il 1946. Nell'introduzione abbiamo commentato la disparità tra l'azione forte dei prezzi e il record di guadagni relativamente deludenti di questo

---

\* Questo è uno dei punti centrali del libro di Graham. Tutti gli investitori lavorano sotto una crudele ironia: investiamo nel presente, ma investiamo per il futuro. E, purtroppo, il futuro è quasi del tutto incerto. L'inflazione e i tassi di interesse non sono affidabili; le recessioni economiche vanno e vengono a caso; sconvolgimenti geopolitici come la guerra, la carenza di merci e il terrorismo arrivano senza preavviso; e il destino delle singole aziende e dei loro settori spesso si rivela l'opposto di ciò che la maggior parte degli investitori si aspetta. Pertanto, investire sulla base della proiezione è una commissione stupida; anche le previsioni dei cosiddetti esperti sono meno affidabili del lancio di una moneta. Per la maggior parte delle persone, investire sulla base della protezione, dal pagamento in eccesso di un'azione e dall'eccessiva fiducia nella qualità del proprio giudizio, è la soluzione migliore. Graham espande questo concetto nel Capitolo 20.

Al contrario, coloro che enfatizzano la protezione sono sempre particolarmente interessati al prezzo del problema al momento dello studio. Il loro sforzo principale consiste nell'assicurarsi un margine sostanziale del valore attuale indicato al di sopra del prezzo di mercato, margine che potrebbe assorbire sviluppi sfavorevoli in futuro. In generale, quindi, non è tanto necessario per loro essere entusiasti delle prospettive a lungo termine dell'azienda, quanto piuttosto essere ragionevolmente fiduciosi che l'impresa andrà d'accordo.

Il primo approccio, o predittivo, potrebbe anche essere chiamato approccio qualitativo, poiché enfatizza le prospettive, la gestione e altri fattori non misurabili, sebbene di grande importanza, che rientrano nella categoria della qualità. Il secondo approccio, o protettivo, può essere chiamato approccio quantitativo o statistico, poiché enfatizza le relazioni misurabili tra prezzo di vendita e guadagni, attività, dividendi e così via. Per inciso, il metodo quantitativo è in realtà un'estensione, nel campo delle azioni ordinarie, del punto di vista che l'analisi della sicurezza ha ritenuto valido nella selezione di obbligazioni e azioni privilegiate per l'investimento

mento.

Nel nostro atteggiamento e nel nostro lavoro professionale siamo sempre stati impegnati nell'approccio quantitativo. Fin dall'inizio volevamo assicurarci di ottenere un buon rapporto qualità-prezzo in termini concreti e dimostrabili. Non eravamo disposti ad accettare le prospettive e le promesse del futuro come compensazione per la mancanza di sufficiente valore in mano. Questo non è stato affatto il punto di vista standard tra le autorità di investimento; la maggioranza, infatti, probabilmente condividerebbe l'opinione che prospettive, qualità della gestione, altri beni immateriali e "il fattore umano" pesano di gran lunga le indicazioni fornite da qualsiasi studio del passato, del bilancio e di tutte le altre freddezze figure.

Quindi la questione della scelta dei titoli "migliori" è in fondo molto controversa. Il nostro consiglio all'investitore difensivo è di lasciar perdere. Che enfatizzi la diversificazione più che la selezione individuale. Per inciso, l'idea universalmente accettata di diversificazione è, almeno in parte, la negazione delle ambiziose pretese di selettività. Se si *potesse* selezionare infallibilmente i migliori titoli, si perderebbe solo diversificando. Eppure, nei limiti delle quattro regole più generali di selezione dei titoli suggerite per l'investitore difensivo (a pp. 114-115) c'è spazio per una libertà di preferenza piuttosto considerevole. Nel peggiore l'indulgenza di

tali preferenze non dovrebbero nuocere; oltre a ciò, può aggiungere qualcosa di utile per i risultati. Con il crescente impatto di sviluppi tecnologici sui risultati aziendali a lungo termine, il l'investitore non può escluderli dai suoi calcoli. Qui, come altrove, deve cercare una via di mezzo tra l'abbandono e l'eccessiva enfasi.

## COMMENTO AL CAPITOLO 14

Chi si basa su guadagni certi, difficilmente raggiungerà grandi ricchezze; e chi punta tutto sulle avventure, spesso si rompe e arriva alla povertà: è bene dunque custodire le avventure con certezze che possono sostenere perdite.

—Sir Francis Bacon

### INIZIARE

Come dovresti affrontare il nocciolo della questione della selezione dei titoli? Graham suggerisce che l'investitore difensivo può, "più semplicemente", acquistare tutti i titoli del DowJones Industrial Average. L'investitore difensivo di oggi può fare ancora meglio, acquistando un fondo indicizzato del mercato azionario totale che detenga essenzialmente tutte le azioni che vale la pena possedere. Un fondo indicizzato a basso costo è lo strumento migliore mai creato per investire in azioni a bassa manutenzione e qualsiasi sforzo per migliorarlo richiede più lavoro (e comporta più rischi e costi più elevati) di quanto un investitore veramente difensivo possa giustificare.

Non è necessario ricercare e selezionare i propri titoli; per la maggior parte delle persone, non è nemmeno consigliabile. Tuttavia, alcuni investitori difensivi apprezzano il diversivo e la sfida intellettuale di scegliere i singoli titoli e, se sei sopravvissuto a un mercato ribassista e ti piace ancora la selezione di titoli, nulla di ciò che Graham o io potremmo dire ti dissuaderà. In tal caso, invece di fare in modo che un indice del mercato azionario totale finanzi il tuo portafoglio completo, fallo diventare la base del tuo portafoglio. Una volta che hai le basi in atto, puoi sperimentare intorno ai bordi con le tue scelte di stock. Mantieni il 90% delle tue azioni in un fondo indicizzato, lasciando il 10% con cui provare a scegliere le tue azioni. Solo dopo aver costruito quel nucleo solido dovresti esplorare. (Per scoprire perché una diversificazione così ampia è così importante, vedere la barra laterale nella pagina seguente.)

### PERCHE' DIVERSIFICARE?

Durante il mercato rialzista degli anni '90, una delle critiche più comuni alla diversificazione era che riduce il potenziale di rendimenti elevati. Dopotutto, se potessi identificare la prossima Microsoft, non avrebbe senso per te mettere tutte le uova in quell'unico paniere?

Beh, certo. Come disse una volta l'umorista Will Rogers: "Non giocare d'azzardo. Prendi tutti i tuoi risparmi e compra delle buone azioni e mantienile finché non salgono, quindi vendile. Se non sale, non comprarlo".

Tuttavia, come sapeva Rogers, la previsione 20/20 non è un regalo concesso alla maggior parte degli investitori. Non importa quanto ci sentiamo sicuri, non c'è modo di scoprire se un'azione aumenterà fino a quando non l'avremo acquistata. Pertanto, il titolo che ritieni sia "il prossimo Micro soft" potrebbe rivelarsi invece il prossimo MicroStrategy. (Quell'ex star del mercato è passata da \$ 3.130 per azione nel marzo 2000 a \$ 15,10 alla fine del 2002, una perdita apocalittica del 99,5%) . .

Ma la diversificazione non riduce solo al minimo le tue probabilità di sbagliare. Massimizza anche le tue possibilità di avere ragione. Per lunghi periodi di tempo, una manciata di azioni si trasforma in "superstock" che salgono del 10.000% o più. Money Magazine ha identificato i 30 titoli con le migliori prestazioni negli ultimi 30 anni terminati nel 2002 e, anche con il 20/20 del senno di poi, l'elenco è sorprendentemente imprevedibile. Piuttosto che molti titoli tecnologici o sanitari, include Southwest Airlines, Worthington Steel, i discount Dollar General e il produttore di tabacco da fiuto UST Inc.2 Se pensi che saresti stato disposto a scommettere molto su uno di questi titoli nel 1972 ti stai prendendo in giro.

Pensala in questo modo: nell'enorme pagliaio del mercato, solo pochi aghi continuano a generare guadagni davvero giganteschi. Maggiore è il pagliaio che possiedi, maggiore è la probabilità che finirai per trovare almeno uno di quegli aghi. Possedendo l'intero pagliaio (idealmente attraverso un fondo indicizzato che traccia l'intero mercato azionario statunitense) puoi essere sicuro di trovare ogni ago, catturando così i rendimenti di tutti i superstock. Soprattutto se sei un

investitore difensivo, perché cercare gli aghi quando puoi possedere l'intero pagliaio?

1 Rettificato per i frazionamenti azionari. Per molte persone, MicroStrategy sembrava davvero la prossima Microsoft all'inizio del 2000; le sue azioni avevano guadagnato il 566,7% nel 1999 e il suo presidente, Michael Saylor, ha dichiarato che "il nostro futuro oggi è migliore di 18 mesi fa". La US Securities and Exchange Commission ha successivamente accusato MicroStrategy di frode contabile e Saylor ha pagato una multa di \$ 8,3 milioni per risolvere le accuse.

2 Jon Birger, "I 30 migliori titoli", Money, Autunno 2002, pp. 88-95.

## PROVA, PROVA

Aggiorniamo brevemente i criteri di Graham per la selezione dei titoli.

Dimensioni adeguate. Al giorno d'oggi, "per escludere le piccole società", la maggior parte degli investitori difensivi dovrebbe evitare titoli con un valore di mercato totale inferiore a \$ 2 miliardi. All'inizio del 2003, questo ti lasciava ancora con 437 delle società nell'indice Standard & Poor's 500 azioni tra cui scegliere.

Tuttavia, gli investitori difensivi di oggi, a differenza di quelli dei tempi di Graham, possono convenientemente possedere piccole società acquistando un fondo comune specializzato in piccoli titoli. Ancora una volta, un fondo indicizzato come Vanguard Small-Cap Index è la prima scelta, sebbene siano disponibili fondi attivi a costi ragionevoli da aziende come Ariel, T. Rowe Price, Royce e Third Avenue.

Forte condizione finanziaria. Secondo gli strateghi di mercato Steve Galbraith e Jay Lasus di Morgan Stanley, all'inizio del 2003 circa 120 delle società dell'indice S & P 500 hanno soddisfatto il test di Graham di un rapporto corrente di 2 a 1. Con attività correnti almeno il doppio delle passività correnti, queste aziende disponevano di un considerevole cuscino di capitale circolante che, in media, avrebbe dovuto sostenerle nei momenti difficili.

Wall Street è sempre stata ricca di amare ironie, e lo scoppio della bolla dei titoli di crescita ha creato una pazzia: nel 1999 e nel 2000, i titoli high-tech, biotecnologici e delle telecomunicazioni avrebbero dovuto fornire una "crescita aggressiva" e hanno finito per dando invece alla maggior parte dei loro investitori una contrazione aggressiva. Ma, all'inizio del 2003, la ruota aveva chiuso il cerchio e molti di quei titoli a crescita aggressiva erano diventati finanziariamente conservatori, carichi di capitale circolante, ricchi di liquidità e spesso privi di debiti. Questa tabella fornisce un campionario:



**FIGURA 14-1 Tutto ciò che è nuovo è di nuovo vecchio**

Azienda	Rapporto di Beni a			Rapporto di Lungo termine Debito verso
	Corrente Attività	Corrente Passività	Corrente Passività	
			Lavorativa a lungo termine	Capitale
			Debito	
Micro applicato				
Circuiti	1091.2	61.9	17.6	0
Lineare				nessuno
Tecnologia	1736.4	148.1	11.7	0
QLogic Corp.	713.1	69.6	10.2	0
Dispositivi analogici	3711.1	467.3	7.9	1274.5
Qualcomm Inc.	4368.5	654.9	6.7	156.9
Maxim integrato				
Prodotti	1390.5	212.3	6.5	0
Materiali applicati 7878.7		1298.4	6.1	573.9
Tellabs Inc.	1533.6	257.3	6.0	0.5
Scientifico-Atlanta 1259.8		252.4	5.0	8.8
Altera Corp.	1176.2	240.5	4.9	0
Xilinx Inc.	1108.8	228.1	4.9	0
Potenza americana				
Conversione	1276.3	277.4	4.6	0
Chirone Corp.	1393.8	306.7	4.5	414.9
Biogen Inc.	1194.7	265.4	4.5	39
Novellus Systems 1633.9 Amgen		381.6	4.3	0
Inc.	6403.5	1529.2	4.2	3039.7
LSI Logic Corp.	1626.1	397.8	4.1	1287.1
Rowan Cos.	469.9	116.0	4.1	494.8
Biomet Inc.	1000.0	248.6	4.0	0
Sistemi Siebel	2588.4	646.5	4.0	315.6

Tutte le cifre in milioni di dollari dagli ultimi rendiconti finanziari disponibili a partire da 31/12/02. Il capitale circolante è costituito dalle attività correnti meno le passività correnti.

Il debito a lungo termine include azioni privilegiate, escluse le passività fiscali differite.

Fonti: Morgan Stanley; linea di base; Database EDGAR su [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

*Nel 1999, la maggior parte di queste aziende erano tra le più calde del mercato, offrendo la promessa di un alto potenziale di crescita. All'inizio del 2003, hanno offerto prova concreta del vero valore.*

La lezione qui non è che questi titoli fossero "una cosa sicura" o che dovrete affrettarsi a comprare tutto (o qualsiasi cosa) in questa tabella.<sup>1</sup> Invece, dovrete rendervi conto che un investitore difensivo può sempre fare affari guardando con pazienza e con calma attraverso le macerie di un mercato ribassista. Il criterio della solidità finanziaria di Graham funziona ancora: se costruisci un paniere diversificato di azioni le cui attività correnti sono almeno il doppio delle passività correnti e il cui debito a lungo termine non supera il capitale circolante, dovrete finire con un gruppo di società finanziate in modo conservativo con un sacco di resistenza. I migliori valori oggi si trovano spesso nelle azioni che una volta erano calde e da allora si sono raffreddate. Nel corso della storia, tali titoli hanno spesso fornito il margine di sicurezza richiesto da un investitore difensivo.

Stabilità dei guadagni. Secondo Morgan Stanley, l'86% di tutte le società dell'indice S & P 500 ha avuto guadagni positivi in ogni anno dal 1993 al 2002. Quindi l'insistenza di Graham su "alcuni guadagni per le azioni ordinarie in ciascuno degli ultimi dieci anni" rimane un test valido, abbastanza duro da eliminare i perdenti cronici, ma non così restrittivo da limitare le tue scelte a un campione irrealisticamente piccolo.

Record di dividendi. All'inizio del 2003, secondo Standard & Poor's, 354 società dell'S & P 500 (o il 71% del totale) hanno pagato un dividendo. Non meno di 255 aziende hanno pagato un dividendo per almeno 20 anni consecutivi. E, secondo S&P, 57 società dell'indice hanno aumentato i dividendi per almeno 25 anni consecutivi. Non è una garanzia che lo faranno per sempre, ma è un segnale di conforto.

Crescita dei guadagni. Quante società nell'S & P 500 hanno aumentato i loro utili per azione di "almeno un terzo", come richiede Graham, nei 10 anni terminati nel 2002? (Faremo la media dei guadagni di ciascuna società dal 1991 al 1993, quindi determineremo se i guadagni medi dal 2000 al 2002 erano almeno il 33% superiori.) Secondo Morgan Stanley, 264 società dell'S & P 500 hanno superato quel test. Ma qui, a quanto pare, Graham ha posto un ostacolo molto basso; La crescita cumulativa del 33% in un decennio è inferiore a un aumento medio annuo del 3%. La crescita cumulativa degli utili per azione di almeno il 50%, o un aumento medio annuo del 4%, è un po' meno prudente. No

---

<sup>1</sup> Quando leggerete questo, molto sarà già cambiato dalla fine del 2002.

## FIGURA 14-2 Vortici stabili

*Queste società hanno pagato dividendi più elevati ogni anno che passa senza eccezioni.*

Azienda	Settore	Contanti	Numero di
		dividendi	annuali
		pagato ciascuno	dividendo
		anno da allora. . .	aumenta negli
			ultimi 40
			anni
3M Co	Industriali	1916	40
Laboratori Abbott	Assistenza sanitaria	1926	35
ALLTEL Corp	Telecom. Servizi	1961	37
Gruppo Altria			
(ex Philip Morris)	Beni di prima necessità	1928	36
AmSouth Bancorp	finanziari	1943	34
Anheuser-Busch Cos	Beni di prima necessità	1932	39
Archer-Daniels-Midland	Beni di prima necessità	1927	32
Elaborazione dati automatica	Industriali	1974	29
Avery Dennison Corp	Industriali	1964	36
Banca d'America	finanziari	1903	36
Bardo (CR)	Assistenza sanitaria	1960	36
Becton, Dickinson	Assistenza sanitaria	1926	38
CenturyTel Inc Chubb	Telecom. Servizi	1974	29
Corp Clorox Co	finanziari	1902	28
	Beni di prima necessità	1968	30
Coca Cola Co	Beni di prima necessità	1893	40
Comerica Inc	finanziari	1936	39
ConAgra Foods	Beni di prima necessità	1976	32
Edison consolidato	Utilità	1885	31
Donnelley (RR) & Sons Dover	Industriali	1911	36
Corp Emerson Electric	Industriali	1947	37
	Industriali	1947	40
Negozi di dollari per famiglie	A discrezione del consumatore	1976	27
Primo Tenn Natl	finanziari	1895	31
Gannett Co	A discrezione del consumatore	1929	35
Generale elettrico	Industriali	1899	35
Grainger (WW)	Industriali	1965	33
Heinz (HJ)	Beni di prima necessità	1911	38

## Commento al capitolo 14

373

Intl. per la casa	finanziari	1926	40
Jefferson-Pilot	finanziari	1913	36
Johnson & Johnson	Assistenza sanitaria	1944	40
Johnson controlla	Consumatori discrezionali 1887		29
KeyCorp Kimberly-Clark	Finanze 1963		36
Leggett & Platt Lilly (Eli)	Beni di prima necessità	1935	34
	A discrezione del consumatore	1939	33
	Assistenza sanitaria	1885	38
Cos di Lowe	A discrezione del consumatore	1961	40
May Dept Stores	Consumatori discrezionali 1911		31
McDonald's Corp.	Consumatori discrezionali 1976		27
McGraw-Hill Cos.	A discrezione del consumatore	1937	35
Merck & Co	Assistenza sanitaria	1935	38
Nucor Corp.	Materiali	1973	30
PepsiCo Inc.	Beni di prima necessità	1952	35
Pfizer, Inc.	Assistenza sanitaria	1901	39
PPG Indu.	Materiali	1899	37
Procter e gioco d'azzardo	Beni di prima necessità	1891	40
Regioni finanziarie	finanziari	1968	32
Rohm & Haas	Materiali	1927	38
Sigma-Aldrich	Materiali	1970	28
Stanley Works	Consumatori discrezionali 1877		37
Supervalu Inc.	Beni di prima necessità 1936		36
Target Corp.	A discrezione del consumatore	1965	34
TECO Energy US	Utilità	1900	40
Bancorp VF Corp.	finanziari	1999	35
	A discrezione del consumatore	1941	35
Negozi Wal-Mart	Consumatori discrezionali 1973		29
Walgreen Co.	Beni di prima necessità 1933		31

Fonte: Standard &amp; Poor's Corp.

Dati al 31/12/2002.

meno di 245 società dell'indice S & P 500 soddisfacevano tale criterio all'inizio del 2003, lasciando all'investitore difensivo un ampio elenco tra cui scegliere. (Se raddoppi l'ostacolo della crescita cumulativa al 100%, o al 7% di crescita annua media, allora 198 aziende superano il limite.)

Rapporto P/E moderato. Graham consiglia di limitarsi alle azioni il cui prezzo attuale non supera di 15 volte i guadagni medi degli ultimi tre anni. Incredibilmente, la pratica prevalente oggi a Wall Street è quella di valutare le azioni dividendo il loro prezzo attuale per qualcosa chiamato "guadagno del prossimo anno". Questo dà quello che a volte viene chiamato "il rapporto P/E in avanti". Ma non ha senso ricavare un rapporto prezzo/utili dividendo il prezzo corrente noto per i guadagni futuri sconosciuti. Nel lungo periodo, il gestore finanziario David Dreman ha dimostrato che il 59% delle previsioni sugli utili di "consenso" di Wall Street mancano il bersaglio con un margine mortificantemente ampio, sottostimando o sovrastimando gli utili effettivamente riportati di almeno il 15%.<sup>2</sup> Investire il proprio denaro sulla base di ciò che questi miopi indovini prevedono per il prossimo anno, è rischioso quanto offrirsi volontari per tenere il passo a un torneo di tiro con l'arco per non vedenti legalmente. Invece, calcola tu stesso il rapporto prezzo/utili di un'azione, utilizzando la formula di Graham del prezzo attuale diviso per gli utili medi degli ultimi tre anni.<sup>3</sup> All'inizio del 2003, quanti titoli nell'indice Standard & Poor's 500 erano valutati a non più di 15 volte i loro guadagni medi dal 2000 al 2002? Secondo Morgan Stanley, un totale generoso di 185 aziende ha superato il test di Graham.

Rapporto prezzo/libro moderato. Graham raccomanda un "rapporto prezzo/attività" (o rapporto prezzo/valore contabile) non superiore a 1,5. Negli ultimi anni, una quota crescente del valore delle aziende è provenuta da beni immateriali come franchising, marchi, brevetti e marchi. Poiché questi fattori (insieme all'avviamento derivante dalle acquisizioni) sono esclusi dalla definizione standard di valore contabile, la maggior parte delle società oggi ha un prezzo più elevato rispetto ai tempi di Graham. Secondo Morgan Stanley, 123 delle società dell'S & P 500 (o una su quattro) hanno un prezzo inferiore a 1,5 volte il valore contabile.

---

<sup>2</sup> David Dreman, "Le bolle e il ruolo delle previsioni degli analisti", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, n. 1 (2002), pp. 4–14.

<sup>3</sup> È possibile calcolare questo rapporto a mano dai rapporti annuali di un'azienda o ottenere i dati su siti Web come [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com) o <http://finance.yahoo.com>.

Complessivamente, 273 società (o il 55% dell'indice) hanno un rapporto prezzo / libro inferiore a 2,5.

Che dire del suggerimento di Graham di moltiplicare il rapporto P/E per il rapporto prezzo-prestazione e vedere se il numero risultante è inferiore a 22,5? Sulla base dei dati di Morgan Stanley, almeno 142 titoli dell'S & P 500 potrebbero superare tale test all'inizio del 2003, tra cui Dana Corp., Electronic Data Systems, Sun Microsystems e Washington Mutual. Quindi il "moltiplicatore misto" di Graham funziona ancora come schermata iniziale per identificare le azioni a prezzi ragionevoli.

## DILIGENZA DOVUTA

Non importa quanto sia difensivo un investitore, nel senso che Graham desidera ridurre al minimo il lavoro che dedichi alla selezione dei titoli, ci sono un paio di passaggi che non puoi permetterti di saltare: fai i compiti.

Attraverso il database EDGAR su [www.sec.gov](http://www.sec.gov), ottieni l'accesso immediato ai rapporti annuali e trimestrali di un'azienda, insieme alla dichiarazione di delega che rivela la retribuzione, la proprietà e i potenziali conflitti di interesse dei manager. Leggi almeno cinque anni di valore.4

Dai un'occhiata al quartiere. Siti web come <http://quicktake.morningstar.com>, <http://finance.yahoo.com> e [www.quicken.com](http://www.quicken.com) possono facilmente dirti quale percentuale delle azioni di una società è di proprietà di istituzioni. Qualsiasi valore superiore al 60% suggerisce che un titolo è poco scoperto e probabilmente "sovraposseduto". (Quando le grandi istituzioni vendono, tendono a muoversi di pari passo, con risultati disastrosi per il titolo. Immagina tutti i Radio City Rockettes che cadono dal bordo anteriore del palco in una volta e ti viene l'idea.) Quei siti Web ti diranno anche chi sono i maggiori proprietari delle azioni. Se sono società di gestione del denaro che investono in uno stile simile al tuo, è un buon segno.

---

4 Per ulteriori informazioni su cosa cercare, vedere il commento ai capitoli 11, 12 e 19. Se non si è disposti a fare il minimo sforzo di leggere la delega e fare confronti di base della salute finanziaria su cinque anni di attività annuali rapporti, allora sei troppo sulla difensiva per acquistare singoli titoli. Esci dall'attività di selezione dei titoli e in un fondo indicizzato, a cui appartieni.

## CAPITOLO 15

### *Selezione di titoli per l'investitore intraprendente*

Nel capitolo precedente abbiamo trattato la selezione di azioni ordinarie in termini di ampi gruppi di titoli ammissibili, dai quali l'investitore difensivo è libero di stilare l'elenco che preferisce o il suo consulente, a condizione che sia realizzata un'adeguata diversificazione. La nostra enfasi nella selezione è stata principalmente sulle esclusioni, consigliando da un lato tutti i problemi di qualità riconoscibilmente scarsa e, dall'altro, i problemi di qualità più alta se il loro prezzo è così alto da comportare un rischio speculativo considerevole. In questo capitolo, rivolto all'investitore intraprendente, dobbiamo considerare le possibilità e i mezzi per effettuare selezioni *individuali* che potrebbero rivelarsi più redditizie di una media generale.

Quali sono le prospettive di farlo con successo? Saremmo meno che franchi, come dice l'eufemismo, se all'inizio non esprimessimo alcune gravi riserve su questo punto. A prima vista, il caso di una selezione riuscita appare ovvio. Per ottenere risultati medi, ad esempio equivalenti alle prestazioni del DJIA, non dovrebbero essere richieste abilità speciali di alcun tipo. Tutto ciò che serve è un portafoglio identico o simile a quei trenta temi importanti.

Sicuramente, quindi, dall'esercizio di un grado anche moderato di abilità - derivato dallo studio, dall'esperienza e dall'abilità innata - dovrebbe essere possibile ottenere risultati sostanzialmente migliori rispetto al DJIA.

Eppure ci sono prove considerevoli e impressionanti del fatto che questo è molto difficile da fare, anche se le qualifiche di coloro che lo provano sono delle più alte. L'evidenza sta nel record delle numerose società di investimento, o "fondi", che sono in funzione da molti anni. La maggior parte di questi fondi sono sufficientemente grandi per comandare i servizi dei migliori analisti finanziari o di sicurezza del settore, insieme a tutti gli altri componenti di un dipartimento di ricerca adeguato. Le loro spese di funzionamento, quando distribuite

sul loro ampio capitale, in media circa la metà dell'1% all'anno su di esso, o meno. Tali costi non sono di per sé trascurabili; ma quando vengono confrontati con il rendimento complessivo di circa il 15% annuo delle azioni ordinarie generalmente nel decennio 1951-1960, e anche con il rendimento del 6% nel 1961-1970, non si accumulano molto. Una piccola quantità di capacità selettiva superiore avrebbe dovuto facilmente superare quell'handicap di spesa e portare un risultato netto superiore per gli azionisti del fondo.

Nel complesso, tuttavia, i fondi di azioni ordinarie non sono riusciti per un lungo arco di anni a guadagnare un rendimento altrettanto buono come mostrato dalle medie di 500 titoli di Standard & Poor's o dal mercato nel suo insieme. Questa conclusione è stata corroborata da diversi studi esaurienti. Per citare l'ultimo prima di noi, che copre il periodo 1960-1968:\*

Da questi risultati risulta che i portafogli casuali di azioni della Borsa di New York con lo stesso investimento in ciascuna azione hanno ottenuto risultati in media migliori nel periodo rispetto ai fondi comuni di investimento nella stessa classe di rischio. Le differenze erano abbastanza sostanziali per i portafogli a basso e medio rischio (3,7% e 2,5% rispettivamente all'anno), ma piuttosto piccole per i portafogli ad alto rischio (0,2% annuo).<sup>1</sup>

Come abbiamo sottolineato nel capitolo 9, questi dati comparativi non inficiano in alcun modo l'utilità dei fondi di investimento come istituto finanziario. Perché mettono a disposizione di tutti i membri del

---

\* La ricerca di Friend-Blume-Crockett ha riguardato il gennaio 1960, fino al giugno 1968, e ha confrontato la performance di oltre 100 importanti fondi comuni di investimento con i rendimenti dei portafogli costruiti in modo casuale da più di 500 dei più grandi titoli quotati al NYSE. I fondi dello studio Friend-Blume-Crockett hanno ottenuto risultati migliori dal 1965 al 1968 rispetto alla prima metà del periodo di misurazione, proprio come ha riscontrato Graham nella sua stessa ricerca (vedi sopra, pp. 158 e 229-232). Ma quel miglioramento non è durato. E la spinta di questi studi - che i fondi comuni di investimento, in media, sottoperformano il mercato di un margine all'incirca uguale alle loro spese operative e costi di negoziazione - è stata riconfermata così tante volte che chiunque ne dubiti dovrebbe fondare un capitolo finanziario di The Flat Earth Società.



pubblico investitore la possibilità di ottenere risultati approssimativamente medi sui propri impegni per azioni. Per una serie di ragioni, la maggior parte dei membri del pubblico che investono i propri soldi in azioni ordinarie di propria scelta non riescono a fare altrettanto. Ma per l'osservatore obiettivo l'incapacità dei fondi di migliorare la performance di una media ampia è un'indicazione abbastanza conclusiva del fatto che un tale risultato, invece di essere facile, è in realtà estremamente difficile.

Perché dovrebbe essere così? Possiamo pensare a due diverse spiegazioni, ognuna delle quali può essere parzialmente applicabile. Il primo è la possibilità che il mercato azionario rifletta effettivamente nei prezzi correnti non solo tutti i fatti importanti sulla performance passata e attuale delle società, ma anche qualunque aspettativa si possa ragionevolmente formare sul loro futuro. Se è così, allora i diversi movimenti di mercato che si susseguono - e spesso sono estremi - devono essere il risultato di nuovi sviluppi e probabilità che non possono essere previsti in modo attendibile. Ciò renderebbe i movimenti dei prezzi essenzialmente fortuiti e casuali. Nella misura in cui quanto sopra è vero, il lavoro dell'analista della sicurezza, per quanto intelligente e completo, deve essere in gran parte inefficace, perché in sostanza sta cercando di prevedere l'imprevedibile.

La stessa moltiplicazione del numero degli analisti di sicurezza può aver giocato un ruolo importante nel portare a questo risultato. Con centinaia, persino migliaia, di esperti che studiano i fattori di valore alla base di un'importante azione ordinaria, sarebbe naturale aspettarsi che il suo prezzo attuale rifletta abbastanza bene il consenso dell'opinione informata sul suo valore. Coloro che lo preferirebbero ad altre questioni lo farebbero per ragioni di parzialità personale o di ottimismo che potrebbero essere altrettanto giuste che sbagliate.

Abbiamo spesso pensato all'analogia tra il lavoro della schiera di analisti della sicurezza a Wall Street e le prestazioni dei giocatori di bridge master in un torneo di bridge duplicato. Il primo prova a scegliere i titoli "con maggiori probabilità di successo"; quest'ultimo per ottenere il punteggio più alto per ogni mano giocata. Solo pochi limitati possono raggiungere entrambi gli obiettivi. Nella misura in cui tutti i giocatori di bridge hanno all'incirca lo stesso livello di esperienza, è probabile che i vincitori siano determinati da "pause" di vario tipo piuttosto che da abilità superiori. A Wall Street il processo di livellamento è aiutato dalla massoneria che esiste nella professione, in base alla quale idee e scoperte sono condivise abbastanza liberamente nei numerosi incontri di vario genere.

È quasi come se, all'analogo torneo di bridge, i vari esperti si guardassero alle spalle e discutessero ogni mano mentre veniva giocata.

La seconda possibilità è di tutt'altra natura. Forse molti degli analisti di sicurezza sono ostacolati da un difetto nel loro approccio di base al problema della selezione dei titoli. Cercano le industrie con le migliori prospettive di crescita e le aziende di questi settori con la migliore gestione e altri vantaggi. L'implicazione è che acquisteranno in tali settori e società a qualsiasi prezzo, per quanto elevato, ed eviteranno industrie e società meno promettenti, indipendentemente dal prezzo delle loro azioni. Questa sarebbe l'unica procedura corretta se i guadagni delle buone compagnie fossero sicuri di crescere a un ritmo rapido indefinitamente in futuro, perché allora in teoria il loro valore sarebbe infinito. E se le società meno promettenti fossero destinate all'estinzione, senza alcun salvataggio, gli analisti avrebbero ragione a considerarle poco attraenti ad ogni costo.

La verità sulle nostre iniziative aziendali è completamente diversa. Pochissime aziende sono state in grado di mostrare un alto tasso di crescita ininterrotta per lunghi periodi di tempo. Notevolmente poche, inoltre, delle aziende più grandi subiscono l'estinzione definitiva. Per la maggior parte, la loro storia è fatta di vicissitudini, di alti e bassi, di cambiamenti nella loro posizione relativa. In alcuni si sono ripetute su base quasi ciclica le variazioni "dagli stracci alle ricchezze e ritorno" - l'espressione era un tempo standard applicata all'industria siderurgica - per altri sono stati identificati cambiamenti spettacolari con deterioramento o miglioramento della gestione.\* In che modo la precedente richiesta si applica all'investitore intraprendente che desidera effettuare selezioni individuali che producano risultati superiori? Suggestisce prima di tutto che sta assumendo a

---

\* Come discusso nel commento al Capitolo 9, ci sono molti altri motivi per cui i fondi comuni di investimento non sono stati in grado di sovraperformare la media del mercato, inclusi i bassi rendimenti sui saldi di cassa dei fondi e gli alti costi di ricerca e negoziazione di azioni. Inoltre, un fondo che detiene 120 società (un numero tipico) può seguire l'indice azionario S&P 500 se una delle altre 380 società in quel benchmark risulta essere una grande performance. Meno azioni possiede un fondo, più è probabile che manchi "la prossima Microsoft".

incarico difficile e forse impraticabile. Lettori di questo libro, per quanto intelligente e conoscitore, difficilmente poteva aspettarsi fare un lavoro migliore nella selezione del portafoglio rispetto ai migliori analisti del nazione. Ma se è vero che un segmento abbastanza ampio del mercato azionario è spesso discriminato o del tutto trascurato nelle selezioni analitiche standard, allora l'investitore intelligente potrebbe trovarsi in una situazione di posizione per trarre profitto dalle sottovalutazioni che ne derivano.

Ma per farlo deve seguire metodi specifici che non sono generalmente accettati a Wall Street, poiché quelli così accettati non lo sono. Esso sembrano produrre i risultati che tutti vorrebbero ottenere. Esso sarebbe piuttosto strano se, con tutti i cervelli al lavoro alleati professionisti nel mercato azionario, potessero esserci approcci che sono entrambi sano e relativamente impopolare. Eppure la nostra carriera e reputazione sono state basate su questo fatto improbabile.\*

## Un riassunto dei metodi Graham-Newman

Per dare concretezza a quest'ultima affermazione, vale la pena di fare un breve resoconto delle tipologie di operazioni che abbiamo intrapreso durante i trent'anni di vita della Graham-Newman Corporation, tra il 1926 e il 1956.† Questi sono stati classificati nei nostri archivi come segue:

*Arbitraggi:* L'acquisto di un titolo e la contestuale vendita

---

\* In questa sezione, come fece anche alle pp. 363–364, Graham riassume il Ipotesi di mercato efficiente. Recenti apparizioni contrarie, il problema con il mercato azionario oggi non è che lo siano tanti analisti finanziari idioti, ma piuttosto che così tanti di loro sono così intelligenti. Come sempre più le persone intelligenti cercano sul mercato occasioni, proprio quell'atto di ricerca rende questi affari più rari e, in un paradosso crudele, fa sembrare gli analisti come se non avessero l'intelligenza per giustificare la ricerca. La valutazione di mercato di un determinato titolo è il risultato di un'operazione vasta, continua e in tempo reale di intelligenza collettiva. Il più delle volte, per la maggior parte dei titoli, l'intelligenza collettiva ottiene la valutazione approssimativamente corretta. Solo raramente quello di Graham "Sig. Mercato" (vedi Capitolo 8) manda i prezzi fuori di testa.

† Graham lanciò la Graham-Newman Corp. nel gennaio 1936 e si sciolse it quando si ritirò dalla gestione attiva del denaro nel 1956; è stato il successore di una partnership chiamata Benjamin Graham Joint Account, che corse dal gennaio 1926 al dicembre 1935.

di uno o più altri titoli in cui doveva essere scambiato nell'ambito di un piano di riorganizzazione, fusione o simili.

*Liquidazioni:* acquisto di azioni che ne avrebbero ricevuto una o più pagamenti in contanti in liquidazione del patrimonio aziendale.

Le operazioni di queste due classi sono state selezionate sulla base di (a) un rendimento annuo calcolato del 20% o più, e (b) il nostro giudizio secondo cui le possibilità di un esito positivo erano almeno quattro su cinque.

*Coperture correlate:* l'acquisto di obbligazioni convertibili o azioni privilegiate convertibili e la vendita simultanea delle azioni ordinarie in cui erano scambiabili. La posizione è stata stabilita quasi su una base di parità, cioè con una piccola perdita massima se l'emissione senior dovesse essere effettivamente convertita e l'operazione chiusa in quel modo. Ma si realizzerebbe un profitto se le azioni ordinarie scendessero considerevolmente più dell'emissione senior e la posizione si chiudesse sul mercato.

*Emissioni di attività correnti nette (o "affare"):* l'idea qui era quella di acquisire il maggior numero possibile di emissioni a un costo per ciascuna inferiore al loro valore contabile in termini di sole attività correnti nette, ovvero senza dare valore al conto dell'impianto e ad altri beni. I nostri acquisti sono stati generalmente effettuati a due terzi o meno di tale valore patrimoniale ridotto. Nella maggior parte degli anni abbiamo portato qui un'ampia diversificazione: almeno 100 problemi diversi.

Dovremmo aggiungere che di tanto in tanto abbiamo avuto alcune acquisizioni su larga scala del tipo di controllo, ma queste non sono rilevanti per la presente discussione.

Abbiamo tenuto traccia dei risultati mostrati da ciascuna classe di operazioni. In conseguenza di questi follow-up abbiamo interrotto due campi più ampi, che non hanno mostrato risultati complessivi soddisfacenti. Il primo è stato l'acquisto di emissioni apparentemente interessanti, sulla base della nostra analisi generale, che non erano ottenibili a un valore inferiore al solo capitale circolante. Le seconde erano operazioni di copertura "non correlate", in cui il titolo acquistato non era scambiabile con azioni ordinarie vendute. (Tali operazioni corrispondono grosso modo a quelle recentemente avviate dal nuovo gruppo di "hedge funds" nel campo delle società di investimento.\* In

---

\* Una copertura "non correlata" implica l'acquisto di un'azione o un'obbligazione emessa da una società e la vendita allo scoperto (o la scommessa su un calo) di un titolo emesso da una

in entrambi i casi uno studio dei risultati da noi realizzati nell'arco di dieci anni anni o più ci hanno portato a concludere che i profitti non erano sufficientemente affidabili e le operazioni non sufficientemente "mal di testa prova"—per giustificare la nostra continuazione.

Quindi dal 1939 in poi le nostre operazioni si limitarono a situazioni di "auto liquidazione", relative coperture, contrattazioni di capitale circolante, e alcune operazioni di controllo. Ognuna di queste classi ci ha dato abbastanza risultati costantemente soddisfacenti da allora in poi, con la particolarità che le relative coperture hanno generato buoni profitti sui mercati ribassisti quando le nostre "emissioni sottovalutate" non stavano andando così bene.

Esitiamo a prescrivere la nostra dieta per un gran numero di investitori intelligenti. Ovviamente, le tecniche professionali noi hanno seguito non sono adatti per l'investitore difensivo, che da la definizione è un dilettante. Per quanto riguarda l'investitore aggressivo, forse solo una piccola minoranza di loro avrebbe il tipo di temperamento necessario limitarsi così severamente solo a un numero relativamente piccolo parte del mondo dei titoli. I praticanti più attivi preferirebbe avventurarsi in canali più ampi. La loro caccia naturale i motivi sarebbero l'intero campo dei titoli che sentivano (a) non sono stati certamente sopravvalutati da misure conservative, e (b) sembrava decisamente più attraente, a causa delle loro prospettive o record passato, o entrambi, rispetto alla media delle azioni ordinarie. In tale scelte farebbero bene ad applicare vari test di qualità e prezzo-ragionevolezza sulla falsariga che abbiamo proposto per il investitore difensivo. Ma dovrebbero essere meno rigidi, permettendo a notevole vantaggio in un fattore per compensare un piccolo segno nero altro. Ad esempio, potrebbe non escludere un'azienda che l'avesse fatto ha mostrato un disavanzo in un anno come il 1970, se grandi guadagni medi e altri attributi importanti facevano sembrare il titolo a buon mercato. L'investitore intraprendente può limitare la sua scelta ai settori e alle società su cui ha una visione ottimistica, ma noi consigliamo fortemente contro il pagamento di un prezzo elevato per un'azione (in relazione al guadagno

---

ferente compagnia. Una copertura "correlata" comporta l'acquisto e la vendita diversi azioni o obbligazioni emesse dalla stessa società. Il "nuovo gruppo" di siepe i fondi descritti da Graham erano ampiamente disponibili intorno al 1968, ma in seguito regolamento della US Securities and Exchange Commission ha limitato l'accesso agli hedge fund per il pubblico in generale.

risorse e beni) a causa di tale entusiasmo. Se seguisse la nostra filosofia in questo campo sarebbe più probabilmente acquirente di importanti imprese cicliche - come forse le azioni siderurgiche - quando la situazione attuale è sfavorevole, le prospettive a breve termine sono scarse e il prezzo basso riflette pienamente l'attuale pessimismo .\*

## Società secondarie

Successivamente, per l'esame e l'eventuale selezione, arriverebbero aziende secondarie che stanno facendo una buona figura, hanno un passato soddisfacente, ma sembrano non avere alcun fascino per il pubblico. Queste sarebbero imprese dell'ordine di eltra ed Emhart ai loro prezzi di chiusura del 1970. (Vedere il capitolo 13 sopra.) Esistono vari modi per individuare tali società. Vorremmo provare un nuovo approccio qui e fornire un'esposizione ragionevolmente dettagliata di uno di questi esercizi di selezione dei titoli. Il nostro è un duplice scopo. Molti dei nostri lettori potrebbero trovare un sostanziale valore pratico nel metodo che seguiremo, o potrebbe suggerire metodi comparabili da provare. Oltre a ciò, ciò che faremo potrebbe aiutarli a fare i conti con il mondo reale delle azioni ordinarie e introdurli in uno dei piccoli volumi più affascinanti e preziosi esistenti. Si tratta della *Guida alle azioni* di Standard & Poor's , pubblicata mensilmente e resa disponibile al pubblico in abbonamento annuale. Inoltre molte società di intermediazione distribuiscono la *Guida* ai propri clienti (su richiesta).

La maggior parte della *Guida* è dedicata a circa 230 pagine di informazioni statistiche condensate sui titoli di oltre 4.500 società. Questi includono tutti i problemi elencati nelle varie borse, diciamo 3.000, più circa 1.500 problemi non quotati. La maggior parte degli elementi necessari per un primo e anche un secondo sguardo a una determinata azienda appare in questo compendio. (Dal nostro punto di vista, l'importante dato mancante è il valore patrimoniale netto, o valore contabile, per azione, che può essere trovato nei volumi più grandi di Standard & Poor's e altrove.)

---

\* Nel 2003, un investitore intelligente seguendo il filo di pensiero di Graham sarebbe alla ricerca di opportunità nei settori della tecnologia, delle telecomunicazioni e dei servizi elettrici. La storia ha dimostrato che i perdenti di ieri sono spesso i vincitori di domani.

L'investitore a cui piace giocare con le figure aziendali si ritroverà in trifoglio con la *Stock Guide*. Può aprire a chiunque pagina e vedere davanti ai suoi occhi un panorama condensato degli splendori e delle miserie del mercato azionario, con massimi e minimi storici prezzi che risalgono al 1936, quando disponibili. Troverà società che hanno moltiplicato il loro prezzo 2.000 volte dal minimo minimo al massimo maestoso. (Per la prestigiosa IBM la crescita è stata "solo" 333 volte in quel periodo.) Troverà (non così eccezionalmente) una società le cui azioni sono anticipate da 3 8 a 68, e poi ricaduto a 3.2 Nella colonna del record del dividendo ne troverà uno che risale al 1791, pagato dalla Industrial National Bank of Rhode Island (che recentemente ha ritenuto opportuno cambiare il suo antico nome aziendale).<sup>\*</sup> Se guarda alla *Guida* di fine anno 1969 leggerà che Penn Central Co. (come successore della Pennsylvania Railroad) ha pagato dividendi costantemente dal 1848; ahimè!, era condannato al fallimento a pochi mesi dopo. Troverà un'azienda che vende solo 2 volte la sua ultimi guadagni riportati e un altro che vende a 99 volte tali guadagni.<sup>3</sup> Nella maggior parte dei casi troverà difficile distinguere la linea di attività dalla ragione sociale; per un US Steel ce ne saranno tre chiamato cose come ITI Corp. (roba da forno) o Santa Fe Industries (principalmente la grande ferrovia). Può banchettare con una straordinaria varietà di storie di prezzi, di dividendi e di utili, finanziari posizioni, configurazioni di capitalizzazione e quant'altro. Tendente all'indietro conservatorismo, società insignificanti e insignificanti, il massimo combinazioni peculiari di "affari principali", tutti i tipi di muro Gadget e widget di strada: sono tutti lì, in attesa di essere sfogliato o studiato con un obiettivo serio.

Le *Guide* forniscono in colonne separate gli attuali dividend yield e rapporto prezzo/utili, sulla base degli ultimi 12 mesi, ove applicabile. È proprio quest'ultimo elemento che ci mette sulle tracce del ns esercizio di selezione di azioni ordinarie.

---

<sup>\*</sup> La società successore di Industrial National Bank of Rhode Island è FleetBoston Financial Corp. Uno dei suoi antenati aziendali, la Provvidenza Banca, è stata fondata nel 1791.

## Una scrematura della guida alle scorte

Supponiamo di cercare una semplice indicazione *prima facie* che un'azione è a buon mercato. Il primo indizio di questo tipo che viene in mente è un prezzo basso rispetto ai recenti guadagni. Facciamo un elenco preliminare delle azioni vendute a un multiplo di nove o meno alla fine del 1970. Tale dato è convenientemente fornito nell'ultima colonna delle pagine pari. Per un campione illustrativo prenderemo i primi 20 titoli con moltiplicatore così basso; iniziano con la sesta emissione quotata, Aberdeen Mfg. Co., che ha chiuso l'anno a 101 4, ovvero 9 volte il suo guadagno dichiarato di \$ 1,25 per azione per i 12 mesi terminati nel settembre 1970. Il ventesimo di questi numeri è American Maize Products, che ha chiuso a 91 2, anche con un moltiplicatore di 9.

Il gruppo potrebbe essere sembrato mediocre, con 10 numeri venduti a meno di \$ 10 per azione. (Questo fatto non è veramente importante; probabilmente, non necessariamente, metterebbe in guardia gli investitori difensivi contro un elenco del genere, ma l'inferenza per gli investitori intraprendenti potrebbe essere favorevole nel complesso.)\* Prima di fare un ulteriore esame, calcoliamo alcuni numeri. Il nostro elenco rappresenta circa uno su dieci dei primi 200 numeri esaminati. Su tale base, la *Guida* dovrebbe produrre, ad esempio, 450 emissioni vendute a moltiplicatori inferiori a 10. Ciò costituirebbe un buon numero di candidati per un'ulteriore selettività.

Applichiamo quindi al nostro elenco alcuni criteri aggiuntivi, piuttosto simili a quelli che abbiamo suggerito per l'investitore difensivo, ma non così severi. Suggeriamo quanto segue:

1. Condizione finanziaria: (a) attività correnti almeno 11 2 volte le passività correnti e (b) indebitamento non superiore al 110% delle attività correnti nette (per le imprese industriali).

---

\* Per l'investitore di oggi, è più probabile che il cutoff sia di circa \$ 1 per azione, il livello al di sotto del quale molte azioni vengono "cancellate" o dichiarate non idonee alla negoziazione nelle principali borse valori. Il solo monitoraggio dei prezzi delle azioni di queste società può richiedere uno sforzo considerevole, rendendole impraticabili per gli investitori difensivi. I costi del trading di azioni a basso prezzo possono essere molto alti. Infine, le società con prezzi azionari molto bassi hanno una dolorosa tendenza a cessare l'attività. Tuttavia, un portafoglio diversificato di dozzine di queste società in difficoltà può ancora attrarre alcuni investitori intraprendenti oggi.



2. Stabilità degli utili: nessun deficit coperto negli ultimi cinque anni  
la *guida alle scorte*.
3. Record di dividendi: alcuni dividendi correnti.
4. Crescita degli utili: guadagni dell'anno scorso superiori a quelli del 1966.
5. Prezzo: meno del 120% delle attività materiali nette.

I dati sugli utili nella *Guida* erano generalmente per quelli che terminavano il 30 settembre 1970 e quindi non includono quello che potrebbe essere un brutto trimestre alla fine di quell'anno. Ma un investitore intelligente non può chiedere la luna, almeno non per cominciare. Si noti inoltre che non fissiamo limiti inferiori alle dimensioni dell'impresa. Le piccole aziende possono permettersi una sicurezza sufficiente se acquistate con attenzione e su base di gruppo.

Dopo aver applicato i cinque criteri aggiuntivi, la nostra lista di 20 candidati si riduce a soli cinque. Continuiamo la nostra ricerca finché i primi 450 numeri della *Guida* non ci hanno prodotto un piccolo "portafoglio" di 15 titoli che soddisfano i nostri sei requisiti. (Sono illustrati nella Tabella 15-1, insieme ad alcuni dati rilevanti.) Il gruppo, ovviamente, è presentato solo a scopo illustrativo e non sarebbe stato necessariamente scelto dal nostro investitore che ha chiesto informazioni.

Il fatto è che l'utente del nostro metodo avrebbe avuto una scelta molto più ampia. Se il nostro approccio di vagliatura fosse stato applicato a tutte le 4.500 società nella *Guida azionaria* e se il rapporto per il primo decimo fosse rimasto buono, ci ritroveremmo con circa 150 società che soddisfano tutti e sei i nostri criteri di selezione. L'investitore intraprendente sarebbe quindi in grado di seguire il suo giudizio - o le sue parzialità e pregiudizi - nel fare una terza selezione, diciamo, di uno su cinque in questo ampio elenco.

Il materiale della *Guida azionaria* include "Guadagni e classifiche dei dividendi", che si basano sulla stabilità e sulla crescita di questi fattori negli ultimi otto anni. (Quindi l'attrattiva del prezzo non entra qui.) Includiamo le classifiche S&P nella nostra Tabella 15-1. Dieci delle 15 emissioni sono classificate B+ (= media) e ad una (American Maize) viene assegnato il rating "alto" di A. Se il nostro intraprendente investitore volesse aggiungere alla sua scelta un settimo criterio meccanico, considerando solo le emissioni classificate per Standard & Poor's come nella media o migliore in termini di qualità, potrebbe ancora avere circa 100 problemi di questo tipo tra cui scegliere.

Si potrebbe dire che un gruppo di emissioni, almeno di qualità media, rispondenti anche a criteri di condizione finanziaria, acquistabili con un basso moltiplicatore degli utili correnti e al di sotto del valore patrimoniale, dovrebbero offrire buone prospettive di risultati d'investimento soddisfacenti.