



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**VALUE INVESTING E CREAZIONE DI  
VALORE AZIENDALE**

**VALUE INVESTING AND CORPORATE  
VALUE CREATION**

Relatore:  
Prof. Oscar Domenichelli

Rapporto Finale di:  
Alessandro Merlini

Anno Accademico 2022/2023



# Indice

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	
PRINCIPI DEL VALUE INVESTING	5
<b>1.1 Origini ed evoluzione</b> .....	<b>5</b>
1.1.1 Value Investing tradizionale.....	5
1.1.2 Modern Value Investing.....	8
<b>1.2 Analisi fondamentale</b> .....	<b>11</b>
1.2.1 Analisi di bilancio .....	12
1.2.2 Analisi strategico-competitiva .....	13
<b>1.3 Rischio nel Value Investing</b> .....	<b>15</b>
<b>1.4 Margin of Safety</b> .....	<b>18</b>
CAPITOLO 2	
MERCATI FINANZIARI E OPPORTUNITÀ PER LE IMPRESE	20
<b>2.1 Casi e ragioni dell'inefficienza del mercato</b> .....	<b>20</b>
<b>2.2 Politiche di distribuzione e Value Investing</b> .....	<b>23</b>
2.2.1 Esempio Berkshire Hathaway .....	25
<b>2.3 Obiettivi ESG e impatto nella valutazione</b> .....	<b>26</b>
2.3.1 Vantaggi nelle fonti di finanziamento.....	27
2.3.2 Vantaggi nella determinazione del vantaggio competitivo .....	29
<b>2.4 Caso Pandora A/S</b> .....	<b>31</b>

CONCLUSIONI	38
BIBLIOGRAFIA	40
SITOGRAFIA	42

## Introduzione

Attraverso questo elaborato si vogliono esplorare i principali aspetti che caratterizzano la creazione di valore aziendale, sia dal punto di vista degli azionisti, sia da quello delle altre categorie di stakeholders, attraverso un'analisi dei criteri ESG. Per fare ciò, si utilizzerà una delle filosofie di investimento più conosciute, il Value Investing.

Obiettivo ultimo del Value Investing è infatti la ricerca del “valore intrinseco” dell'azienda che si sta analizzando, attraverso un'accurata analisi del modello di business, della capacità di creare reddito, della qualità del management e dell'eventuale vantaggio competitivo. Questa strategia di investimento è stata resa estremamente popolare dal leggendario investitore Warren Buffet, Presidente e CEO della Berkshire Hathaway<sup>1</sup>. Non si può investire senza poter essere in grado di dare una stima del valore di ciò che si sta comprando, il “value investor” tende quindi ad eliminare comportamenti speculativi orientati al brevissimo termine, concentrandosi sullo studio dell'azienda in cui sta investendo e sulla capacità di questa di restituirgli i rendimenti che si aspetta.

Nel Capitolo 1 si ripercorrerà brevemente la storia del Value Investing, dalla “versione originaria” di Benjamin Graham, alla sua versione più moderna grazie all'intervento di Warren Buffet e Charlie Munger. La trattazione proseguirà approfondendo i principi cardine di questa strategia, ponendo l'attenzione sugli aspetti della gestione aziendale a cui il “value investor” dà maggiore importanza.

---

<sup>1</sup> SEC, Berkshire Hathaway Inc., Board of Directors, 2022, disponibile su

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1067983/000119312522073447/d208624ddef14a.htm>

Per concludere il capitolo, si analizzeranno il concetto di rischio, diverso da quello comunemente utilizzato in finanza e, le modalità per proteggersi da esso.

Nel Capitolo 2, si analizzeranno i motivi per cui a volte il prezzo delle azioni di un'azienda quotata potrebbero non riflettere il loro reale valore, facendo anche esempi di periodi storici dove la differenza tra prezzo e valore è stata rilevante, a causa dell'eccessivo ottimismo o pessimismo degli investitori. Nella parte seguente del capitolo, abbandoneremo il punto di vista dell'investitore esterno per adottare quello interno dell'azienda, spiegando i motivi per cui i principi del value investing possano essere utili anche nel determinare le politiche di distribuzione e come, il perseguimento di obiettivi ESG possa determinare vantaggi per l'azienda. Per concludere, applicherò i criteri analizzati precedentemente nell'analisi di Pandora A/S.

L'obiettivo ultimo di questa tesi è quindi approfondire questa filosofia di investimento, spesso trattata con superficialità da molti investitori e dai media, e di mostrare come attraverso l'analisi fondamentale e un orizzonte temporale di lungo termine, si possano ottenere ottimi risultati e gestire meglio le fluttuazioni dei mercati finanziari, sia per quanto riguarda l'investitore esterno che il management aziendale.

# CAPITOLO 1

## Principi del Value Investing

### 1.1 Origini ed evoluzione

È difficile definire una data di nascita precisa del value investing, lo stesso nome è stato coniato solo diversi anni dopo, per identificare più facilmente i principi di questa filosofia di investimento, lasciando spazio anche ad errori di interpretazione.

Si possono però identificare due testi fondamentali che hanno posto le fondamenta del value investing. Il primo di questi è “*Security analysis*” di Benjamin Graham e David Dodd, pubblicato nella sua prima edizione nel 1934; il secondo, sul quale ci concentreremo maggiormente, è “*The Intelligent Investor*”<sup>2</sup> scritto dallo stesso Graham e pubblicato nel 1949.

Prima di iniziare a trattare delle strategie descritte in questi libri è opportuno fornire una breve descrizione di Benjamin Graham. Nato nel 1894 e laureatosi alla Columbia University nel 1914, Graham iniziò la sua carriera a Wall Street, facendosi riconoscere per le sue abilità e per la profondità delle sue analisi. Arrivò a gestire una investment partnership, la Graham-Newman Corp. È stato anche professore alla Columbia, dove ha formato anche lo stesso Warren Buffett<sup>3</sup>.

#### 1.1.1 Value Investing tradizionale

Il punto di partenza è la distinzione tra il comportamento delle azioni di una società nei mercati finanziari, e la società stessa. Per quanto ogni azione

---

<sup>2</sup> Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*, Harper USA, 2005.

<sup>3</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Benjamin\\_Graham](https://en.wikipedia.org/wiki/Benjamin_Graham)

rappresenti una parte del capitale sociale di un'azienda, la facilità con cui questi titoli possono essere scambiati e la forte emotività del mercato nel breve periodo, porta molti operatori del mercato a comportarsi da speculatori, cercando di ottenere ritorni dalla compravendita delle azioni sfruttando le oscillazioni di breve periodo.

Benjamin Graham è stato tra i primi a descrivere questo comportamento irrazionale degli investitori, utilizzando la “*parabola*” di Mr. Market<sup>4</sup>, nel Capitolo 8 di *The Intelligent Investor*. Anche se concettualmente errato, è utile distinguere le azioni dalla società sottostante, per partire dal presupposto che le variazioni di prezzo di queste, non ci forniscono alcuna informazione rilevante sull'andamento effettivo dell'azienda. Il comportamento passato dei prezzi di un'azione non fornisce alcuna informazione utile sui ritorni futuri ottenibili. Dall'altro lato della medaglia però, è vero anche che nel lungo termine il mercato recupera di “razionalità” ed è in grado (escludendo le oscillazioni di breve periodo) di prezzare correttamente il valore delle azioni. Di conseguenza analizzare e valutare il valore intrinseco di un'azienda, permette di sfruttare i periodi in cui il mercato azionario valuta in modo errato alcune aziende, per poi trarre profitto nel momento in cui, col passare del tempo, il valore di mercato torna a combaciare con il valore intrinseco<sup>5</sup>.

La differenza principale tra quello che chiameremo “Value Investing tradizionale” e il “Modern Value Investing” è la definizione di valore intrinseco e, di conseguenza, le aziende target del value investor.

Nella strategia di Benjamin Graham per “valore intrinseco” si intende il *book value* o il *tangible book value*. Negli anni in cui operava, non esistevano ancora dei sistemi automatizzati per individuare e coprire le inefficienze di mercato, ed

---

<sup>4</sup>Benjamin Graham, *L'investitore intelligente*, HOEPLI, 2020, pp. 186-187

<sup>5</sup> Benjamin Graham, *L'investitore intelligente*, HOEPLI, 2020, pp. 186-187



anche la circolazione delle informazioni non era paragonabile a quella attuale. Questi fattori, uniti all'emozionalità degli investitori, facevano sì che in determinate situazioni la capitalizzazione di mercato di alcune aziende fosse inferiore rispetto al valore contabile del loro patrimonio netto. Solitamente, si trattava di aziende che si trovavano in situazioni di difficoltà, a volte anche sull'orlo del fallimento, questo portava molti investitori ad agire emotivamente, vendendo le azioni che possedevano facendo scendere i prezzi a livelli irragionevoli.

Queste tipologie di aziende sono state definite da Warren Buffett "cigar butts". Nella lettera agli azionisti della Berkshire Hathaway del 1989, Buffett descrive questa tipologia di investimento in questo modo:

*"If you buy a stock at a sufficiently low price, there will usually be some hiccup in the fortunes of the business that gives you a chance to unload at a decent profit, even though the long-term performance of the business may be terrible. I call this the 'cigar butt' approach to investing. A cigar butt found on the street that has only one puff left in it may not offer much of a smoke, but the 'bargain purchase' will make that puff all profit."*<sup>6</sup>

Le analisi di Graham si basavano quindi sulla valutazione scrupolosa dello stato patrimoniale dell'azienda obiettivo, rettificando i valori contabili delle poste di bilancio con il loro reale valore di liquidazione, e cercando di individuare eventuali "asset nascosti", il cui valore di mercato differiva sensibilmente da quello riportato nei libri contabili. Nel caso in cui il prezzo delle azioni fosse stato inferiore di un discreto margine (*margin of safety*) rispetto al valore intrinseco, Graham investiva in queste aziende ed attendeva che "l'emozionalità" del mercato si riducesse e che le azioni tornassero a riflettere il valore dell'azienda. Individuando in modo continuativo queste occasioni, acquistando azioni sottovalutate e

---

<sup>6</sup>Berkshire Hathaway Shareholders Letters, 1989, "*Mistakes of the First Twenty-five Years (A Condensed Version)*"; disponibile su <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html>

rivendendole al loro valore intrinseco, Graham realizzava quelli che potremmo definire dei veri e propri arbitraggi.

Altro aspetto che contraddistingue questa “prima versione” di value investing dalla evoluzione, si può trovare nell’orizzonte temporale dell’investitore. Come abbiamo già detto queste “cigar butts” erano molto spesso aziende in difficoltà, il cui futuro era molto incerto e non rappresentavano un’opportunità di investimento adatta ad essere detenuta per svariati anni. Il mercato poteva impiegare anche qualche anno per tornare a prezzare correttamente queste aziende, ma l’obiettivo dell’investitore era (idealmente) di uscirne il prima possibile e passare all’opportunità successiva. Data la bassa qualità dei loro business e il futuro incerto, aver continuato a detenerle per molto tempo avrebbe fatto lievitare i rischi corsi dall’investitore.

Questa strategia di investimento, nel corso del tempo è diventata sempre meno utilizzabile a causa della diminuzione di queste opportunità di “arbitraggio”. Il passo successivo per il value investing è stato quello di preferire la qualità del business in cui si investiva piuttosto che sull’economicità di questo. Grazie all’aiuto di Charlie Munger, lo stesso Warren Buffett ha iniziato a ritenere che: *“It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price.”*<sup>7</sup>.

### *1.1.2 Modern Value Investing*

Come afferma Benjamin Graham<sup>8</sup>, chi detiene azioni di società quotate può decidere di interpretare due ruoli diversi. In un caso la posizione dell’investitore è identica ad un’azionista di minoranza in un’azienda privata. Questo misura i

---

<sup>7</sup>Berkshire Hathaway Shareholders Letters, 1989, “*Mistakes of the First Twenty-five Years (A Condensed Version)*”; disponibile su <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html>

<sup>8</sup> Benjamin Graham, *L’investitore intelligente*, HOEPLI, 2020, pp. 179-180

risultati del suo investimento in base a quelli ottenuti dall'azienda di cui è azionista. Si preoccuperà quindi di studiare le prospettive di lungo termine della società, di valutare se gli utili e i dividendi distribuiti sono congrui con il rischio che sta correndo e se il management è in grado di investire le risorse aziendali con ritorni adeguati. Dall'altro lato, ogni giorno, questo investitore riceve quotazioni in tempo reale sul valore delle sue azioni e può vendere o comprarne altre con estrema facilità. In questo caso, indipendentemente dai risultati ottenuti dalla società, può verificare se sta ottenendo un profitto o meno, confrontando il prezzo a cui altri investitori sono disposti a scambiarsi le quote e il prezzo di acquisto da lui pagato.

Nel nostro caso, il value investor sceglie di seguire il primo esempio, decidendo di "interpretare il ruolo" di vero e proprio socio dell'azienda in cui ha investito. Questa attitudine è alla base del value investing, ma diventa centrale in quello che qui definiremo "Modern Value Investing".

Come ammesso più volte da Warren Buffett, grazie all'aiuto di Charlie Munger è riuscito ad andare oltre agli insegnamenti di Graham e a cambiare completamente focus. L'obiettivo non è più quello di sfruttare delle inefficienze di mercato per comprare aziende senza futuro a prezzi stracciati, ma è quello di cercare ed analizzare business eccezionali in cui poter investire e, se possibile, comprarli a prezzi ragionevoli. Di conseguenza l'orizzonte temporale si allunga, dato che, mentre per le aziende target di Graham il fattore tempo rappresentava un pericolo, per aziende con business model funzionanti, gestite da un buon management e con un vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza, il tempo è il più valido degli alleati.

La strategia di investimento non si basa più quindi sul selezionare opportunità in grado di dare profitti nel medio termine, ma realtà in cui è vantaggioso essere

azionisti di lungo termine, dove per “lungo termine” si intendono almeno dieci anni e, idealmente, per sempre<sup>9</sup>.

Oggetto dell’analisi del value investor non è più quindi solo lo stato patrimoniale e la determinazione del valore intrinseco utilizzando il book value. Per “valore intrinseco” in questo caso si intende la somma di tutti i flussi di cassa futuri che l’azienda sarà in grado di generare, attualizzati con un tasso di sconto opportuno.

Le valutazioni da compiere sono perciò molto più complesse rispetto ad una semplice riclassificazione dello stato patrimoniale. L’analista deve essere in grado di stimare i risultati futuri dell’azienda, per questo motivo, è necessario che ne comprenda a pieno il business model, cogliendone gli aspetti positivi e, ancora più importanti, i fattori di rischio.

Dato che le opportunità di comprare aziende ad un prezzo ragionevole che abbiano, un buon business model in grado di generare alti ritorni sul capitale investito (ROIC); un vantaggio competitivo tale da permettergli di fronteggiare la concorrenza; un ottimo management anch’esso orientato al lungo termine e che diano la possibilità all’investitore di avere un adeguato “margine di sicurezza” sono molto poche, chi adotta questa strategia di investimento tende a concentrare una buona parte del suo portafoglio in poche aziende che conosce molto bene.

Questo fa sì che l’attenzione che deve essere posta nell’analisi di un’azienda sia massima. Per citare ancora una volta Warren Buffett, è utile a questo punto conoscere le sue due regole negli investimenti: “*Rule n. 1: Never lose money; Rule n. 2: Never forget rule n. 1*”<sup>10</sup>. Per quanto possano sembrare ad una prima lettura regole banali, sono il punto di partenza per ogni decisione di investimento. La prima regola “Never lose money” esprime in poche parole l’importanza di

---

<sup>9</sup> Berkshire Hathaway Shareholders Letters, 1988, “*Marketable Securities*”; disponibile su <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>

<sup>10</sup> Warren Buffett, Omaha, Nebraska, 1985: <https://www.youtube.com/watch?v=rPFjmeoadlo>

concentrarsi sulla variabile più importante di ogni investimento, il rischio. Nei prossimi paragrafi si analizzeranno infatti le variabili che ci permetteranno di capire se un'azienda, agli occhi dell'investitore, è da ritenersi rischiosa o meno e quindi anche i fattori che il value investor considera rilevanti nella selezione delle aziende in cui investire.

## 1.2 Analisi fondamentale

Come detto nel paragrafo precedente, il “ruolo” che il value investor sceglie di interpretare è quello di socio dell'azienda in cui investe. Questo significa che oggetto principale della sua analisi è la società. Evitando di farsi distrarre da rumori di sottofondo generati dal mercato, come il comportamento dei prezzi e notizie riguardanti il mercato nel suo complesso, sceglie di concentrarsi solo su quei fatti che possono influenzare concretamente il valore delle aziende di cui è socio.

In questo paragrafo si tratterà quindi l'analisi dei fondamentali di un'azienda, quei fattori che, concretamente possono fornire informazioni utili sulla determinazione del suo valore intrinseco.

Come primo passo è da ritenersi indispensabile la capacità, da parte dell'investitore, di comprendere il modello di business dell'azienda sotto esame, e di conoscere il funzionamento del settore o mercato di riferimento. L'investitore intelligente non è infatti colui che conosce il funzionamento di tutti i settori o delle industrie esistenti, ma colui che sceglie di limitare la sua operatività a ciò che conosce realmente bene, quello che Buffett definirebbe il suo “*circle of competence*”<sup>11</sup>. Essere in grado di riconoscere i propri limiti è una delle qualità

---

<sup>11</sup> Berkshire Hathaway Shareholders Letters, 1996, “*Common Stock Investments*”, disponibile su <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1996.html>

necessarie per un value investor, questo permette di selezionare solo le opportunità che si possono valutare oggettivamente.

Per prima tratteremo la classica analisi di bilancio, volta a valutare la solidità finanziaria dell'azienda e la sua capacità di generare reddito e cassa. In un secondo momento ci concentreremo sull'analisi del contesto strategico e competitivo in cui l'azienda si trova ad operare, cercando di determinare se possiede elementi in grado di proteggerla dalla concorrenza. Visto che la determinazione del valore intrinseco si basa su una stima dei risultati futuri, questa analisi assume particolare rilevanza perché può validare o meno le nostre stime.

### *1.2.1 Analisi di bilancio*

L'analisi critica, di tutti e tre i documenti contabili che compongono il bilancio di una società è una parte fondamentale di ogni due diligence. L'attenzione dell'analista dovrà essere rivolta sia sul piano temporale, per essere in grado di giudicare lo storico della gestione aziendale, sia sul piano concorrenziale, per valutare se l'azienda sotto analisi ha ottenuto risultati in linea, superiori o inferiori alla concorrenza.

È da sottolineare che l'interesse primario del value investor è quello di ridurre il rischio di subire perdite durevoli di capitale. Volendo oltretutto essere un azionista di lungo termine, molta attenzione va posta sulla capacità dell'azienda di sopravvivere e continuare ad operare anche in quelle fasi del ciclo economico non particolarmente favorevoli.

Essendo l'obiettivo primario è quello di ridurre l'esposizione ai "disastri", si dovranno scartare tutte quelle aziende che presentano una situazione finanziaria non ottimale, ovvero, quelle che presentano un livello di indebitamento

particolarmente elevato e che potrebbero avere difficoltà nel pagamento dei loro oneri durante anni negativi o nell'eventualità di recessioni, il che porterebbe chiaramente al rischio di fallimento della società e alla perdita dell'intero capitale investito.

In modo analogo alla strategia di Graham, è opportuno procedere con una riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario, per essere in grado di valutare l'adeguatezza delle fonti di finanziamento.

In linea di massima il value investor orienterà la sua attenzione, principalmente verso quelle aziende che hanno dimostrato uno storico di profittabilità e che sono state in grado di ottenere ritorni sul capitale investito adeguati con il settore in cui opera. Investire in aziende non ancora profittevoli, e che basano il loro valore attuale esclusivamente su promesse future, fa aumentare notevolmente il rischio corso dell'investitore.

È necessario anche valutare la capacità dell'azienda di generare cassa, essenziale per finanziare gli investimenti, pagare gli oneri finanziari e in modo residuale pagare dividendi o riacquistare azioni proprie.

### *1.2.2 Analisi strategico-competitiva*

Per analisi strategico-competitiva si intende lo studio di tutto quello che non può essere riassunto nei documenti contabili ma che è fondamentale da conoscere per la determinazione del valore di una società. Si tratta di analizzare il mercato in cui opera l'azienda, confrontando le strategie adottate dal management con quelle dei concorrenti e le possibilità di crescita che l'azienda ha. Risulta essenziale anche perché non si può valutare in modo critico i risultati di un'azienda, senza confrontarli con quelli della concorrenza.

Nel paragrafo precedente ci siamo concentrati sull'analisi del passato, sui risultati già conseguiti dalla società, investendo in un'attività però noi "scommettiamo" sul suo futuro, su quello che potrebbe accadere, non su ciò che è già accaduto. Se durante le nostre ricerche troviamo un'azienda che ha ottenuto risultati al di sopra della media in passato, dobbiamo essere in grado di capire se sono stati frutto di una situazione favorevole di mercato, oppure se sono legati ad un vantaggio competitivo che l'azienda sfrutta contro la concorrenza. Solo se i risultati eccezionali sono dovuti ad un vantaggio competitivo forte e durevole, possiamo confidare sul fatto che l'azienda possa continuare a conseguire performance sopra la media.

Warren Buffett ritiene indispensabile la presenza di un "*economic moat*" per investire in un'azienda.

*"We think in terms of moats that are impossible to cross, and tell our managers to widen their moat every year, even if profits do not increase every year."*<sup>12</sup>

Di vantaggi competitivi ne esistono di vari tipi, alcuni più facili da identificare di altri, quello che ci interessa è accertarne la presenza e valutare se possono essere ritenuti durevoli o meno. Se consideriamo la suddivisione generica dei vantaggi competitivi fatta da Michael Porter, possiamo avere: leadership di costo, differenziazione e focalizzazione<sup>13</sup>. Se scendiamo più nel dettaglio, esistono molte più strategie per creare un "*economic moat*". All'interno della leadership di differenziazione possiamo trovare esempi di aziende che scelgono di creare un

---

<sup>12</sup> Berkshire Hathaway annual meeting, Omaha, NE, 1° Maggio 2000 disponibile su <https://www.youtube.com/watch?v=Roe4LnEv7Gg>

<sup>13</sup> Sergio Silvestrelli e Aldo Bellagamba, Fattori di competitività dell'impresa industriale, Giappichelli, 2017, p. 30



brand a cui far affezionare i clienti (come Apple o Coca-Cola) oppure, aziende che scelgono di avere un vantaggio dal punto di vista tecnologico (come Nvidia o Tesla).

È opportuno ripetere che non è sufficiente la sola presenza di un vantaggio competitivo, bisogna anche valutare se questo vantaggio è tale da poter rimanere e ingrandirsi nel tempo oppure è destinato ad assottigliarsi. Se riprendiamo i due esempi fatti precedentemente, perseguire un vantaggio tecnologico può restituire risultati eccezionali ma, data la velocità con cui l'innovazione scientifica e tecnologica procedono, è qualcosa di estremamente difficile da sostenere nel lungo termine. La storia è piena di esempi di aziende estremamente dominanti e all'avanguardia nei loro settori che successivamente sono andate incontro ad un lento declino a causa di nuovi concorrenti con tecnologie migliori (Xerox, IBM, Yahoo).

### **1.3 Rischio nel Value Investing**

Il concetto di rischio è centrale nel value investing, infatti prima ancora di selezionare aziende che possano ottenere risultati maggiori rispetto ai concorrenti, il value investor vuole ridurre la probabilità di incorrere in delle perdite di capitale irrecuperabili.

Il significato che comunemente diamo alla parola “rischio” è quella riportata dal dizionario Treccani<sup>14</sup>, ovvero, l'eventualità di subire un danno. In finanza e nella valutazione aziendale, con la parola rischio<sup>15</sup> si intende la probabilità che il rendimento effettivo di un investimento differisca da quello atteso, considerando

---

<sup>14</sup> <https://www.treccani.it/vocabolario/rischio/>

<sup>15</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, Maggioli Editore, 2014, pp. 29-30

allo stesso modo rischiosa sia l'eventualità che il rendimento sia inferiore a quello atteso, che quella in cui il rendimento ottenuto si riveli essere superiore alle nostre aspettative. Utilizzando quest'ultima definizione si utilizza come indicatore del rischio la volatilità dei rendimenti.

Nel *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*<sup>16</sup>, il rischio viene rappresentato dalla variabile *beta* ( $\beta$ ), quest'ultima è calcolata ponendo a numeratore la covarianza dei rendimenti del titolo con quelli di un indice di riferimento e al denominatore la varianza dei rendimenti dello stesso indice. Per determinare la varianza e la covarianza ci si basa sulla volatilità dei prezzi di mercato passati del titolo e dell'indice. Questo è il modo più semplice nonché quello più facile per calcolare la rischiosità di una singola azione, dato che abbiamo facilmente accesso allo storico dei prezzi dell'azione che ci interessa e dell'indice che utilizziamo come riferimento.

Alla luce dei principi di investimento che abbiamo analizzato precedentemente, emerge chiaramente l'incompatibilità tra questi e la definizione di rischio data sopra. Abbiamo infatti detto che nel value investing non si dà alcuna rilevanza al comportamento passato dei prezzi di un titolo, dato che questi non possono fornirci informazioni utili sul futuro dell'azienda. Inoltre, il CAPM si fonda sull'ipotesi che sia impossibile per gli investitori individuare titoli sotto o sopravvalutati.<sup>17</sup> Per quanto, infatti, la maggior parte dei titoli possa ritenersi correttamente valutata, in alcune situazioni e per motivi che vedremo meglio nel secondo capitolo, il prezzo di mercato di un'azione potrebbe differire dal suo reale valore.

---

<sup>16</sup> Aswath Damodaran, *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2014, pp. 34-35

<sup>17</sup> Aswath Damodaran, *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2014, pp. 29-30

Nel value investing la volatilità non viene considerata un elemento di rischio ma come l'opportunità che il mercato ci offre di comprare titoli al di sotto del loro valore o di venderli al di sopra di esso<sup>18</sup>. Se consideriamo poi che il value investor si vuole comportare come un azionista di lungo termine nelle società in cui investe, la volatilità giornaliera, mensile o addirittura annuale dei prezzi delle loro azioni perde di significato, dato che il suo orizzonte temporale è decisamente più lungo.

Il significato che la parola "rischio" assume in questo contesto è infatti la prima che abbiamo dato all'inizio del paragrafo, ovvero la probabilità di subire un danno. Dove per "danno" non si intende il semplice calo del prezzo delle azioni che abbiamo in portafoglio, ma l'eventualità di subire una perdita permanente di capitale, che si ha nel caso in cui il prezzo pagato per un'azione sia risultato maggiore al suo reale valore.

L'analisi del rischio di un investimento si articola quindi su due fronti, uno relativo ai fondamentali aziendali e l'altro relativo al prezzo. Per quanto riguarda il primo aspetto, l'attenzione del value investor si concentra su quelli che sono i "rischi operativi" relativi al business dell'azienda sotto analisi. Per poter effettuare delle stime il più possibile attendibili, è necessario individuare le minacce che l'azienda potrebbe dover affrontare, ad esempio un aumento della concorrenza che potrebbe condurre ad una riduzione dei margini e dei ritorni sul capitale, o una nuova tendenza di mercato che potrebbe danneggiare in modo irreparabile il business oppure, una catena di fornitura non particolarmente meritevole dal punto di vista dei criteri ESG.

L'altro lato della medaglia del rischio è rappresentato dal prezzo delle azioni della società. Più in particolare è da ritenersi rischioso investire in un'azienda che è

---

<sup>18</sup> Benjamin Graham, L'investitore intelligente, HOEPLI, 2020, p. 187

valutata al di sopra del suo valore intrinseco, al contrario, nel caso in cui le azioni dell'azienda venissero scambiate con un certo "sconto" rispetto al loro reale valore, ridurremo notevolmente il rischio di perdere capitale, dato che abbiamo quello che viene definito "*margin of safety*", ovvero il cuscinetto di emergenza che ci permette di proteggerci da eventuali errori nelle nostre stime.

## 1.4 Margin of Safety

La determinazione del valore intrinseco di un'azienda si basa su delle stime sulla sua futura capacità reddituale. Quando si utilizza un *Discounted Cash-Flow Model* (DCF), si devono fare ipotesi sulla crescita futura del fatturato, sui margini che l'azienda sarà in grado di ottenere e anche sugli investimenti che dovrà sostenere, e per quanto le nostre stime possano essere sostenute da una scrupolosa analisi del mercato di riferimento, si tratta sempre di ipotesi che potrebbero rivelarsi errate, a causa di nostri errori o di semplice sfortuna.

Buffett ha descritto il concetto di "*margin of safety*" in modo molto semplice e comprensibile, utilizzando un parallelismo con la tolleranza:

*"When you build a bridge, you insist it can carry 30,000 pounds, but you only drive 10,000-pound trucks across it. And that same principle works in investing."*<sup>19</sup>

Per quanto possano essere accurate le nostre previsioni, la valutazione aziendale è lontana dall'essere una scienza esatta. Ci sono innumerevoli fattori che potrebbero influenzare la crescita o meno del valore intrinseco di un'azienda nel corso degli

---

<sup>19</sup> Warren Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville," *Hermes*, Columbia Business School magazine, Fall 1984, pp. 4-15.

anni, e realisticamente ne possiamo tenere in considerazione solo una piccola parte. Oltre, quindi, ad essere conservativi nelle nostre previsioni, per ridurre il rischio di subire una perdita permanente di capitale è opportuno comprare le azioni quando sono valutate ad un prezzo inferiore rispetto al valore da noi stimato. Quanto deve essere grande il margine di sicurezza? Ovviamente non esiste un valore canonico, dipende dalla rischiosità del business dell'azienda, dalla predicibilità dei suoi flussi futuri e chiaramente, dalla propensione al rischio dell'investitore. L'aspetto su cui il value investor pone estrema attenzione è la determinazione del “*worst case scenario*”, cercando di stimare la perdita a cui potrebbe andare incontro nella peggiore delle ipotesi. Idealmente è opportuno attendere fino a quando non si trova un'opportunità nella quale la probabilità di subire una perdita è prossima allo zero, secondo Mohnish Pabrai il value investor dovrebbe selezionare solo quelle occasioni in cui “*Heads I win; Tails I don't lose much*”<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Mohnish Pabrai, *The Dhandho Investor: The Low-Risk Value Method to High Returns*, Wiley, 2007, pp. 19-20.

## CAPITOLO 2

### Mercati finanziari e opportunità per le imprese

#### 2.1 Casi e ragioni dell'inefficienza del mercato

Nel capitolo precedente è stato affermato che, a volte, il prezzo di mercato di un titolo azionario non riflette il suo reale valore, è quindi opportuno capire i motivi dietro a questa inefficienza aiutandoci con degli esempi tratti dal passato.

Il fatto che il mercato sia in grado di prezzare correttamente le azioni nel lungo termine non esclude che in determinati periodi di eccessivo ottimismo o pessimismo il prezzo possa differire anche sensibilmente dal valore intrinseco.

Un chiaro esempio di eccessivo ottimismo lo si può ritrovare nei primi anni duemila, dove l'entusiasmo e la narrativa dietro le aziende della “*new economy*” avevano portato le loro quotazioni a livelli molto alti rispetto ai loro fondamentali, facendo passare alla storia quel periodo come “*dot-com bubble*”. Anche più recentemente nel 2021, moltissime aziende venivano valutate solo sulla base di prospettive future estremamente ottimistiche, lasciando in secondo piano l'analisi dei loro fondamentali. È infatti opportuno tenere in considerazione che il mercato azionario riflette i comportamenti di chi vi opera e che in alcuni casi, aspetti psicologici e non razionali tipicamente umani, come l'euforia e la paura possono influenzare le quotazioni dei titoli. Robert Shiller parla di *ancore morali*<sup>21</sup> che influenzano le decisioni degli investitori, i quali si trovano a prendere delle decisioni basate maggiormente su delle storie e narrazioni dietro ad un titolo piuttosto che su analisi accurate e probabilistiche, un po' come accade con i giocatori d'azzardo.

---

<sup>21</sup> Robert J. Shiller, *Euforia Irrazionale: Alti e bassi di Borsa*, il Mulino, 2009, pp. 196-206.

Tutto ciò viene amplificato da un *comportamento gregario*<sup>22</sup>, che spinge le persone a credere e ad adeguarsi al punto di vista comune o a quello fornito dalle autorità, tralasciando valutazioni oggettive e fattuali.

Un altro aspetto psicologico rilevante che è in grado di influenzare anche gli investitori professionali è la cosiddetta *FOMO*<sup>23</sup> (*Fear Of Missing Out*). La FOMO consiste nella paura di perdere delle opportunità che gli altri stanno cogliendo. Il termine è nato nel 2004 per descrivere dei comportamenti osservati nei social network, ma si applica perfettamente anche al comportamento degli investitori nel mercato azionario. Il timore di perdersi l'opportunità di diventare ricchi investendo in azioni è stato uno dei fattori che hanno alimentato la bolla delle dot-com e la sopravvalutazione di un determinato gruppo di titoli nel 2021. Il senso di urgenza spinge a tralasciare l'analisi fondamentale e a concentrarsi di più sui potenziali guadagni piuttosto che sui rischi corsi<sup>24</sup>.

Una recente ricerca di Xavier Gabaix e Ralph S.J. Koijen<sup>25</sup>, ha mostrato come i movimenti apparentemente casuali e non collegati ai fondamentali possono essere spiegati dai flussi di capitali che entrano ed escono dal mercato azionario e alla sua inelasticità. Secondo i ricercatori per \$1 che entra, il valore aggregato del mercato aumenta di \$5, in modo speculare nel caso in cui uscisse \$1 il valore del mercato diminuirebbe di \$5.

Questa inelasticità può essere spiegata dal fatto che le istituzioni, che in teoria potrebbero fornire liquidità e correggere queste inefficienze, non sono

---

<sup>22</sup> Robert J. Shiller, *Euforia Irrazionale: Alti e bassi di Borsa*, il Mulino, 2009, pp. 211-233.

<sup>23</sup> <https://it.wikipedia.org/wiki/FOMO>

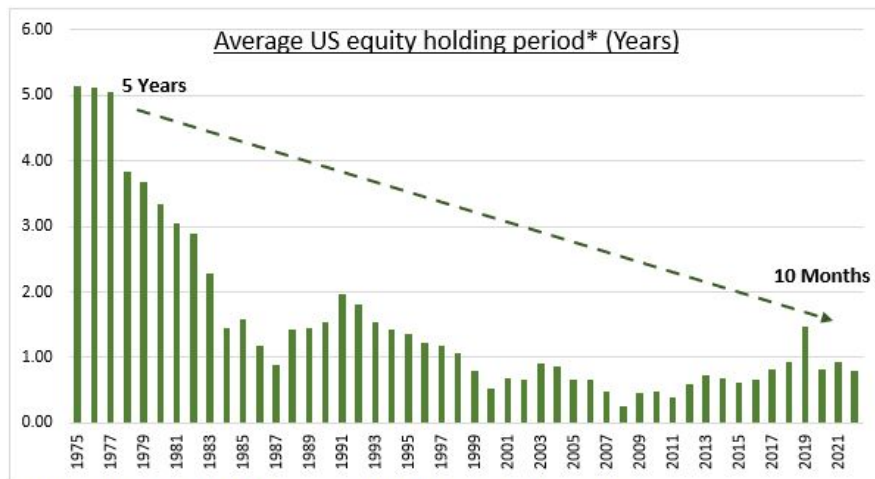
<sup>24</sup> <https://realmoney.thestreet.com/investing/feeling-left-out-these-5-tips-will-help-you-deal-with-fomo-16128754#>

<sup>25</sup> Xavier Gabaix and Ralph S.J. Koijen, *In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis*, 28967, 2021, pp. 1-8.

sufficientemente grandi per rendere il mercato più elastico, oltretutto spesso operano con mandati stringenti per quanto riguarda la quota di azioni o obbligazioni che devono detenere in portafoglio. Questo porta anche a notevoli conseguenze per quanto riguarda efficacia delle politiche di distribuzione delle aziende. Nel modello di Modigliani-Miller acquistare \$1 di azioni proprie è equivalente a pagare dividendi pari a \$1, ma in un'ipotesi di mercato inelastico, l'effetto prodotto dal riacquisto di azioni proprie è maggiore rispetto a quello dei dividendi.

Tralasciando le situazioni in cui è possibile definire il mercato azionario nel suo complesso sopravvalutato o sottovalutato, in ogni momento le singole azioni potrebbero essere non correttamente valutate, solitamente questo accade a causa della “miopia” del mercato.

Figura 1: Periodo medio di detenzione delle azioni US



Source: WFE, IMF. \*NYSE and NASDAQ market capitalisation divided by total turnover value

Fonte: *A Wealth Of Common Sense*<sup>26</sup>

<sup>26</sup> <https://awealthofcommonsense.com/2023/02/buy-hold-is-dead-long-live-buy-hold/>



Come è possibile osservare nella fig. 1 il periodo medio di detenzione delle azioni statunitensi è passato da essere di 5 anni nel 1975 a 10 mesi nel 2022. A partire dal 2000 mediamente gli investitori non tenevano le stesse azioni in portafoglio per più di un anno (ad esclusione del 2019). È chiaro che le analisi fondamentali di cui abbiamo discusso nel capitolo precedente, risultano prive di significato per chi vuole sfruttare le fluttuazioni dei prezzi nel breve termine. Questo orientamento degli investitori porta a sovrastimare il peso dei risultati di brevissimo termine nella valutazione di un'azienda, perdendo di vista la visione di lungo periodo che è necessario avere. È opportuno precisare che anche gli investitori istituzionali hanno un orizzonte temporale di breve termine, dal 2005 al 2015 infatti il periodo medio di detenzione di un'azione in portafoglio variava tra i 15 e i 17 mesi, questo significa che il *portfolio turnover ratio* in questo periodo si attestava al 79% (nei primi anni duemila era addirittura del 100-110%)<sup>27</sup>. Appare quindi evidente che l'investitore di lungo periodo può sfruttare questa "miopia" del mercato per comprare aziende al di sotto del loro valore intrinseco.

## 2.2 Politiche di distribuzione e Value Investing

In questo capitolo abbandoniamo il punto di vista dell'investitore esterno per metterci nei panni del management, che ha l'obiettivo di far crescere il valore intrinseco dell'azienda nel corso del tempo. Ci concentreremo esclusivamente sulle politiche di distribuzione e, alla luce di quanto detto nel capitolo precedente,

---

<sup>27</sup> Tucker, Anne M., The Long and the Short: Portfolio Turnover Ratios & Mutual Fund Investment Time Horizons (May 4, 2018). *Journal of Corporation Law*, v. 43, no. 3, 2018, Georgia State University College of Law, Legal Studies Research Paper No. 2018-23, pp. 581-587; disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3173686>

cercheremo di capire come scegliere in modo opportunistico tra dividendi e riacquisto di azioni proprie.

È necessario fare una premessa, se si ragiona esclusivamente in termini di creazione di valore, le risorse che dovrebbero essere distribuite agli azionisti sono esclusivamente quelle che il management non ritiene di potere investire con rendimenti soddisfacenti, ovvero nel caso in cui il ROI potenziale è inferiore al costo del capitale (*wacc*). Questo significa anche che a seconda delle opportunità di investimento che si presentano, in alcuni periodi potrebbe essere opportuno distribuire gran parte delle risorse generate mentre in altri sarebbe meglio trattenerle in azienda ed investirle. Come detto, in un'ottica di creazione di valore nel lungo periodo, questo è il modo migliore di ragionare, d'altro canto è in netta contrapposizione con quello che spesso viene richiesto e premiato dal mercato, almeno nel breve termine. È noto, infatti, che gli investitori sono attratti da quelle aziende che hanno una politica di dividendi stabile e possibilmente in crescita nel tempo, la reazione del mercato dietro ad una politica dei dividendi discontinua o ad un taglio di essi solitamente penalizza il prezzo delle azioni. Solitamente, le azioni ad alto dividendo sono oggetto di interesse di quegli investitori che sono interessati ad ottenere una rendita costante dal proprio portafoglio titoli, e per questi la notizia di una diminuzione o addirittura un annullamento del dividendo non è assolutamente buona<sup>28</sup>.

Gli *share buybacks* sono un altro modo per remunerare gli azionisti. A differenza dei dividendi però gli azionisti non si vedono accreditare sul proprio conto una somma di denaro liquido, ma vedranno aumentare la loro quota di proprietà nell'azienda. Infatti, riacquistando azioni proprie e cancellandole, l'azienda riduce le azioni in circolazione aumentando la quota di proprietà di ogni azionista allo

---

<sup>28</sup> Alberto Manelli, Roberta pace, Finanza di Impresa: Analisi e metodi, ISEDI, 2009, pp. 164-200.

stesso modo<sup>29</sup>. Anche se l'azionista può decidere di vendere la sua quota aggiuntiva ed incassare i proventi come se fossero dei dividendi, questa politica di distribuzione va a chiaro vantaggio degli investitori di lungo periodo. Una politica di riacquisto delle azioni proprie condotta in modo continuativo nel corso degli anni, spesso si traduce in un forte apprezzamento del prezzo delle azioni, e se la si unisce alla crescita degli utili della società il capital gain ottenibile è di molto maggiore rispetto ad una politica di distribuzione di pari ammontare ma che preveda il pagamento di dividendi (come nel caso di Apple o American Express).

### 2.2.1 Esempio Berkshire Hathaway

Per legare l'argomento delle politiche di distribuzione al value investing è utile analizzare la politica adottata dalla Berkshire Hathaway.

*“Berkshire’s common stock repurchase program, as amended, permits Berkshire to repurchase shares any time that Warren Buffett, Berkshire’s Chairman of the Board and Chief Executive Officer, and Charlie Munger, Vice Chairman of the Board, believe that the repurchase price is below Berkshire’s intrinsic value, conservatively determined.”*<sup>30</sup>

È evidente che si tratta di una politica atipica se messa in confronto con quelle delle altre società quotate. La Berkshire Hathaway non ha mai distribuito dividendi, inoltre, l'ammontare e il periodo di riacquisto di azioni proprie è a piena discrezione di Warren Buffet e Charlie Munger. L'unica discriminante è che il prezzo delle azioni sia al di sotto del loro valore intrinseco determinato in modo

---

<sup>29</sup> <https://www.investopedia.com/terms/s/sharepurchase.asp>

<sup>30</sup> Berkshire Hathaway, 10-K 2022, Notes to Consolidated Financial Statements n. 21 disponibile su: <https://www.berkshirehathaway.com/2022ar/202210-k.pdf>

conservativo<sup>31</sup>. Quando la società riacquista azioni proprie al di sotto del loro valore si crea valore per gli azionisti, di un ammontare pari alla differenza tra prezzo pagato e valore intrinseco. Riacquistare azioni al loro corretto valore è comunque un ottimo modo per remunerare gli azionisti ma non genera ulteriore valore, al contrario, se si paga un prezzo troppo alto, si distrugge valore e si danneggiano gli azionisti.

La filosofia generale della Berkshire Hathaway dietro alla politica di distribuzione è sempre stata quella descritta ad inizio capitolo, ovvero, distribuire solo quelle risorse inutilizzate e che ritengono di non poter investire in modo migliore per far crescere il valore della società, la reputazione e lo storico di Warren Buffet e Charlie Munger oggi giocano un fattore fondamentale per far “accettare” al mercato questa politica atipica e poco prevedibile.

### **2.3 Obiettivi ESG e impatto nella valutazione**

Negli ultimi anni una preoccupazione crescente da parte delle persone e delle istituzioni nei confronti delle problematiche ambientali e sociali ha portato ad introdurre e tenere in considerazione sempre di più nelle valutazioni aziendali i cosiddetti criteri ESG (*Environmental, Social, Corporate Governance*). Nel 2006 inoltre la creazione del United Nations Principles for Responsible Investments<sup>32</sup> (*UN PRI*), con la partecipazione di molte istituzioni finanziarie, ha aiutato a sviluppare delle linee guida su come applicare i criteri ESG nelle pratiche di gestione aziendale e selezione degli investimenti. Sono stati condotti diversi studi sulla relazione tra criteri ESG e performance aziendali, nei paragrafi seguenti ci

---

<sup>31</sup> Berkshire Hathaway, 10-K 2022, Notes to Consolidated Financial Statements n. 21 disponibile su: <https://www.berkshirehathaway.com/2022ar/202210-k.pdf>

<sup>32</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Principles\\_for\\_Responsible\\_Investment](https://en.wikipedia.org/wiki/Principles_for_Responsible_Investment)

concentreremo prima sul capire se delle strategie volte a migliorare la Corporate Social Performance (CSP) possano creare dei vantaggi nell'ottenimento di risorse finanziarie e, in seconda analisi, se sono in grado di dare origine ad un vantaggio competitivo.

### *2.3.1 Vantaggi nelle fonti di finanziamento*

Per analizzare i vantaggi derivanti da un comportamento lodevole in termini di criteri ESG da parte dell'azienda dal punto di vista delle fonti di finanziamento, ci baseremo su due aspetti principali; l'impatto che il rating ESG ha sul costo del capitale proprio e sull'utilizzo o meno, da parte degli investitori, di questi criteri per selezionare le aziende in cui investire.

Da diversi studi appare che nelle valutazioni degli investitori comportamenti ESG irresponsabili vengono considerati maggiormente rispetto a comportamenti lodevoli. La preoccupazione principale è relativa ai comportamenti che potrebbero danneggiare il futuro dell'azienda e, una scarsa attenzione nei confronti dell'impatto ambientale e sociale delle operazioni della società pesano sul costo del capitale e sulla valutazione dell'azienda. Inoltre, una gestione aziendale particolarmente attenta alla sostenibilità del business è inversamente correlata con il rapporto Utili/Prezzo, ciò significa che tendenzialmente, le aziende con un elevato rating ESG sono premiate dal mercato con valutazioni più elevate<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee, Business sustainability performance and cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance*, Volume 34, 2015, Pages 128-149.

In un'altra ricerca che ha coinvolto investitori in Private Equity, ha reso ancora più evidente l'asimmetria nella valutazione dei criteri ESG<sup>34</sup>. Buone politiche dal punto di vista ambientale e sociale tendevano a far aumentare la valutazione di circa un 5% (l'aspetto di governance in questo caso non ha un impatto significativo), mentre, una scarsa sostenibilità del business dal punto di vista ambientale, sociale e di governance portano a far diminuire la valutazione dell'azienda rispettivamente di un -11,2%, -10,6% e -5,1%. Questa asimmetria sistematica porta a far pensare che l'aspettativa base degli investitori sia quella di investire in aziende sostenibili, di conseguenza tendono a penalizzare maggiormente chi non rispetta questa aspettativa e a premiare poco chi ci riesce. Nello stesso studio si poneva agli intervistati una domanda riguardante la probabilità di portare a termine l'investimento a seconda delle diverse problematiche ESG. Le risposte hanno evidenziato che l'asimmetria di trattamento non riguarda solo la valutazione. La presenza di problematiche legate all'ambiente, al sociale o alla governance faceva ridurre la probabilità di portare a termine l'investimento rispettivamente del -29,2%, -50% e -30,8%, al contrario, comportamenti responsabili secondo i criteri ESG non influenzavano in modo significativo la decisione di investimento, ad eccezione della componente ambientale che faceva aumentare la probabilità del +10,4%. I ricercatori tendono a precisare che i risultati legati all'aspetto di governance potrebbero essere falsati dalle caratteristiche degli investitori intervistati. Un'azienda con una cattiva governance è un rischio "calcolato" nel settore del

---

<sup>34</sup> Patricia Crifo, Vanina D. Forget, Sabrina Teyssier, The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors, *Journal of Corporate Finance*, Volume 30, 2015, Pages 168-194.

Private Equity, gli investitori sono quindi più preparati a risolvere questo genere di problemi<sup>35</sup>.

Da questi due studi emerge che avere elevati rating ESG non porti necessariamente a veri e propri “vantaggi” per quanto riguarda l’aspetto di raccolta del capitale, dato che le aspettative degli investitori appaiono elevate e adottare comportamenti sostenibili non è tanto un merito ma una prerogativa. Sono infatti molto più evidenti e significativi gli svantaggi per quelle aziende che non rispettano queste aspettative, che si potrebbero trovare ad avere difficoltà a raccogliere capitale di rischio o ricevere valutazioni più basse rispetto ai loro concorrenti.

### *2.3.2 Vantaggi nella determinazione del vantaggio competitivo*

Dopo aver analizzato la reazione degli investitori alle politiche sostenibili delle aziende, per valutare se una maggiore attenzione su questi aspetti possa determinare un vero e proprio vantaggio competitivo per l’azienda, è necessario spostare l’attenzione su altri soggetti, ovvero, i dipendenti e i clienti. Per rispondere a questa domanda dobbiamo capire se le aspettative di queste due categorie di stakeholder sono elevate tanto quanto quelle degli investitori. Nel caso in cui dipendenti e clienti ritenessero necessaria l’attenzione alla sostenibilità da parte dell’azienda, non si potrebbe configurare un vantaggio competitivo ma semplicemente una prerogativa da rispettare.

I consumatori sono disposti a pagare di più per un prodotto sostenibile? Da una ricerca realizzata da Agos Insight<sup>36</sup>, emerge che gran parte degli intervistati sono

---

<sup>35</sup> Patricia Crifo, Vanina D. Forget, Sabrina Teyssier, The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors, Journal of Corporate Finance, Volume 30, 2015, Pages 168-194.

<sup>36</sup> [https://www.agoscorporate.it/media/insights/book\\_survey\\_digital.pdf](https://www.agoscorporate.it/media/insights/book_survey_digital.pdf)

disposti a spendere di più per un prodotto più sostenibile, ma che sia in grado di restituire un vantaggio economico nel lungo termine, come potrebbero essere elettrodomestici più efficienti dal punto di vista energetico. Solo il 31% degli intervistati si definisce attento alla sostenibilità nei consumi, solo il 15% nella mobilità. Dalla stessa ricerca emerge che il 58% degli italiani per ottenere uno sconto del 10% in bolletta accetterebbe di utilizzare fonti energetiche inquinanti, anche se il 72% sarebbe disposto a pagare di più per poter utilizzare energia proveniente da solo fonti rinnovabili. È chiaro che l'intenzione di cambiare le proprie abitudini di consumo facendole diventare più sostenibili c'è, soprattutto per quanto riguarda le nuove generazioni, ma la maggiore spesa da sostenere per acquistare un prodotto sostenibile spesso è un limite che fa tendere la decisione di acquisto finale verso i prodotti più economici.

Il discorso potrebbe cambiare nel caso di aziende *b2b*, ovvero quelle che si interfacciano non con il consumatore finale ma con un'altra azienda. Se infatti molte aziende stanno implementando strategie più sostenibili e sotto un certo punto di vista sono "obbligate" a farlo per non essere penalizzate, per far aumentare il proprio rating ESG è opportuno anche selezionare aziende partner lungo la filiera produttiva che allo stesso modo siano attente a questi temi. È quindi possibile che alcune aziende decidano di evitare di concludere affari con fornitori che presentano problematiche ESG<sup>37</sup>. Questa decisione comporterebbe un vantaggio per aziende particolarmente meritevoli sotto il profilo della sostenibilità, ma dato che questo è un obiettivo comune, perseguito da molte istituzioni e che molte aziende che ora non lo fanno dovranno, prima o poi, adattarsi a questi nuovi criteri, si tratterebbe di un vantaggio competitivo destinato ad assottigliarsi nel tempo e a perdere quindi di valore.

---

<sup>37</sup><https://www.cips.org/supply-management/opinion/2019/july/five-benefits-of-a-sustainable-supply-chain/>



Per quanto riguarda invece la capacità dell'azienda di attirare nuovi talenti, uno studio del IBM Institute for Business Value<sup>38</sup>, ha evidenziato che più di due terzi degli intervistati sceglierebbero di lavorare per un'azienda ambientalmente e socialmente responsabile, metà di loro accetterebbero anche un salario più basso. Secondo un'altra ricerca di Deloitte<sup>39</sup> con oggetto il mercato del lavoro italiano, il 47% degli italiani sceglie imprese che garantiscono un giusto equilibrio tra lavoro e vita privata ed il 64% lavorerebbe più volentieri con società ad impatto ambientale positivo (come nello studio precedentemente citato). Una maggiore attenzione al benessere dei dipendenti e al rapporto tra lavoro e vita privata è ciò che ha permesso ad aziende come Google, Meta, Apple, Microsoft ed Amazon, di attirare i migliori talenti e trattenerli. Questo rappresenta un vantaggio notevole ed è l'ennesima conferma che sviluppare un business model sostenibile è necessario per evitare di rimanere fuori dal mercato.

## **2.4 Caso Pandora A/S**

L'obiettivo di questo paragrafo è presentare l'analisi di un'azienda che rispetta i criteri elencati nel primo capitolo, e fornire un esempio del processo che il value investor utilizza per decidere se investire in un'azienda. Si inizierà quindi con la presentazione del business model di Pandora A/S, ripercorrendo brevemente la sua storia, la situazione attuale e gli obiettivi futuri; successivamente si passerà all'analisi del mercato confrontando i risultati dell'azienda con quelli dei concorrenti, per identificare o meno la presenza di un vantaggio competitivo. Per

---

<sup>38</sup> IBM Institute for Business Value, "Sustainability at a turning point", 2021.

<sup>39</sup><https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/about-deloitte/2023-deloitte-cittadino-consapevole-3-work-cs-pdf.pdf>

concludere si procederà a valutare l'azienda, tenendo in considerazione le stime del management e degli analisti per valutare se il prezzo corrente di mercato offre un margine di sicurezza per l'investitore o meno.

Pandora A/S è un'azienda danese coinvolta nella produzione di gioielli in un segmento di mercato definito "*affordable luxury*". Fondata nel 1982 e iniziando come una bottega a gestione familiare, oggi Pandora è una multinazionale, vende i suoi prodotti in oltre 100 paesi con 6.500 punti vendita ed impiega più di 32.000 persone<sup>40</sup>. Il brand Pandora è oggi il primo a livello mondiale in termini di unità vendute (103 milioni di pezzi), questo successo è stato ottenuto grazie ai loro bracciali personalizzabili e al giusto rapporto prezzo-qualità. L'azienda è integrata verticalmente e svolge al suo interno tutte le attività che vanno dal disegno e la progettazione dei prodotti alla loro produzione ed infine distribuzione.

Nel 2022 il fatturato totale ammontava a 26,46 miliardi di corone danesi (3,54 miliardi di euro), di cui il 73% generato dal segmento "*Moments*" che racchiude i bracciali e gli *charm* che hanno reso popolare il brand. La restante parte del fatturato proviene dalla vendita di altri gioielli come anelli, collane e orecchini con i segmenti "*Pandora Timeless*" e "*Pandora ME*", dall'offerta di un servizio di personalizzazione con "*Pandora Signature*" e per concludere, un nuovo segmento aggiunto nel 2022 chiamato "*Diamonds by Pandora*" che consiste nella vendita di gioielli con diamanti prodotti in laboratorio.

Il merito del successo del brand è da far ricadere nel segmento "*Moments*", la possibilità di personalizzare il proprio bracciale con moltissimi charm differenti è la caratteristica che contraddistingue l'azienda dai competitors, fidelizzando i clienti che appena ne hanno la possibilità tornano ad acquistare i prodotti

---

<sup>40</sup> Pandora A/S, FY 2022 Annual Report disponibile su: <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/annual-reports>.

dell'azienda aggiungendo altri ciondoli ai loro bracciali. Invogliati anche da continue collaborazioni con brand come Disney, Marvel, Star Wars e recentemente anche Game of Thrones, molti si ritrovano a fere lunghe file fuori dai negozi e a mettersi in liste di attesa per poter acquistare i gioielli che desiderano<sup>41</sup>.

L'attuale CEO Alexander Lacik<sup>42</sup> ha avviato nel 2019 un programma di turn-around per risollevere il brand, che aveva perso di credibilità negli anni precedenti a causa di una scarsa innovazione e continui sconti. In quell'anno il fatturato ammontava a circa 21,9 miliardi di corone danesi e la guidance del management per il 2023 vede il fatturato in un range tra 26,7 e 27,5 miliardi. Nello stesso periodo l'EBIT è passato da essere 5,85 miliardi a 6,7 miliardi nel 2022 con una guidance per il 2023 leggermente sotto i 6,9 miliardi di corone danesi<sup>43</sup>.

Anche durante il lockdown dovuto al covid-19 del 2020 l'azienda è riuscita a rimanere profittevole, ottenendo un margine netto del 10,2% e un Return On Capital del 27%<sup>44</sup>. L'attuale strategia di crescita dell'azienda vede come protagonisti gli Stati Uniti e la Cina (dove le restrizioni dovute alla pandemia sono state più dure rispetto al resto del mondo), con l'obiettivo di far crescere il numero di punti vendita per raggiungere un fatturato compreso tra i 34 e i 36 miliardi di corone danesi ed un EBIT tra 8,8 e 9,7 miliardi<sup>45</sup>.

Identifica delle aziende confrontabili con Pandora è complesso, molte delle aziende quotate attive nel settore della gioielleria, a cui è possibile avere

---

<sup>41</sup> Pandora A/S, Annual Report 2022, pp. 16-22,

disponibile su: <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/annual-reports>

<sup>42</sup> <https://pandoragroup.com/about/leadership/executive-leadership-team>

<sup>43</sup> <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/company-announcements/newsdetail?id=26071>

<sup>44</sup> <https://app.tikr.com/stock/financials?cid=42153793&tid=113731742&tab=r&ref=brx3a3>

<sup>45</sup> <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/67dffde4-b63b-4d5b-a209-0ce979b4799f>

facilmente accesso ai dati, non sono concorrenti diretti di Pandora. Molte di queste si posizionano in una fascia di mercato superiore, producendo o vendendo gioielli di lusso molto costosi. Altre aziende non quotate con un brand riconoscibile come Swarovski, sono apprezzate dai consumatori per prodotti differenti da quelli di Pandora e che (in questo caso specifico) vanno in competizione diretta solo per quanto riguarda il segmento “*Diamonds by Pandora*” che ancora rappresenta una piccola parte del fatturato totale.

Fatta questa premessa necessaria, l’azienda più confrontabile con Pandora è probabilmente Tiffany & Co, anche se quest’ultima opera nel segmento del lusso, vendendo gioielli molto più costosi di quelli di Pandora, entrambe hanno dei brand molto forti e riconosciuti e una catena di negozi di proprietà. I dati pubblici di Tiffany & Co si fermano all’anno fiscale 2020, dato che nel 2021 è stata acquistata ed incorporata nel gruppo LVMH.

*Figura 2: Pandora, indici di redditività dal 2014 al 2020*

Return Ratios:							
Return on Assets %	25,7%	30,5%	32,6%	29,9%	21,9%	17,9%	11,2%
Return on Capital %	54,6%	63,8%	72,6%	62,5%	47,5%	37,7%	27,0%
Return On Equity %	45,9%	55,8%	93,2%	86,7%	78,0%	50,5%	30,7%
Return on Common Equity %	45,9%	55,8%	93,2%	86,7%	78,0%	50,5%	30,7%

Fonte: *tikr.com*<sup>46</sup>

*Figura 3: Tiffany & Co, indici di redditività dal 2014 al 2020*

Return Ratios:							
Return on Assets %	10,6%	11,2%	9,3%	9,1%	9,5%	9,0%	7,8%
Return on Capital %	21,2%	22,5%	19,1%	18,1%	18,9%	18,8%	13,3%
Return On Equity %	6,8%	17,3%	16,1%	15,0%	11,8%	18,4%	16,7%
Return on Common Equity %	6,8%	17,4%	16,1%	15,1%	11,8%	18,5%	16,8%

Fonte: *tikr.com*<sup>47</sup>

<sup>46</sup> <https://app.tikr.com/stock/financials?cid=42153793&tid=113731742&tab=r&ref=brx3a3>

<sup>47</sup> <https://app.tikr.com/stock/financials?cid=35576&tid=2658066&tab=r&ref=brx3a3>

Come si può osservare dalle figure 2 e 3, nello stesso arco temporale Pandora è stata molto più profittevole e se prendiamo in considerazione gli anni successivi alla crisi pandemica, il ROC è tornato ad essere superiore al 40%<sup>48</sup>.

Per quanto riguarda Swarovski ci sono molti meno dati disponibili, ma da un report rilasciato nel marzo del 2023 contenente un sommario dei risultati ottenuti dall'azienda nel 2022 emerge che il fatturato era pari a 1.8 miliardi di euro e una riduzione delle perdite rispetto all'anno precedente<sup>49</sup>. Anche in questo caso le performance di Pandora sono state nettamente migliori dato che sia nel 2021 che nel 2022 ha registrato un utile positivo a differenza di Swarovski.

Queste differenze possono essere indice della presenza di un vantaggio competitivo, che può originarsi sia dal brand che dal management dell'azienda, in grado di mettere in atto strategie più profittevoli rispetto ai concorrenti.

Lo stato patrimoniale mostra un'azienda in buona salute dal punto di vista finanziario. Il debito è aumentato vertiginosamente nell'ultimo anno a causa della volontà di aumentare la capacità produttiva, ma resta gestibile grazie ad un'ottima generazione di liquidità. Nell'ultimo trimestre il Current Ratio era pari a 1,06 e i debiti di lungo termine sommati ai capital leases ammontavano a poco più di 10.5 miliardi di corone danesi<sup>50</sup>, gestibili se si pensa che le previsioni dell'azienda sono quelle di generare tra il 2024 e il 2026 un totale di free cash flow compreso tra i 16 e i 17 miliardi di corone danesi<sup>51</sup>.

---

<sup>48</sup> <https://app.tikr.com/stock/financials?cid=42153793&tid=113731742&tab=r&ref=brx3a3>

<sup>49</sup> <https://cdn.luxe.digital/download/Swarovski-Crystal-Annual-Business-2022-Results-luxe-digital.pdf>

<sup>50</sup> <https://app.tikr.com/stock/financials?cid=42153793&tid=113731742&tab=bs&ref=brx3a3>

<sup>51</sup> <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/company-announcements/newsdetail?id=26071>

Per valutare l'azienda si utilizzerà il *discounted-cash-flow model*, utilizzando come “caso base” le stime sul fatturato e margini previste dagli analisti<sup>52</sup> e dal management. Come discount rate si utilizzerà quello stimato da Finbox<sup>53</sup>, ovvero intorno al 10%. Pandora, inoltre, si aspetta di restituire agli azionisti risorse tra 14-17 miliardi di corone danese tra il 2024 e il 2026, tramite dividendi e riacquisto di azioni proprie. Per rimanere un po' più conservativi si ipotizzerà una distribuzione del free cash flow pari al 90%.

Figura 4: DCF utilizzando stime degli analisti

BASE CASE	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	growth rate
revenue	26,5	27,4	29,6	32,0	34,5	37,3	39,1	41,1	43,2	45,3	47,6	8% 1-5 Y
fcf margin	12,3%	18,3%	17,9%	18,4%	18,1%	18,9%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	5% 6-10 Y
fcf	3,26	5,01	5,30	5,88	6,25	7,05	7,24	7,60	7,98	8,38	8,80	
current fcf		4,51	4,33	4,37	4,22	4,33	4,05	3,86	3,69	3,52	3,36	discount rate 10%
terminal multiple	15											
terminal value	132,0											
intrinsic value	86,5											

Fonte: Pandora A/S<sup>54</sup>, tkr.com<sup>55</sup>

Nella figura 4 si può osservare una stima del valore intrinseco di Pandora, utilizzando per i tassi di crescita e i margini le stime fornite dagli analisti e dal management. Nel modello i flussi di cassa sono stati attualizzati al 2023 ed è stato poi applicato un multiplo finale pari a 15 volte il free cash flow, pari alla media storica degli ultimi 10 anni<sup>56</sup>, per stimare il valore terminale.

Dai risultati ottenuti appare che il valore intrinseco di Pandora potrebbe aggirarsi intorno ai 86,5 miliardi di corone danesi. La capitalizzazione di mercato all'8

<sup>52</sup> <https://app.tkr.com/stock/estimates?cid=42153793&tid=113731742&tab=est&ref=brx3a3>

<sup>53</sup> <https://finbox.com/DB:3P7/models/wacc/>

<sup>54</sup> <https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/company-announcements/newsdetail?id=26071>

<sup>55</sup> <https://app.tkr.com/stock/estimates?cid=42153793&tid=113731742&tab=est&ref=brx3a3>

<sup>56</sup> <https://app.tkr.com/stock/multiples?cid=42153793&tid=113731742&tab=multi&ref=brx3a3>

novembre 2023 è intorno ai 72 miliardi<sup>57</sup>. Basandosi sulle stime fornite è possibile che l'azienda sia al momento correttamente valutata dal mercato; infatti, anche se la capitalizzazione al momento è circa inferiore al valore stimato di circa un 17%, potremmo considerare questa differenza come il margine di errore della valutazione. Se guardiamo al prezzo passato dell'azione, vediamo come questo negli ultimi anni sia stato molto volatile. A marzo del 2020, in piena crisi covid, il minimo toccato dall'azione si aggirava intorno alle DKK 200, a novembre 2021 è stato segnato un massimo intorno alle DKK 940 per poi crollare ad ottobre 2022 verso le DKK 360<sup>58</sup>, attualmente, ad ottobre 2023 il prezzo è risalito verso quota 800 corone danesi. È evidente che una tale volatilità del prezzo non corrisponde ad un corrispettivo cambiamento dei fondamentali di lungo termine dell'azienda. Le oscillazioni del mercato legate principalmente al timore o all'entusiasmo dietro notizie di breve termine hanno offerto all'investitore razionale di lungo periodo di investire in questa azienda potendo usufruire di un grande margine di sicurezza.

---

<sup>57</sup> <https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO?p=PNDORA.CO&.tsrc=fin-srch>

<sup>58</sup> <https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO/history/>

## Conclusioni

Con questo elaborato è stata ripercorsa la storia del value investing, concentrandosi sui principi di questa strategia e sulle caratteristiche che hanno più peso nella valutazione di un'azienda. Il value investor come azionista di lungo termine, preferisce concentrarsi solo sui fattori che possono influenzare in modo durevole la capacità reddituale di un'azienda, cercando di ridurre considerazioni di breve termine che spesso generano solo rumore e impoveriscono l'analisi. Si è visto come la diversa concezione di rischio renda differente questa strategia di investimento dalle altre. L'orizzonte temporale di lungo termine fa sì che sia più opportuno concentrarsi sui fattori di rischio operativi propri dell'azienda e sulla differenza tra prezzo pagato e valore intrinseco stimato, piuttosto che sulla volatilità.

Nel secondo capitolo sono state approfondite le ragioni che portano il mercato a non riflettere nei prezzi delle azioni il reale valore delle aziende. È stato infatti visto come l'orizzonte temporale medio degli investitori si aggira intorno ad un anno, portandoli quindi a tenere in considerazione fattori di breve periodo che non rispecchiano la visione di lungo termine delle imprese. Si è successivamente adottato un punto di vista interno all'azienda, discutendo delle diverse politiche di distribuzione e di come sfruttarle in modo opportunistico seguendo l'esempio della Berkshire Hathaway.

È stato anche approfondito il tema dei criteri ESG, in particolare la loro influenza nella valutazione delle imprese, ed è emerso che ormai la sostenibilità deve essere centrale nella determinazione del business model, per evitare di essere penalizzati da parte dei mercati finanziari.

La trattazione si è conclusa con una breve analisi di Pandora A/S, con l'obiettivo di applicare i concetti espressi nel primo capitolo in un esempio pratico, ponendo



l'attenzione sull'analisi del business model, della concorrenza, del management e dei progetti futuri dell'azienda.

## **Bibliografia**

Buffett Warren, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville," *Hermes*, Columbia Business School magazine, Fall 1984, pp. 4-15.

Crifo Patricia, Vanina D. Forget, Sabrina Teyssier, The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors, *Journal of Corporate Finance*, Volume 30, 2015, pp. 168-194 su 324.

Damodaran Aswath, *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2014.

Gabaix Xavier and Ralph S.J. Koijen, In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis, 28967, 2021, pp. 1-8.

Graham Benjamin, *The Intelligent Investor*, Harper USA, 2005.

Graham Benjamin, *L'investitore intelligente*, HOEPLI, 2020.

IBM Institute for Business Value, "Sustainability at a turning point", 2021.

Manelli Alberto, Roberta pace, *Finanza di Impresa: Analisi e metodi*, ISEDI, 2009, pp. 164-200.

Ng Anthony C., Zabihollah Rezaee, Business sustainability performance and cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance*, Volume 34, 2015, Pages 128-149 su 330.

Pabrai Mohnish, *The Dhandho Investor: The Low-Risk Value Method to High Returns*, Wiley, 2007, pp. 19-20.

Silvestrelli Sergio e Aldo Bellagamba, *Fattori di competitività dell'impresa industriale*, Giappichelli, 2017, p. 30.

Shiller Robert J., *Euforia Irrazionale: Alti e bassi di Borsa*, il Mulino, 2009.

Tucker, Anne M., *The Long and the Short: Portfolio Turnover Ratios & Mutual Fund Investment Time Horizons* (May 4, 2018). *Journal of Corporation Law*, v. 43, no. 3, 2018, Georgia State University College of Law, Legal Studies Research Paper No. 2018-23, pp. 581-647 su 713.

## Sitografia

SEC, Berkshire Hathaway Inc., Board of Directors, 2022, disponibile su:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1067983/000119312522073447/d208624ddef14a.htm>

[https://en.wikipedia.org/wiki/Benjamin\\_Graham](https://en.wikipedia.org/wiki/Benjamin_Graham)

Berkshire Hathaway Shareholders Letters, 1989, “*Mistakes of the First Twenty-five Years (A Condensed Version)*”; disponibile su

<https://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html>

Berkshire Hathaway Shareholders Letters, 1988, “*Marketable Securities*”; disponibile su <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>

Warren Buffett, Omaha, Nebraska, 1985:

<https://www.youtube.com/watch?v=rPFjmeoadlo>

Berkshire Hathaway Shareholders Letters, 1996, “*Common Stock Investments*”, disponibile su <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1996.html>

<https://www.treccani.it/vocabolario/rischio/>

<https://it.wikipedia.org/wiki/FOMO>

<https://realmoney.thestreet.com/investing/feeling-left-out-these-5-tips-will-help-you-deal-with-fomo-16128754#>

<https://awealthofcommonsense.com/2023/02/buy-hold-is-dead-long-live-buy-hold/>

<https://www.investopedia.com/terms/s/sharepurchase.asp>

Berkshire Hathaway, 10-K 2022, Notes to Consolidated Financial Statements n. 21 disponibile su: <https://www.berkshirehathaway.com/2022ar/202210-k.pdf>

[https://en.wikipedia.org/wiki/Principles\\_for\\_Responsible\\_Investment](https://en.wikipedia.org/wiki/Principles_for_Responsible_Investment)

[https://www.agoscorporate.it/media/insights/book\\_survey\\_digital.pdf](https://www.agoscorporate.it/media/insights/book_survey_digital.pdf)

<https://www.cips.org/supply-management/opinion/2019/july/five-benefits-of-a-sustainable-supply-chain/>

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/about-deloitte/2023-deloitte-cittadino-consapevole-3-work-cs-pdf.pdf>

Pandora A/S, FY 2022 Annual Report disponibile su:  
<https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/annual-reports>

Pandora A/S, Annual Report 2022, pp. 16-22 disponibile su:  
<https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/annual-reports>

<https://pandoragroup.com/about/leadership/executive-leadership-team>

<https://pandoragroup.com/investor/news-and-reports/company-announcements/newsdetail?id=26071>

<https://app.tikr.com/stock/financials?cid=42153793&tid=113731742&tab=r&ref=brx3a3>

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/67dffde4-b63b-4d5b-a209-0ce979b4799f>

<https://app.tikr.com/stock/financials?cid=35576&tid=2658066&tab=r&ref=brx3a3>

<https://cdn.luxe.digital/download/Swarovski-Crystal-Annual-Business-2022-Results-luxe-digital.pdf>

<https://app.tikr.com/stock/estimates?cid=42153793&tid=113731742&tab=est&ref=brx3a3>

<https://finbox.com/DB:3P7/models/wacc/>

<https://app.tikr.com/stock/multiples?cid=42153793&tid=113731742&tab=multi&ref=brx3a3>

<https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO?p=PNDORA.CO&.tsrc=fin-srch>

<https://finance.yahoo.com/quote/PNDORA.CO/history/>