



30/09/2025

Cari soci,

Durante il trimestre la performance di Eos ha mostrato un miglioramento, pur restando negativa da inizio anno. Questo, tuttavia, non rappresenta per noi un elemento di preoccupazione: il nostro orizzonte resta di lungo periodo, e ciò che conta davvero sono i risultati che il nostro portafoglio sarà in grado di generare negli anni a venire. Riteniamo però utile spiegare perché, a differenza di Eos, i principali indici azionari abbiano recuperato in modo più rapido le perdite accumulate nei trimestri precedenti.

Andamento del portafoglio

PRIMI SOCI		
PERIODO	MSCI WORLD INDEX*	EOS CAPITAL**
05/2022 – 12/2022	-7,0%	-4,0%
2023	+20,4%	+40,3%
2024	+27,3%	+36,4%
2025	+3,7%	-2,5%
Dalla fondazione	+48,2%	+79,1%
Rendimento annualizzato	+12,1%	+18,5%

**Le performance sono calcolate in euro e sono al netto dei costi già pagati*

***La performance di Eos è una stima calcolata da noi*

NUOVI SOCI		
PERIODO	MSCI WORLD INDEX*	EOS CAPITAL**
07/2024 – 12/2024	+9,9%	+9,0%
2025	+3,7%	-2,5%
Dall'aumento di Capitale	+14,2%	+6,2%

**Le performance sono calcolate in euro e sono al netto dei costi già pagati*

***La performance di Eos è una stima calcolata da noi*

Abbiamo già discusso nella lettera precedente dell'impatto del cambio sul nostro portafoglio, un fattore che continua a penalizzarci dall'inizio dell'anno. In questo trimestre, tuttavia, le cause della nostra

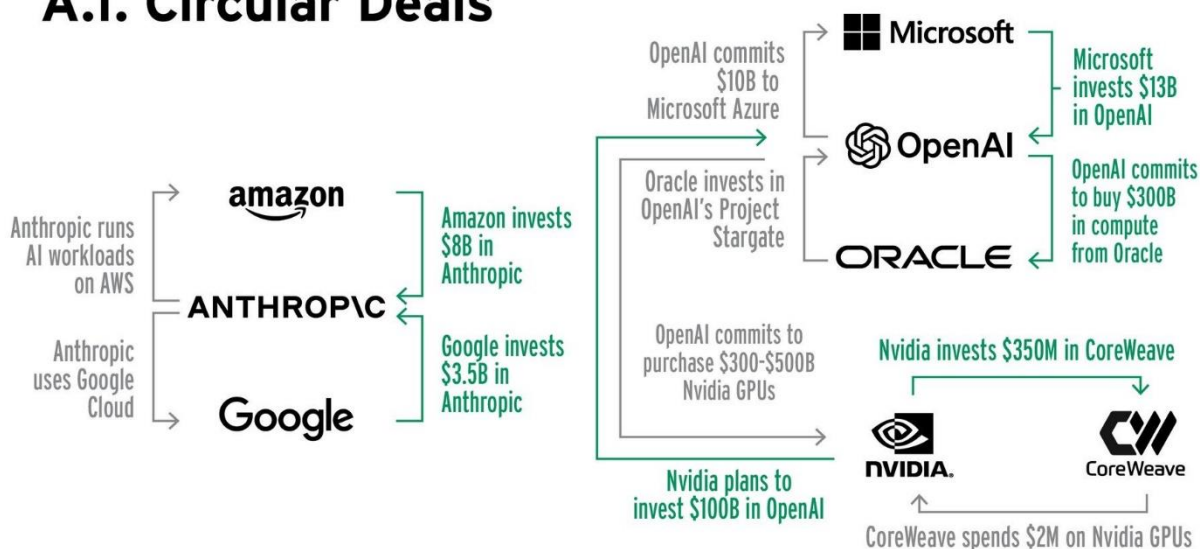
sottoperformance sono state diverse. La principale è la crescente concentrazione del mercato, un fenomeno che oggi appare evidente non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa. Se isolassimo i rendimenti dei titoli americani legati all'intelligenza artificiale e, in Europa, quelli appartenenti ai settori finanziario e della difesa, otterremmo un quadro ben diverso: i restanti segmenti di mercato mostrerebbero performance negative da inizio anno. È la conferma che, in questa fase, gli investitori si stanno concentrando su pochi grandi temi – intelligenza artificiale, difesa e banche – trascurando tutto il resto.

Non è la prima volta che assistiamo a una simile polarizzazione, ma oggi il fenomeno appare più marcato. E, se da un lato è comprensibile che il capitale fluisca verso i settori percepiti come più promettenti, dall'altro questa concentrazione ci induce a una certa cautela. Quando troppi investitori inseguono gli stessi temi, le valutazioni tendono a scollarsi dai fondamentali: l'entusiasmo cresce, l'euforia prende il sopravvento e si finisce per pagare qualsiasi prezzo, dimenticando che ogni *business* ha un valore intrinseco.

Un esempio lampante proviene dal mercato privato americano. OpenAI, la società che ha sviluppato ChatGPT, è oggi valutata circa 500 miliardi di dollari, pur generando solo 13 miliardi di ricavi annuali e non producendo né utili né cassa. Per confronto, Google, con una capitalizzazione di 3.000 miliardi, ha impiegato due decenni per conquistare il 90% del mercato della ricerca web, costruire o comprare *asset* di straordinario valore come YouTube, DeepMind (divisione IA), Waymo (guida autonoma), Google Cloud e Android, e raggiungere 350 miliardi di ricavi e 100 miliardi di utile netto.

All'interno di questo stesso contesto, osserviamo con una certa dose di scetticismo i numerosi contratti "circolari" tra le grandi società tecnologiche e dell'AI, spesso accordi reciproci che sembrano più finalizzati a sostenere un ecosistema ristretto di colossi che a creare valore economico reale.

A.I. Circular Deals



Source: Prof G analysis

Il secondo elemento che ha inciso negativamente sulla performance riguarda alcuni titoli che non hanno avuto un buon andamento in termini di prezzo, sia da inizio anno che rispetto al momento del nostro acquisto. Alcune società stanno attraversando fasi complesse – e riconosciamo che su alcune decisioni potremmo aver commesso degli errori – altre invece sono state penalizzate proprio da questa iperconcentrazione di mercato, venendo percepite come “perdenti” in un’epoca dominata dall’IA. Constellation Software, ad esempio, ha perso circa il 25% dai massimi in tre mesi, complice anche la notizia del ritiro di Mark Leonard per problemi di salute, fondatore e guida storica dell’azienda.

Ci dispiace profondamente per la situazione di Mark, una figura che negli anni è stata per noi una costante fonte d'ispirazione, e gli auguriamo una pronta guarigione. Allo stesso tempo, riteniamo che la forza culturale di Constellation sia tale da poter proseguire il proprio percorso anche senza di lui. Leonard ha preparato la società a questo momento per anni, e la sua successione è nelle mani di Mark Miller, in azienda dal 1995, profondo conoscitore dei processi interni e pienamente allineato ai principi che hanno reso Constellation una delle realtà più straordinarie del mondo software.

Non sappiamo se le idee presenti oggi nel portafoglio si riveleranno vincenti, ma una cosa è certa: non intendiamo inseguire il mercato né partecipare al suo gioco. Non costruiremo un portafoglio composto unicamente da società legate all'intelligenza artificiale, alla difesa o al settore bancario. Eos continuerà a investire in *business* di qualità, unici, capaci di generare valore nel tempo, mantenendo quella diversificazione che riteniamo essenziale per preservare solidità e coerenza.

Detto ciò, non significa che il portafoglio debba restare immutato: al contrario, i risultati recenti ci hanno portato a riflettere in profondità sulle nostre scelte, e nelle prossime pagine condivideremo con voi le conclusioni di questo processo.

Impariamo a conoscerci

Negli ultimi mesi abbiamo riflettuto molto su ciò che avremmo voluto migliorare. Dopo tre anni dalla fondazione ci è sembrato naturale fermarci e domandarci come rendere Eos Capital una società migliore. La prima risposta è stata quasi ovvia: continuare a cercare con ancora più determinazione nuove idee da inserire in portafoglio. Questo percorso ci ha inevitabilmente portato a incontrare e parlare con molte persone, a leggere decine di lettere di investitori e ad osservare il mondo che ci circonda con un'attenzione diversa, più vigile.

Tutto questo sforzo non è stato vano, anzi ha portato risultati concreti. Eppure, non abbiamo potuto fare a meno di notare un paradosso che si ripete: la maggior parte degli investitori parla di "lungo periodo", ma conclude la frase con una previsione sul trimestre successivo. Investire con orizzonti di anni sembra ormai un'idea d'altri tempi. Basta guardare ai nuovi strumenti finanziari che spopolano, con scadenze giornaliere come le [0-day options](#), o alle discussioni su Reddit sulle [Meme Stock](#), per accorgersi di quanto il mercato stia correndo verso un approccio sempre più tattico, effimero. In questo contesto, non possiamo nascondere di sentirci spesso un po' come dei pesci fuor d'acqua.

Nello stesso periodo ci siamo imbattuti nel concetto di "Minmax", alla base della teoria dei giochi e, per certi versi, anche dello sviluppo dell'intelligenza artificiale. Più approfondivamo l'argomento, più ci accorgevamo di come ciò che stavamo immaginando per Eos stesse prendendo forma. La teoria, introdotta da [Von Neumann](#), descrive la strategia ottimale in un gioco a somma zero tra due giocatori: ciascuno assume che l'altro agirà sempre nel modo a lui più favorevole e, di conseguenza, sceglie la mossa che garantisce il miglior esito nello scenario peggiore. In altre parole, la scelta razionale è quella che riduce al minimo la perdita massima immaginabile.

A un primo sguardo, la teoria potrebbe sembrare un invito a rifugiarsi sempre nella scelta più prudente, evitando il rischio a ogni costo, ma sarebbe un'interpretazione fuorviante. Il principio che la sorregge è molto più profondo: non dice che vincere significhi eliminare il rischio, perché l'incertezza è parte integrante del gioco – non si può mai prevedere con precisione assoluta la prossima mossa dell'avversario. Il "Minimax" insegna piuttosto a sopravvivere anche nello scenario peggiore. Non elimina il rischio, lo incanala. Indica la strada che consente di restare in partita. E, per definizione, se si rimane in vita abbastanza a lungo, il momento opportuno arriverà: prima o poi si presenterà l'occasione favorevole, ed è allora che ci si potrà giocare la vittoria.

L'alpinismo offre un'analogia immediata di questo principio. Davanti a una montagna, la strategia ottimale non è rinunciare del tutto alla scalata per ridurre al minimo i rischi – in quel caso la cima resterebbe irraggiungibile. Si tratta piuttosto di gestire l'esposizione, organizzarsi in modo che un imprevisto – un repentino peggioramento del meteo o una frana improvvisa – non significhi la fine della spedizione. Questo richiede di preservare attrezzatura e risorse sufficienti per poter riprendere il cammino. Prima o poi si aprirà una finestra di condizioni favorevoli che permetterà di avanzare verso la vetta. L'essenza è restare nella partita: superare le fasi più dure e attendere il momento in cui si presenta l'occasione per completare l'ascesa.

Il primo insegnamento è che disporre di una solida soglia di sopravvivenza è ciò che conta davvero. Più ampia è la tolleranza alla perdita, più estesa diventa la propria zona di sicurezza nello scenario peggiore: in altri termini, un vero e proprio margine di sicurezza personale. Questo consente di adottare strategie che ad altri potrebbero sembrare eccessivamente rischiose, ma che restano comunque sostenibili. Proprio perché non tutti sono in grado di restare nel gioco, le probabilità di vittoria – e il rendimento atteso nel lungo periodo – aumentano. Persino i migliori investitori sbagliano: come scritto nella lettera di marzo 2023, circa metà delle idee selezionate si rivelano errate. La vera questione, quindi, non è se le perdite ci saranno, ma quanto saranno contenute. L'obiettivo diventa allora massimizzare la permanenza nel gioco, permettendo al tempo e alla crescita composta di fare la loro parte: il fattore temporale conta più dei rendimenti immediati.

Nel mondo degli investimenti, quindi, tutto si riduce alla qualità dei propri soci e alla loro capacità di tollerare la volatilità. Troppo spesso, però, molte società del settore vivono il rapporto con soci e clienti come una semplice transazione. Così facendo trascurano l'importanza di coltivare nel tempo la relazione e di investire nell'educazione finanziaria degli investitori, ciò che per noi in Eos rappresenta invece un pilastro. A nostro avviso questo atteggiamento è miope e significa rinunciare, senza rendersene conto, a un vantaggio competitivo decisivo. In altre parole, si finisce per privilegiare la crescita degli *asset* in gestione a scapito non solo dei rendimenti, ma soprattutto della durata.

Un ulteriore modo in cui una società di investimento può rafforzare il proprio margine di sicurezza è attraverso una gestione oculata dei costi. Non mancano esempi di realtà che incassano milioni in commissioni ma che, una volta tirate le somme, arrivano a malapena al pareggio. Affitti sproporzionati per uffici di rappresentanza, organici gonfiati, spese legali fuori controllo: tutti elementi che riducono la resilienza e lasciano poco margine per assorbire la naturale variabilità dei ricavi. Eos, al contrario, ha sempre mantenuto un approccio rigoroso alla gestione dei costi ed è proprio per questo che, salvo eccezioni, riteniamo opportuno sfruttare l'attuale finestra di rinnovo della società per consentire l'ingresso di nuovi soci o l'adeguamento delle quote di capitale degli attuali. La prossima opportunità, verosimilmente, non si presenterà prima di tre anni.

Affidarsi a una società di investimento non significa soltanto valutarne il processo d'investimento, ma anche la sua capacità di restare in partita il più a lungo possibile, continuando così a generare valore nel tempo. Una base di soci allineata e ben informata – quindi più capace di tollerare la volatilità perché consapevole dei rischi sottostanti – rappresenta un vantaggio enorme. In questo contesto si attivano dinamiche completamente diverse, che i concorrenti difficilmente riescono persino a sfiorare.

Questa ossessione per i risultati di breve termine spinge molte società a ricalibrare continuamente i portafogli, imponendo regole di contenimento della volatilità tanto rigide da diventare autolesionistiche. In certi casi non si tollerano neppure perdite superiori al 5%, con la conseguenza di liquidare automaticamente le posizioni. Se Eos avesse adottato una simile regola, avrebbe chiuso più volte senza motivo. Il paradosso è che, più operatori adottano questi principi, più la volatilità complessiva del mercato aumenta: le vendite arrivano tutte insieme, amplificando i movimenti di prezzo in un effetto domino. Ne vediamo già i segni durante la stagione delle trimestrali: se un tempo il prezzo si muoveva in proporzione al taglio degli utili, oggi spesso reagisce con un moltiplicatore doppio o triplo.

Se siamo in grado di sopportare perdite di breve periodo che i nostri concorrenti non riescono a tollerare, il ventaglio delle nostre mosse si amplia enormemente. Possiamo approfittare delle vendite forzate senza la paura di dover uscire dalla posizione qualora il titolo subisse un ulteriore calo irrazionale. La volatilità di breve termine non equivale a un maggior rischio sul potenziale di lungo periodo: ciò che conta davvero è la capacità del *business* di generare cassa nel tempo e la probabilità che ciò accada.

Il mondo in cui viviamo è governato dalle probabilità. Eppure, come esseri umani, faticiamo a comprenderne davvero il funzionamento. Ogni nostra decisione si basa sul tentativo di assegnare una probabilità agli eventi e di posizionarci nella zona in cui le *chance* di successo – o di evitare il fallimento – sono più alte. Continuando a ragionare in questo modo, le nostre scelte tenderanno a essere sensate, a meno che non commettiamo errori nel calcolo delle probabilità.

Portato all'estremo, questo concetto è semplice, ma difficile da applicare. Pensiamo, per esempio, all'azione di mangiare un piatto di spaghetti al pomodoro. Senza rendercene conto, stiamo valutando se questa scelta sia corretta o meno. Prima di portare il cibo alla bocca, il nostro cervello elabora automaticamente un ragionamento: cuocere il grano trasformato in pasta a una certa temperatura, abbinarlo a un pomodoro coltivato e cucinato in un certo modo, non dovrebbe arrecare danni vitali al nostro organismo e dovrebbe fornire nutrienti utili. Se la pasta fosse troppo cotta, per esempio, l'impatto sul nostro corpo sarebbe comunque minimo – salvo rare infezioni batteriche, che hanno una probabilità molto bassa.

Questo processo avviene in pochi secondi, perché il nostro cervello si basa sull'esperienza accumulata nel corso della vita. È per questo che esistono strutture sociali come la maggiore età per votare o guidare: servono a garantire un minimo di esperienza per prendere decisioni sensate. Tuttavia, il problema è che le probabilità vengono spesso calcolate sulla base dell'esperienza individuale, non su quella collettiva. E considerando che l'esperienza del singolo non rappresenta nemmeno lo 0,1% di quella globale, è facile capire che molte delle probabilità che assegniamo agli eventi sono statisticamente errate.

Ragionare per schemi probabilistici è quindi molto più complesso di quanto sembri. Non è qualcosa a cui ci si allena senza sforzo, e quando ci troviamo di fronte a un problema nuovo, il nostro meccanismo si blocca: non abbiamo abbastanza esperienza per stimare gli sviluppi possibili, e ci avventuriamo nell'ignoto. È qui che entra in gioco il pensiero multidisciplinare, come primo passo per ampliare e rafforzare il nostro modello intrinseco di calcolo delle probabilità.

Quando sentiamo frasi come “Il mondo può solo peggiorare” o “Presto saremo tutti in guerra”, chi le pronuncia sta utilizzando in modo errato il proprio modello probabilistico. La storia ci insegna che non esiste una fine dichiarata dell'umanità, né un secondo inizio. Queste persone stanno scommettendo su un evento a bassa probabilità – qualcosa che, in generale, sconsigliamo di fare.

“Statisticamente parlando, il mondo non finisce così spesso” – Brian Rogers

Il fatto che ogni giorno l'umanità si concentri su come progredire ci dice molto su questo modo di pensare. Nessuno si preoccupa seriamente del fatto che forse domani il sole non sorgerà, perché la probabilità che ciò accada è estremamente bassa. Dedicare tempo e attenzione a questo scenario non è un uso efficiente delle nostre risorse mentali – così come non lo sarebbe riflettere per più di trenta secondi se assaggiare un piatto di spaghetti al pomodoro cucinato in un ambiente sicuro sia una buona idea.

Ragionare per probabilità è sempre stata una nostra ossessione, e posizionarci nella parte “più giusta” della distribuzione è qualcosa che dovremmo sempre fare – soprattutto quando si parla di investimenti. Ecco perché, nel corso del 2025 – complici le mosse azzardate di Trump – ci siamo accorti che la volatilità, intesa come oscillazione del prezzo di un'azione, ci intimorisce meno di quanto immaginassimo. Per questo motivo, riteniamo che sia più sensato ridurre il numero di titoli presenti in Eos, in linea con il nostro approccio alla gestione del capitale e con la volontà di mantenere alta la qualità delle scelte di investimento.

Probabilisticamente parlando, avere meno titoli in portafoglio ci costringe a essere più precisi nelle previsioni. Abbiamo meno posti disponibili, quindi possiamo permetterci meno errori. Questo ci rende più razionali, ci porta a tagliare prima i *business* su cui non siamo più convinti, e ci aiuta a raffinare il nostro sistema di calcolo intrinseco delle probabilità. Il risultato è un portafoglio più concentrato, più volatile, ma potenzialmente con un impatto molto più forte nel lungo periodo – se la nostra capacità di posizionarci dal lato giusto delle probabilità si rivelasse efficace.

Approfondiremo questo tema durante l’evento di novembre, di cui trovate un’anteprima nella sezione “Prossimi Passi” di questa lettera. Essere più concentrati non ci spaventa, perché – come illustrato nel nostro [processo d’investimento](#) – ciò che ci entusiasma non è soltanto scoprire modelli di *business* straordinari, ma soprattutto incontrare manager animati da una visione profonda, che vivono la crescita dell’azienda – che l’abbiano fondata o ne facciano parte – come la missione di una vita. Ci piace andare a dormire sapendo che il capitale delle nostre famiglie e dei nostri soci è nelle loro mani. Ci piace seguirne l’evoluzione negli anni, un po’ come un tifoso segue la propria squadra del cuore. E, quando possibile, ci piace costruire con loro un rapporto diretto. Se esiste un filo conduttore che unisce tutte le società in portafoglio, sono i manager appassionati e coinvolti, che ragionano da proprietari e, in molti casi, lo sono davvero. Questo è un requisito imprescindibile per ogni investimento che scegliamo di fare.

Prossimi Passi

Nel mese di novembre organizzeremo un evento online rivolto sia ai soci sia a coloro che hanno espresso interesse a entrare nel capitale di Eos Capital. Sarà un’occasione utile non solo per rispondere a eventuali domande, ma anche per illustrare nel dettaglio l’evoluzione della struttura del capitale alla luce del prossimo rinnovo societario. Come già sottolineato, chiunque conosca persone potenzialmente interessate a partecipare è invitato a mettersi in contatto con noi.

Pillola di saggezza

“Sono stato molto fortunato nella vita. Ma, con poche eccezioni, quali investimenti possiedo davvero? Ho azioni Costco, azioni Berkshire, il fondo cinese di Li Lu e gli appartamenti di Avi. In sostanza, dopo sessant’anni, ho finito per avere quattro investimenti. E, a dirla tutta, mi considero perfettamente ben diversificato. Nessuno insegna che questa sia una diversificazione adeguata. Ma sbagliano, e di grosso. La verità è che è molto più facile trovare quattro idee davvero sopra la media che quaranta. È difficilissimo, e se si è fortunati nella vita se ne trovano solo poche. Bisogna essere al tempo stesso pazienti e aggressivi: aspettare con calma, osservare, analizzare, cercare e colpire solo quando si presenta l’occasione giusta. Se in una vita si riescono a cogliere quattro opportunità di questo tipo, che funzionano davvero alla grande, quella è una vita di straordinario successo.” — Charlie Munger

A presto,

Davide e Francesco

Primi cinque titoli con peso maggiore in portafoglio (ordinati alfabeticamente)	
AMAZON	Azione
MICROSOFT	Azione
NVIDIA	Azione
PINDUODUO	Azione
TENCENT	Azione

