

Cari Soci,

Sono passati tre mesi dalla fondazione di EOS Capital S.r.l. e desideriamo ringraziarvi, in primo luogo, per la fiducia e la convinzione che avete mostrato nei nostri confronti, d'altronde, non è pur vero che le grandi imprese nascono, nella maggior parte dei casi, grazie al supporto e al sostegno delle persone a noi più care come familiari e amici? probabilmente perché la fiducia è ancora l'elemento principale che muove gli animi e le volontà delle persone.

Ci scusiamo in anticipo per la lunghezza di questa prima lettera, ma ci teniamo a spiegarvi in modo preciso e puntuale le logiche e i processi sottostanti il nostro approccio di investimento al fine di rendervi sempre più consapevoli e partecipi della nostra società, inoltre sarà nostra premura predisporre e inviarvi lettere periodiche con cadenza trimestrale al fine di raccontarvi la ratio alla base delle nostre scelte d'investimento, gli andamenti macro-economici dei mercati e le future strategie della nostra società. Sentitevi liberi di condividerle con chi desiderate, sarà nostra cura non inserire dati sensibili e riponiamo la massima fiducia nel vostro giudizio.

Tutti voi sapete che EOS è nata per investire il proprio capitale in strumenti finanziari con l'obiettivo di accrescerlo nel tempo, con pazienza, dedizione e costanza. A tal proposito, avremmo il piacere di condividervi due riflessioni sul nostro processo d'investimento. Nell'industria della finanza, spesso, per scegliere un bravo gestore si tende a guardare esclusivamente ai suoi risultati, tuttavia, si trascura di valutare un gestore per il suo approccio e metodo di investimento. A nostro avviso, questo metro di giudizio risulta piuttosto distorto e superficiale, poiché la correlazione tra il risultato e il metodo utilizzato non è così elevata come si possa immaginare. Prendiamo come esempio la medicina: se sussistesse una correlazione perfetta tra metodo e risultato, ogni operazione eseguita con lo stesso processo porterebbe al medesimo risultato, ma l'esperienza insegna che non è così, in quanto possono presentarsi ulteriori fattori esterni impossibili da prevedere.

Ritornando al mondo della finanza, con EOS cerchiamo di trovare società con enormi vantaggi competitivi e *business* unici, acquistandole a un prezzo inferiore rispetto al loro valore intrinseco (stimato da noi) e cercando di ottenere rendimenti migliori della media.

Il Metodo

Vorremmo iniziare questo paragrafo premettendo che il metodo utilizzato rappresenta per noi una solida base di partenza, che sicuramente avremo modo di migliorare nel corso del tempo e non è, dunque, imm modificabile.

La prima domanda che verrebbe da porsi è: "Come facciamo ad identificare *business* di qualità con vantaggi competitivi eccellenti?"

Abbiamo ideato un punteggio che va da 0 a 100 e che prende in considerazione gli aspetti che reputiamo necessari per stabilire se un *business* sia da considerare o meno come scelta di investimento. Alcuni esempi sono: la solidità finanziaria, l'esperienza ed il comportamento del *management*, la presenza di economie di scala, o la presenza di modelli di *business* che permettono la crescita e il superamento delle difficoltà durante la vita di un'impresa.

Se il punteggio che noi stabiliamo per la società presa in considerazione rientra nelle nostre soglie (60 è la sufficienza, sopra 85 siamo di fronte a *business* eccellenti), proviamo a stimarne il valore intrinseco; tutto ciò che non riusciamo a valutare viene scartato. Il nostro obiettivo non è comprare qualcosa con la speranza di rivenderla ad un prezzo più alto, bensì comprare società che continuano ad apprezzarsi nel tempo, generando valore per l'intero sistema economico.

La seconda domanda che verrebbe da porsi a questo punto è: "Come si stabilisce il valore di una società?"

Ci sono tantissimi metodi e testi accademici in cui si disquisisce su quale sia il miglior modello di valutazione, tuttavia, noi concordiamo che il valore di un *business* è dato dal flusso di cassa stimato che la società produce grazie alle sue attività, al netto degli investimenti. In questa lettera non vi parleremo delle ragioni per cui riteniamo che questo sia il metodo migliore, ma per darvi un'idea del ragionamento di fondo, procediamo con un esempio.

Assumiamo che oggi possiate comprare un'azione di Microsoft a \$10, questo prezzo è dato dall'incrocio di domanda ed offerta: ci sono persone che vendono Microsoft pensando che valga \$10 e ci sono persone che comprano Microsoft pensando che valga di più. Quello che facciamo noi è domandarci se \$10 sia un prezzo giusto e, in caso di valutazione negativa, ci chiediamo come dovrebbe evolversi il *business* di Microsoft affinché quel prezzo rispecchi il reale valore dell'azienda. I migliori investimenti sono quelli dove la nostra idea differisce in maniera positiva e sostanziale dal mercato.

L'obiettivo di EOS è quello di selezionare pochi investimenti, non più di 15/20, per garantire un buon bilanciamento tra concentrazione e diversificazione. Se EOS avesse 100 investimenti diversi in portafoglio, il peso percentuale di ognuno di essi sarebbe dell'1%, questo significherebbe che se uno di questi dovesse raddoppiare il proprio prezzo di mercato (+100% in termini percentuali), il guadagno marginale per noi sarebbe solo dell'1%. Si consideri tuttavia che un titolo non raddoppia tanto semplicemente, basti pensare che mediamente il mercato azionario americano (una delle maggiori economie al mondo) dal 1920 ad oggi ha registrato un rendimento annuo di circa il 10%, ciò significa che per raddoppiare il suo valore dovrebbero trascorrere 7 anni.

Come Zeckhauser gioca a Bridge?

Perché siamo fiduciosi di poter avere rendimenti migliori del mercato nel lungo periodo? Il segreto è studiare come Zeckhauser gioca a Bridge.

Zeckhauser è un professore di economia presso l'Università di Harvard ed è anche un campione di Bridge, un gioco di carte famoso nella cultura anglosassone.

Nel mondo della finanza, ci sono tre vantaggi che un gestore può avere: informativo, analitico e psicologico

Il vantaggio informativo è quello più immediato da immaginare: avere più informazioni rispetto ad altri investitori ci porta direttamente a scelte razionalmente più accurate. Nathaniel Rothschild costruì il suo impero bancario perché i suoi corrieri viaggiavano più velocemente di altri e di conseguenza, portavano un maggior numero di informazioni. Oggi questo tipo di vantaggio è praticamente nullo in quanto, in un mondo connesso come il nostro, avere informazioni riservate è molto difficile, e in ambito finanziario è anche illegale.

Il vantaggio analitico si concretizza nell'elaborare le stesse informazioni a disposizione di tutti, ma con metodi diversi e più efficaci. Si pensi ad esempio ai costi di Marketing e Ricerca di una società; dal punto di vista puramente contabile, questi costi andrebbero ad abbattere i ricavi, mentre, gli investitori più attenti, potrebbero intuire che in realtà, gli stessi, sono finalizzati ad innovare, attrarre nuovi clienti e guadagnare quote di mercato, quindi andrebbero presi in considerazione nel calcolo del valore intrinseco della società che si sta analizzando. Google sarebbe diventato il motore di ricerca più utilizzato al mondo se avesse speso ed innovato nel medesimo modo e alla stessa velocità del suo ormai sconfitto rivale Yahoo?

Il terzo vantaggio è quello psicologico/comportamentale; per parlarvi di questo argomento utilizzeremo come base il discorso di Charlie Munger intitolato *"La Psicologia umana e l'errore di valutazione"*. Ci sono tanti tipi di difetti cognitivi (*"bias"*) che attanagliano i nostri schemi di ragionamento, di seguito vi descriveremo solo i più importanti poiché abbiamo a cuore il vostro tempo e la vostra pazienza.

- **Psicologia di Gruppo/Prova sociale:** tutti noi siamo consapevoli che le decisioni di gruppo basate su un *quorum* maggioritario sono sub-ottimali, eppure, nelle società moderne, ogni decisione viene presa secondo questo modello. Un esperimento molto divertente sull'influenza che le altre persone hanno sui nostri pensieri è stato fatto dal Dott. Cialdini. L'esperimento consisteva nello scegliere un gruppo di passanti, invitarli a guardare in alto e studiare quante persone estranee al gruppo preso in considerazione avrebbero guardato comunque in alto. Cialdini osservò che più il gruppo di persone che guardava in alto cresceva, maggiore era il numero dei passanti che si fermava a guardare in alto, nonostante fosse evidente che in cielo non ci fosse assolutamente nulla, lasciandosi dunque influenzare dal comportamento altrui. Questo fenomeno è molto frequente nel mondo della finanza. Nel 1999, ad esempio, le persone compravano azioni di società tecnologiche senza sapere il perché, oppure, fino a poco tempo fa, le persone compravano Bitcoin solamente perché tutti li compravano.
- **Disponibilità:** un altro *bias* cognitivo molto pericoloso è quello che ci induce a dare maggior peso alle informazioni evidenti o facilmente ottenibili. Su questo concetto un bellissimo esperimento si può trovare nel [video sottostante](#) (contate quante volte le persone vestite di bianco si passano la palla)



La cosa divertente è che nessuno nota l'individuo vestito da Gorilla che appare nel mezzo, e anche se venisse notato, in pochi si accorgerebbero del cambio di colore dello sfondo o del fatto che uno dei tre giocatori con la maglia nera lascia la scena. In finanza ci si concentra su piccoli particolari, perdendo di vista il complesso delle cose. Nessuno si preoccupava di come le abitudini dei consumatori stessero cambiando e di come Apple stesse guadagnando quote di mercato, lanciando il primo Iphone, eppure, pochi anni dopo, Nokia venne comprata da Microsoft sull'orlo del fallimento.

- **Inabilità di pensare con schemi di probabilità:** finalmente siamo arrivati a Zeckhauser, il nostro campione preferito che, consapevole di tutti questi svantaggi, ha cercato non solo di cambiare ed evolvere il suo modo di pensare, ma anche di comprendere le limitazioni della mente umana. L'assunto che l'essere umano sia un animale razionale è molto affascinante, ma allo stesso tempo non del tutto corretto. Sistemi complessi, come quello economico, sono sistemi sociali che dipendono dalle interazioni umane e non solo dai numeri. L'aspetto comportamentale della finanza, infatti, è la cosa più importante. Quando si riesce a ragionare e a parlare sulla base di modelli probabilistici, il punto di vista diventa più generale e razionale. Ragionando tenendo presenti scenari probabilistici, è possibile avere più soluzioni al variare degli eventi ed essere preparati a ciò per cui sarebbe

normalmente impossibile essere preparati. L'essere umano, purtroppo, non ha una mente costruita per questo tipo di funzionamento e fa molta fatica a ragionare con modelli di pensiero basati sulla probabilità. Al riguardo, un esempio è dato dal test delle tre porte di Monty Hall. Si tratta di un gioco in cui il concorrente deve scegliere tra tre porte, sapendo che solo in una delle tre è presente un premio. Il concorrente medio sceglie una porta all'inizio del gioco e, dopo avere aperto una delle due rimanenti e aver constatato l'assenza del premio, decide di mantenere ferma la sua scelta iniziale, anche avendo la possibilità di cambiare. Probabilisticamente, la soluzione corretta sarebbe quella di scegliere un'altra porta, dopo averne aperta una, poiché all'inizio del gioco la probabilità di successo è di $1/3$, mentre successivamente è di $2/3$.

Pensiamo di essere diversi

Forti del fatto di essere consapevoli dei nostri limiti e di come sia giusto abbracciare un determinato modello di ragionamento piuttosto che un altro, abbiamo cercato di costruire una tipologia di pensiero che tenga tutto in considerazione. Questo modo di ragionare, accompagnato dalla vostra pazienza, ci darà la possibilità di amministrare il capitale di EOS per un orizzonte temporale che va oltre i canonici 12/24 mesi dell'industria della finanza. Il nostro metodo non è infallibile, ma siamo consapevoli degli errori più comuni e del giusto temperamento necessario per gestire una società come EOS.

Il futuro

Oltre alla missione principale relativa allo sviluppo del *core business* della nostra società, avremmo il piacere di intraprendere nuove progettualità al fine di accrescere il *networking* di EOS, come la creazione di un sito internet dedicato al fine di condividere le nostre idee e il nostro approccio o la pianificazione di un evento annuale in *streaming*, dove voi soci potete invitare amici di fiducia o parenti per parlare di economia, finanza ed investimenti.

Siamo sempre a disposizione per chiarimenti, discussioni o anche semplici domande. Potete scrivere direttamente all'e-mail eoscapitalsrl@gmail.com, anche se avete dei suggerimenti di altro genere.

Pillola di saggezza

Ci piace introdurre un segno distintivo, chiuderemo ogni comunicazione con una breve citazione sulla finanza o sul nostro modo di pensare, perché come il cibo, la conoscenza, se condivisa, ha un altro sapore.

"Molte persone con un alto quoziente intellettuale sono degli investitori terribili; perché hanno un temperamento terribile, ed è per questo che avere un certo tipo di temperamento è più importante che essere particolarmente brillanti. È necessario mantenere le emozioni irrazionali sotto controllo, bisogna avere l'abilità di sopportare le perdite senza diventare matti, essere pazienti, disciplinati e non montarsi la testa. Questo è il segreto per investire."

Charlie T. Munger

A presto,

Davide e Francesco