



Università degli Studi di Sassari

Tesi di Dottorato in diritto ed economia dei sistemi produttivi
Indirizzo economico
XXVIII ciclo

Fondi d'Investimento Universitari: modello long value per le università italiane

Tesi di dottorato del:
Dott. Davide Diana

Tutor:
Prof. Gerardo Ettore Marletto

Direttore della scuola dottorale:
Chiar.mo Prof. Michele M. Comenale Pinto

Anno Accademico 2015-2016

*Dottorato in Diritto ed Economia dei Sistemi Produttivi - Indirizzo Economico
XXVIII Ciclo
Università degli Studi Di Sassari*

DAVIDE DIANA
2016

*Dottorando: Davide Diana
“Fondi d’Investimento Universitari: modello long value per le università italiane”*



Università degli Studi di Sassari

Rapporto di ricerca:
**Fondi d'Investimento Universitari:
modello long value per le università italiane**

Davide Diana
davdiana.uni@gmail.com

Abstract

I herein present an investment model designed to provide a self-financing scheme to Italian universities, which are experiencing deep cuts in funding from the central government. The model is presented as a heuristic because psychologists and behavioralists have shown that in an environment with limited knowledge (finance must deal with the future that is by definition uncertain) and limited capacity to process information, agents tend to resort to efficient algorithms to make decisions. Using a heuristic prevents cognitive biases from influencing decisions by specifying the algorithm for the investment decision in advance. The described procedure takes inspiration from the US endowment model which is an approach to investing popularized by Yale University that emphasizes diversification and active management of equity-oriented, illiquid assets. The research will provide a shortlist of British and American endowments and it will introduce the reader to John Maynard Keynes' Chest Fund, Cambridge King's College endowment fund, which the economist managed from the early twenties until his death in 1946. The investment heuristic will be presented as a long-only model and will be value oriented. It will also be connected to the Value Investing discipline as first introduced by Benjamin Graham and championed by the like of Warren Buffett. The discussion will smoothly move into a criticism of the modern portfolio theory and the efficient market hypothesis that gained widespread approval in the 1970s. I

believe that, while theoretical models of efficient markets prove useful as illustrations or characterizations of an ideal world, we cannot accept their pure form as accurate descriptors of real markets. Indeed, in this work a strong claim will be put forth that we have to distance ourselves from the idea that price changes always reflect legitimate information and that financial markets always work well. Standing these conditions, the institutional chief investment officer of a proposed Italian endowment fund will dispose of a model on which to base his investment decisions.

Keywords: endowment funds, limited rationality, investors' behavior, psychological biases, Value Investing, behavioral Finance, efficient market hypothesis, modern portfolio theory, John Maynard Keynes, Benjamin Graham, endowment asset management, financial crisis, Italian universities.

Typography: Italian, American English (for finance specific terms the vocabulary of choice must be intended to be US English and not British English)

TABLE OF CONTENTS

Abstract.....	I
- Capitolo I - INTRODUZIONE	4
1.1 - Argomento e metodologie di ricerca: Endowment Funds e Value Investing. Un modello per le università italiane	4
- Capitolo II - FONDI D'INVESTIMENTO INTERNI ALLE UNIVERSITA'.....	9
2.1 - Presentazione del capitolo.....	9
2.2 - Le università italiane, i finanziamenti e la crisi	10
2.3 - Verso un modello di gestione più autonomo ed autosufficiente.....	19
2.4 - Un modello di autofinanziamento basato sugli endowment funds americani ed inglesi	23
2.4.1 - Yale University	31
2.4.2 – MIT (Massachusetts Institute of Technology)	35
2.4.3 - King's College, Cambridge.....	36
2.4.4 - Il caso: Grinnell College – una piccola università con un fondo di oltre un miliardo di dollari.....	38
2.5 - Normativa vigente e compatibilità con un fondo d'investimento universitario	40
2.6 - Effetti sul territorio, sulla didattica e sulla qualità dell'offerta formativa.....	42
- Capitolo III - PROPOSIZIONE DI UN MODELLO DI GESTIONE DEL FONDO UNIVERSITARIO PER IL LUNGO PERIODO	49
3.1 – Presentazione del capitolo	49
3.1.1 – Limiti dell'ipotesi dei mercati efficienti e introduzione della razionalità limitata.....	51
3.1.2 – Modello a gestione attiva – La Value Investing	64
3.1.3 - John Maynard Keynes e la strategia Value per il fondo d'investimento universitario	68
3.2 – Il modello long value per la presa di decisioni d'investimento	70
3.2.1 – Presentazione del modello	70

3.2.2 – Perché il modello value investing funziona: behavioral finance e altri fattori.....	74
3.3 – <u>Primo passo</u> : SCREENING	78
3.4 – <u>Secondo passo</u> : VALUTAZIONE.....	85
3.4.1 – VALUTAZIONE: il metodo di bilancio (il Net Asset Value – NAV).....	92
3.4.2 – VALUTAZIONE: il metodo dei flussi di cassa (Earnings Power Value – EPV).....	96
3.4.3 – VALUTAZIONE: il valore della crescita.....	105
3.5 – <u>Terzo passo</u> : Decisione e gestione del rischio	106
- Capitolo IV - SVILUPPI FUTURI DELLA RICERCA	111
4.1 - In accademia	111
4.2 - Fuori dall'accademia – messa in pratica del modello teorico. L'istituzione di un fondo d'investimento universitario	114
- Capitolo V - CONCLUSIONI	118
5.1 - Considerazioni conclusive	118
- INDICE BIBLIOGRAFICO -	120
Bibliografia collegata: Robert J. Shiller.....	131
Appendice I	135
Appendice II	138
Appendice III	145
Appendice IV	151

- Capitolo I - INTRODUZIONE

1.1 - Argomento e metodologie di ricerca: Endowment Funds e Value Investing. Un modello per le università italiane

Le prime righe di questo elaborato di ricerca vogliono soffermarsi sul motivo che ha spinto il dottorando verso questo progetto. Chi scrive crede che il territorio dove siamo nati e dove viviamo meriti un'enorme attenzione da parte nostra, non solamente per salvaguardarlo per noi stessi e le generazioni che verranno dopo di noi, ma anche per migliorarlo. Per la sua natura innovativa e propositiva una ricerca dottorale ha fornito l'occasione di apportare un contributo alla letteratura che qui si propone con umiltà, ma allo stesso tempo con la forza necessaria per portare avanti un'idea nuova per il territorio, rispondendo così alla chiamata di quella che è definita dall'ordinamento italiano la "terza funzione" delle università. Il sistema universitario rappresenta il passato, presente e futuro del nostro paese. Ha dentro di sé il seme dell'avvenire, rappresenta la porta verso nuove conoscenze e come tale si crede che ognuno di noi debba fare la propria parte per permettere di superare il periodo di crisi del sistema che è stato ben delineato dai rapporti nazionali (ANVUR, 2016). Si sente parlare molto dei problemi che invadono questi centri del sapere e le notizie diffuse dalla stampa hanno creato un alone negativo sulle università che è stato accompagnato da rassegnazione ad una situazione ritenuta da molti immutabile (VI Indagine ADI su Dottorato e Post-Doc, 2016). Chi scrive pensa che il cambiamento sia invece continuamente possibile e che il primo passo consista nel crederci.

L'elaborato di ricerca nasce come studio di un modello d'investimento long-value. In seguito a collaborazioni internazionali in Europa ed America, si è avuta l'occasione di entrare in contatto in particolare con il mondo universitario anglo-americano e, in esso, con gli endowment funds legati alle università. Parallelamente allo sviluppo della ricerca sul modello è iniziata un'attività di raccolta informazioni sulla storia e sul funzionamento di questi fondi universitari. Si è progressivamente diventati consapevoli che il modello di riferimento in tale campo viene dall'endowment fund dell'Università di Yale, il cui chief investment officer, David Swensen è considerato un'autorità in materia. Si notava allo stesso tempo che il

modello d'investimento adottato da alcuni dei fondi meglio performanti e più longevi era basato su una strategia value fornendo così ulteriori idee applicative per il caso italiano.

Le ulteriori ricerche sul modello value hanno creato un legame con l'attività di John Maynard Keynes (Keynes, 1936) che qui verrà presentato non come semplice economista ma anche come investitore (Chambers, Dimson, & Foo, 2013). Particolarmente interessante è stato accostare la biografia di quest'intellettuale eccezionale alla sua attività come investitore del Chest Fund, l'endowment fund del King's College in Inghilterra. Durante un periodo di studio del dottorando in Inghilterra si è avuta la possibilità di consultare gli scritti catalogati dell'economista nelle biblioteche del King's College e della London School of Economics. Degna di grande importanza è stata la scoperta personale di come Keynes, prima di perdere quasi tutta la sua fortuna durante il crollo del 1929, fosse uno speculatore nei mercati attento all'analisi tecnica. Il suo stile d'investimento cambia dopo quella data e, come nota lui stesso nel capitolo XII della Teoria Generale (Keynes, 1936), adotta una strategia value attenta ai fondamentali delle aziende. Da allora il fondo dell'università gestito da Keynes batterà costantemente il mercato fino alla sua morte avvenuta nel 1946.

Il punto centrale attorno a cui ruota l'elaborato è un modello d'investimento long-value, che si vuole proporre per un fondo per le università italiane, basato sulla value investing così come inizialmente sviluppata negli anni '30 dal professor Benjamin Graham della Columbia University (Graham, 2009). Il modello, come vedremo, sarà presentato come un'euristica utile per pervenire ad una decisione d'investimento. Come si noterà dallo sviluppo del lavoro, la value investing prenderà le sue distanze dalla nozione dominante nel mondo della finanza della teoria di portafoglio moderna (Markowitz H. M., 1959) secondo cui i mercati sono efficienti (Fama, 1970). Il modello presentato in questa ricerca introduce tre fasi per la presa delle decisioni d'investimento. Per prima cosa individuerà azioni potenzialmente sottovalutate scegliendo società con bassi rapporti P/E e P/B (Bourguignon & Jong, 2003) e utilizzando altri criteri (Dhatt, Kim, & Mukherji, 1999). In seguito, estrarrà le società che hanno superato lo screening e su di esse procederà a fornire una stima del valore intrinseco [(Damodaran, 2006), (Athanasakos, 1995)]. La terza e ultima fase consisterà nella presa della decisione vera e propria, la quale dovrà tenere presente anche della gestione del rischio. In questa fase si procederà ad acquistare l'azione se e solo se il prezzo delle azioni sarà al di sotto del valore intrinseco calcolato, tenendo conto di un certo margine di sicurezza (Klarman, 1991). Il gestore del fondo che utilizza un simile modello sarà un investitore anti-conformista, che parte dai fondamentali per arrivare agli aspetti

macro e avrà un orizzonte temporale molto lungo, che ben si adatta al caso di un'istituzione longeva come l'università.

Si porteranno in evidenza le ricerche presenti in letteratura a sostegno di un modello value, le quali perlopiù si concentrano sul primo passaggio (lo screening) non essendo chiaramente definito un modello di valutazione per la value investing. Dalla letteratura si evince come semplici strategie value basate sui bassi ratio visti nella prima fase hanno storicamente ottenuto rendimenti superiori rispetto alle strategie growth negli Stati Uniti d'America, Canada e altri mercati internazionali [(Basu, 1977), (Chan, Hamao, & Lakonishok, 1991), (Chan & Lakonishok, 2004), (Fama & French, 1992), (1993), (1997), (Athanasakos, 2009)]. La caratteristica di questa strategia è che tende a fornire rendimenti superiori sia quando i mercati scendono sia quando salgono, indifferentemente dagli scenari macroeconomici (Kwag & Lee, 2006). Un'altra cosa che colpisce particolarmente è che ottengono questi risultati senza per questo avere un rischio più alto, considerando come rischio quello che la teoria moderna di portafoglio definisce con deviazione standard e beta (definizione che questa ricerca cambierà).

La letteratura portata in evidenza all'interno dell'elaborato mostra anche come la tendenza all'eccesso di diversificazione crei un handicap per le performance dei portafogli mostrando come manager costantemente sopra alla media esistano e come i loro portafogli siano molto più concentrati di quello che la teoria di portafoglio moderna prevede (Kacperczyk, Sialm, & Zheng, 2005). Le stesse interviste tenute dal dottorando nel corso degli anni con grandi manager internazionali con prestazioni decennali sopra alla media di mercato hanno mostrato come spesso i portafogli di questi grandi investitori siano relativamente concentrati e si aggirino attorno alle venti società.

Come si menzionerà in diversi punti del rapporto, un comportamento contrario, scettico ed anticonformista sarà necessario per ottenere performance diverse da quelle del mercato, in quanto, seppur non pensiamo che i mercati siano efficienti in senso stretto, siamo in grado di affermare che alcuni sono più efficienti di altri, e quando anche un mercato risulti efficiente in un certo momento nel tempo è molto probabile che non lo resti per sempre. Come notato dal grande investitore Sir John Templeton (Montier, 2009): *“È impossibile ottenere dei risultati superiori a quelli ottenuti dal mercato a meno che non si faccia qualcosa di diverso da quello fatto dalla massa”*. Lo stesso Howard Marks riprenderà questo concetto nel presentare una matrice che mostreremo all'interno del lavoro. Avere uno spirito controcorrente e riuscire a mantenere quella posizione contraria è proprio quello che si ritiene necessario per avere successo (non per garantirlo però) nell'attività di investimento attiva. Il problema è che se la massa si comporta in un certo modo ci

sono dei motivi che si ricollegano alla psicologia dell'essere umano. Il che spiega perché sia così difficile fare meglio del mercato.

L'aspetto psicologico comportamentale di questo lavoro si collega alla domanda che dovrebbe nascere spontanea dopo aver presentato tutte queste prove a sostegno delle strategie value: Come mai non sono tutti value investors? Perché il mercato, popolato di professionisti estremamente formati e razionali, non ha approfittato di questo fatto e quindi riassorbito quest'anomalia, come la teoria dei mercati efficienti predica?

Il motivo che sta dietro alla continua presenza di questa anomalia è da ritrovarsi in una disciplina diversa da quella dell'economia e della finanza. Stiamo parlando dei bias comportamentali e cognitivi dell'essere umano. Stiamo dunque entrando nel campo delle discipline psicologiche e comportamentali (Kahneman D. , 2011). Per questo motivo il lavoro è stato esposto nelle sue diverse fasi, seppur in forme modificate e adeguate al diverso scenario, in diversi ambienti presso esponenti dell'area psicologica/comportamentale e dell'area economica. Ogni presentazione evidenziava dei fatti importanti, come ad esempio che ogni area tendeva a mettere da parte l'altra e a considerarla, a parer di chi scrive, meno importante. Una delle parti originali di questa ricerca consiste proprio nell'aver avuto un'esposizione verso due aree appartenenti a discipline diverse eppur strettamente correlate.

Gli agenti individuali sono vittime di comportamenti irrazionali che li porta ad estrapolare erroneamente, essere eccessivamente ottimisti o pessimisti, avere delle reazioni eccessive e, soprattutto, a seguire la massa [(Shiller R. , 1995), (Scharfstein & Stein, 1990)]. I gestori di fondi, gli analisti ed altri agenti del mondo della finanza seguono la massa per proteggere il loro lavoro. Se tutto il gruppo va male ed il manager va male come il resto del gruppo, allora la sua posizione sarà protetta dal fatto che la sua situazione è la stessa del resto del gruppo. Ma se ha agito in modo diverso dalla massa, e le cose non vanno bene mentre a tutti gli altri si, allora la sua reputazione ed il suo lavoro sono esposti a tutti e la sua posizione è a rischio. Inutile sottolineare come anche le migliori decisioni a volte non procedono come dovrebbero, ciò nonostante non vuol dire che fosse sbagliato prenderle in quel momento. Il fatto però di avere preso una decisione diversa dalla massa avrà delle conseguenze, siano esse buone o brutte. Come verrà ripetuto altre volte all'interno dell'elaborato, Keynes aveva ben delineato il problema quando affermava: *“È meglio fallire con il resto della massa piuttosto che avere successo in modo non convenzionale”* (Cassidy, 2009).

Un altro motivo per cui l'anomalia precedentemente descritta resta rilevante è da ricollegare alla presenza di bias istituzionali (interessante a tal proposito è l'attività di ricerca del professor Brian Bushee dell'università di Wharton). Nel

contesto di questo elaborato, volto a presentare un modello d'investimento istituzionale, è importante essere a conoscenza della presenza di questi bias come primo passo per evitarli. I manager dei fondi istituzionali rischiano di incorrere in bias diversi dovuti alla presenza di pressioni e interessi. I manager potrebbero ribilanciare i portafogli durante l'anno in modo da ottenere dei bonus nel periodo natalizio ad esempio e potrebbero abbellire le prestazioni con determinati movimenti volti a ottenere un surplus prestazionale temporaneo. "L'effetto gennaio", come viene chiamato, non è altro che il risultato di questo window-dressing [(Athanasakos, 2008), (Athanasakos, 2015), (Swensen, 2009)].

Sono quindi i bias comportamentali degli esseri umani e delle istituzioni che distorcono i prezzi nei mercati in un modo tale da dare origine a quel premio per le strategie value. Essendo fenomeni legati alla natura stessa dell'essere umano possiamo concludere che saranno sempre presenti. La più grande debolezza dell'ipotesi dei mercati efficienti viene dall'aver delineato uno scenario eccessivamente rigido che non tiene conto delle scienze comportamentali e sociali, come verrà evidenziato all'interno della ricerca. Mostriamo la divisione non equa esistente nella letteratura tra la teoria di portafoglio moderna e la finanza comportamentale (Fama & Thaler, 2016). Emblematica è stata l'assegnazione nel 2013 del premio Nobel per l'economia a tre esponenti del mondo finanziario. Due dei riceventi, Eugene Fama e Robert Shiller, hanno portato avanti per decenni teorie diverse e a volte opposte nel mondo della finanza.

L'obiettivo del lavoro è dunque quello di proporre un'euristica per la presa di decisioni d'investimento (Pompian, 2012) nell'ambito di un fondo d'investimento universitario. L'utilizzo delle euristiche si rivela di fondamentale importanza per la presenza dei bias di cui abbiamo appena parlato (Kahneman, Tversky, & Slovic, Judgment under Uncertainty: Heuristics & Biases, 1982). Kahneman e Tversky in particolar modo hanno mostrato come l'uso di euristiche permette di rendere trattabili problemi complessi, seppur allo stesso tempo mostrino come le euristiche portino alla manifestazione problematiche cognitive nuove (Kahneman & Tversky, 1983). Si mostrerà allora come la configurazione anticipata di un determinato modello decisionale permetta all'agente di evitare bias comportamentali comuni (Gigerenzer & Gaissmaier, 2011).

- Capitolo II -

FONDI D'INVESTIMENTO INTERNI ALLE UNIVERSITA'

2.1 - Presentazione del capitolo

Il presente lavoro di ricerca è stato sviluppato come studio del modello denominato Value Investing, con il quale si intenderà identificare una determinata tipologia d'investimento “value”, in contrapposizione a quelle “growth”, orientata al lungo periodo e che verrà presentata successivamente nel lavoro (capitolo terzo). Nel capitolo secondo si introduce un'interessante opportunità di applicazione del modello nel contesto delle università italiane di cui si presenta anche la situazione problematica degli ultimi anni.

Durante l'attività di estensione della rete di conoscenze che avrebbe dovuto permettere lo studio della materia e il successivo approfondimento della ricerca, si notava come diverse personalità tra quelle contattate facessero parte come trustees (amministratori fiduciari) o managers (gestori) di fondi d'investimento universitari nel mondo anglosassone. Analizzando il fenomeno ed intervistando queste persone si poteva facilmente intuire la naturale convergenza dei vantaggi di avere un fondo d'investimento interno orientato al lungo termine e le necessità economiche di un'istituzione universitaria la cui esistenza si suppone orientata verso i secoli a venire. In qualità di dottorando di ricerca e quindi di figura inserita all'interno dello scenario accademico italiano, la posizione si presentava particolarmente adatta per poter apprezzare pienamente l'importanza di questa situazione e per capire i vantaggi che una soluzione simile offriva. Veniva così offerta un'opportunità di ricerca di un metodo d'investimento Value che al contempo avrebbe permesso una riflessione sulla sua applicabilità concreta nel contesto italiano, in cui l'istruzione terziaria si trova ad affrontare un momento di profondo riesame e crisi che verrà presentato nel presente capitolo e che è stato ampiamente discusso dalle recenti ricerche dell'Agenzia Nazionale di Valutazione del sistema Universitario e della Ricerca (in acronimo ANVUR), della Fondazione CRUI e dell'OCSE tra le altre.

L'idea dell'estensione della ricerca verso una sua applicazione nel mondo delle istituzioni universitarie si può dire che sia venuta alla luce grazie al lavoro di eminenti del passato e del presente. Si citano in particolar modo:

- John Maynard Keynes (economista e gestore del fondo d'investimento del King's College a Cambridge);
- Benjamin Graham (professore alla Columbia University, gestore professionale di un fondo d'investimento, tra i fondatori del CFA Institute e ritenuto il padre della Value Investing);
- James Tobin (premio Nobel dell'economia e promotore delle nuove regole che gestiscono da quel momento i rapporti tra l'università di Yale e l'endowment fund);
- Bruce Greenwald (professore alla Columbia University, titolare dei corsi di Value Investing e collaboratore di Joseph Stiglitz, premio Nobel dell'economia e docente anch'egli alla Columbia University nel master specifico sulla Value Investing);
- George Athanassakos (professore alla Ivey School of Business, Canada, e Chief Investment Officer del fondo d'investimento dell'istituzione);
- Robert Shiller (professore a Yale, premio Nobel dell'economia e collaboratore di lunga data di David Swensen);
- Felipe Ruiz (professore emerito titolare delle cattedre di Finanza, Gestione di Portafoglio, e di Finanza Comportamentale presso l'Universidad Politecnica de Madrid, UPM, nonché membro del consiglio d'amministrazione del MIT, Massachusetts Institute of Technology, Sloan European, Middle Eastern, South Asian, African Executive Board);
- David Swensen (Professore a Yale, Chief Investment Officer del fondo dell'università con una massa in gestione al gennaio 2016 di oltre 25 miliardi di Dollari).

2.2 - Le università italiane, i finanziamenti e la crisi

Si parlava nel precedente paragrafo di figure che in un modo o nell'altro erano legate al mondo degli "endowment fund" universitari, i così denominati fondi che le università mettono in piedi grazie a donazioni provenienti da soggetti privati. La presenza di questi fondi di dotazione che vengono reinvestiti continuamente è uno dei punti cardini della sostenibilità e dell'autonomia degli istituti. In Italia un sistema simile potrebbe rappresentare una soluzione alla ben nota crisi dei finanziamenti statali. Il presente lavoro non si pone come obiettivo quello di analizzare nel dettaglio le causalità che hanno portato il sistema alla situazione attuale ma ripresenta alcune delle criticità da altri studiate e da esse poi articola il proprio ragionamento.

Il sistema universitario italiano sta affrontando negli ultimi anni un periodo di crisi che mette in difficoltà il raggiungimento della sua triplice funzione quale:

- *centro di didattica;*
- *centro di ricerca;*
- *istituto di sostegno diretto al sistema economico e sociale (la cosiddetta terza missione).*

Vista l'importanza che questa istituzione svolge per il territorio nazionale e i suoi cittadini per il presente ed il futuro del paese, ci si aspetta che questa venga sostenuta e potenziata. Purtroppo, stante agli ultimi rapporti OCSE "*Education at a glance*" (OCSE, 2016) e alle ricerche pubblicate nel "*Rapporto Biennale sullo Stato del Sistema Universitario e della Ricerca*" (ANVUR, 2016) la situazione sta invece andando nella direzione opposta. Viene così riportato come la spesa in istruzione terziaria, in Italia, sia molto al di sotto della media dei principali paesi industrializzati, sia in rapporto al numero degli studenti iscritti (33 per cento in meno della media OCSE, 50 per cento in meno dei paesi del Nord Europa, vedi tabelle e grafici successivi), sia in rapporto al prodotto interno lordo (0,6 punti percentuali inferiore alla media OCSE). In un contesto comparativo, l'Italia si colloca infatti all'ultimo posto tra i paesi OCSE per spese cumulate di origine pubblica¹ e privata in percentuale al PIL destinate all'educazione terziaria e al quart'ultimo posto per la spesa complessiva di origine pubblica e privata destinata all'istruzione nel suo complesso (primaria, secondaria, post-secondaria non terziaria e terziaria).

Volendoci soffermare sulla situazione delle Università degli Studi di Sassari e di Cagliari l'ANVUR riporta come i tagli siano stati più consistenti rispetto alle altre università del centro e nord Italia. Infatti le università ad aver subito i tagli più consistenti (basati sui canoni di "finanziamento competitivo" e "costi standard")

¹ *Education at a Glance 2016: Public expenditure* on education covers expenditure on educational institutions and support for students' living costs and for other private expenditure outside institutions. It includes expenditure by all public entities, including ministries other than ministries of education, local and regional governments, and other public agencies. OECD countries differ in the ways in which they use public money for education. Public funds may flow directly to institutions or may be channelled to institutions via government programmes or via households. They may also be restricted to the purchase of educational services or be used to support students' living costs. All government sources of expenditure on education, apart from international sources, can be classified in three levels: central (national) government, regional government (province, state, Bundesland, etc.), and local government (municipality, district, commune, etc.). The terms "regional" and "local" apply to governments whose responsibilities are exercised within certain geographical subdivisions of a country. They do not apply to government bodies whose roles are not geographically circumscribed but are defined in terms of responsibility for particular services, functions or categories of students.

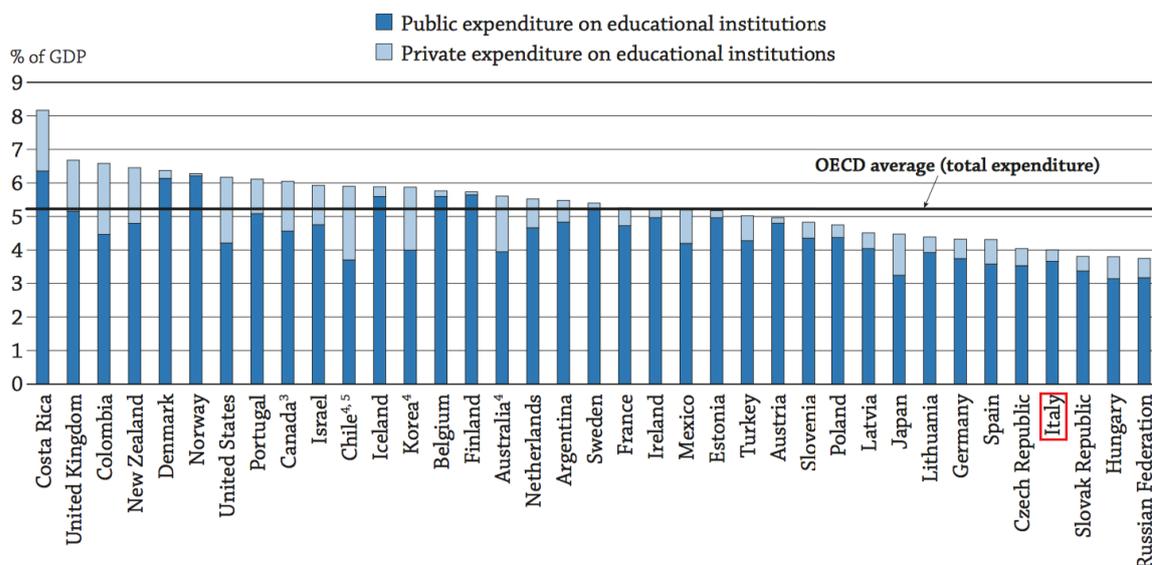
sono state quelle meridionali e delle isole, che hanno avuto una riduzione dei finanziamenti dal 2008 al 2015 del 18,8% contro il -13,1% delle università del Centro Italia e il -7,1% di quelle del Nord:

Università degli Studi di Sassari	- 24,3 % rispetto a 2008	- 1,7% rispetto al 2014
Università degli Studi di Cagliari	- 27,1 % rispetto a 2008	- 0,6% rispetto al 2014

Figure 1 - Tagli in percentuale per le Università di Sassari e Cagliari (ANVUR, 2016)

Si riportano in seguito delle tavole contenute nel rapporto OCSE “Education at a glance” (OCSE, 2015)”:

**Public and private expenditure on educational institutions,
as a percentage of GDP (2013)**
From public¹ and private² sources



Note: Public expenditure figures presented here exclude undistributed programme.

1. Including public subsidies to households attributable to educational institutions, and direct expenditure on educational institutions from international sources.
2. Net of public subsidies attributable for educational institutions.
3. Year of reference 2012.
4. Public does not include international sources.
5. Year of reference 2014.

Countries are ranked in descending order of expenditure from both public and private sources on educational institutions.

Source: OECD, Table B2.3. See Annex 3 for notes (www.oecd.org/education/education-at-a-glance-19991487.htm).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933397719>

Expenditure on educational institutions as a percentage of GDP, by level of education (2013)
From public and private sources of funds¹

	Primary (1)	Secondary					Post- secondary non-tertiary (7)	Tertiary (including R&D activities)			Primary to tertiary (11)
		Lower secondary (2)	Upper secondary			All secondary (6)		Short-cycle tertiary (8)	Bachelor's, master's and doctoral degrees (9)	All tertiary (10)	
			General programmes (3)	Vocational programmes (4)	All programmes (5)						
OECD											
Australia	1.8	1.3	0.6	0.2	0.8	2.0	0.1	0.1	1.5	1.7	5.6
Austria	0.9	1.2	0.4	0.7	1.1	2.3	0.0	0.3	1.5	1.7	5.0
Belgium	1.6	0.9	0.8 ^d	1.1 ^d	1.9 ^d	2.8 ^d	x(5)	0.0	1.4	1.4	5.8
Canada ²	2.1 ^d	x(1)	x(5)	x(5)	1.5	m	m	0.9	1.6	2.5	6.1
Chile ³	1.5	0.5	0.8	0.3	1.1	1.6	a	0.4	2.0	2.3	5.5
Czech Republic	0.8	0.9	0.2	0.8	1.0	1.9	0.0	0.0	1.3	1.3	4.0
Denmark	2.2	1.2	x(5)	x(5)	1.2	2.5	a	x(10)	x(10)	1.7	6.4
Estonia	1.5	0.7	0.4	0.3	0.7	1.4	0.2	a	2.0	2.0	5.2
Finland	1.3	1.1	0.4	1.1 ^d	1.5 ^d	2.6 ^d	x(4)	a	1.8	1.8	5.7
France	1.2	1.3	0.8	0.5	1.3	2.6	0.0	0.3	1.2	1.5	5.3
Germany	0.6	1.3	0.4	0.6	1.0	2.2	0.2	0.0	1.2	1.2	4.3
Greece	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
Hungary	0.9	0.7	0.6	0.2	0.9	1.5	0.1	0.1	1.2	1.3	3.8
Iceland	2.3	1.0	0.7	0.5	1.2	2.3	0.1	0.0	1.3	1.3	5.9
Ireland	2.0	0.9	0.8	a	0.8	1.7	0.3	x(10)	x(10)	1.2	5.2
Israel	2.4	x(5)	1.1 ^d	0.7 ^d	1.9 ^d	1.9	0.0	0.4	1.3	1.7	5.9
Italy	1.1	0.7	x(5)	x(5)	1.2	1.9	0.1	0.0	1.0	1.0	4.0
Japan	1.3	0.8	x(5)	x(5)	0.8 ^d	1.6 ^d	x(5, 10)	0.2 ^d	1.3 ^d	1.6 ^d	4.5
Korea	1.5	0.9	x(5)	x(5)	1.2	2.1	m	0.3	2.0	2.3	5.9
Latvia	1.5	0.7	0.5	0.3	0.9	1.6	0.0	0.2	1.2	1.4	4.5
Luxembourg	1.2	0.8	0.4	0.5	0.9	1.7	0.0	x(10)	x(10)	0.5	3.5
Mexico	2.0	1.0	0.6	0.3	0.9	1.9	a	x(10)	x(10)	1.3	5.2
Netherlands	1.3	1.3	0.3	0.9	1.2	2.5	0.0	0.0	1.7	1.7	5.5
New Zealand	1.6	1.4	1.1	0.4	1.5	2.9	0.2	0.2	1.5	1.8	6.5
Norway	2.1	1.0	x(5)	x(5)	1.6 ^d	2.6 ^d	x(5)	x(5)	1.6	1.6	6.3
Poland	1.6	0.8	0.4	0.5	0.9	1.7	0.1	0.0	1.4	1.4	4.8
Portugal	1.8	1.4	x(5)	x(5)	1.5 ^d	2.9 ^d	x(5, 10)	a	1.4 ^d	1.4 ^d	6.1
Slovak Republic	0.9	1.0	0.2	0.6	0.9	1.8	0.1	0.0	1.1	1.1	3.8
Slovenia	1.7	0.9	0.4	0.6	1.1	2.0	a	0.1	1.1	1.2	4.8
Spain	1.3	0.8	0.6	0.3 ^d	0.9 ^d	1.7 ^d	x(4)	0.2	1.1	1.3	4.3
Sweden	1.7	0.8	0.5	0.7	1.1	2.0	0.0	0.0	1.7	1.7	5.4
Switzerland	1.5	1.0	0.4 ^d	1.0 ^d	1.3 ^d	3.9	x(5)	x(10)	1.2	1.2	5.1
Turkey	1.1	1.2	0.5	0.6	1.1	2.2	a	x(10)	x(10)	1.7	5.0
United Kingdom	1.9	1.2	1.2	0.5	1.7	2.9	a	0.1	1.8	1.8	6.7
United States	1.6	0.9	1.0 ^d	x(5)	x(5)	1.9	x(10)	x(10)	x(10)	2.6 ^d	6.2
OECD average	1.5	1.0	0.6	0.6	1.2	2.2	0.1	0.2	1.4	1.6	5.2
EU22 average	1.4	1.0	0.5	0.6	1.1	2.1	0.1	0.1	1.4	1.4	5.0
Partners											
Argentina	1.9	1.5	m	m	1.0	2.5	a	x(10)	x(10)	1.1	5.5
Brazil	1.7	1.6	x(5)	x(5)	1.1 ^d	2.6 ^d	x(5)	x(10)	x(10)	0.9	5.2
China	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
Colombia	2.1	1.6	x(5)	x(5)	0.6	2.2	m	0.5	1.7	2.2	6.6
Costa Rica	3.0	1.8	x(5)	x(5)	0.9	2.7	a	0.2	2.4	2.6	8.3
India	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
Indonesia	1.4	0.5	0.3	0.1	0.4	0.9	a	0.0	0.5	0.5	2.8
Lithuania	0.7	1.2	0.4	0.2	0.6	1.8	0.2	a	1.7	1.7	4.4
Russian Federation	x(5)	x(5)	2.2 ^d	0.2 ^d	2.3 ^d	2.3 ^d	x(5)	0.2	1.2	1.4	3.8
Saudi Arabia	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
South Africa	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
G20 average	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m

Notes: Data on early childhood education are available in Indicator C2.

Public expenditure figures presented here exclude undistributed programmes.

1. Including international sources.

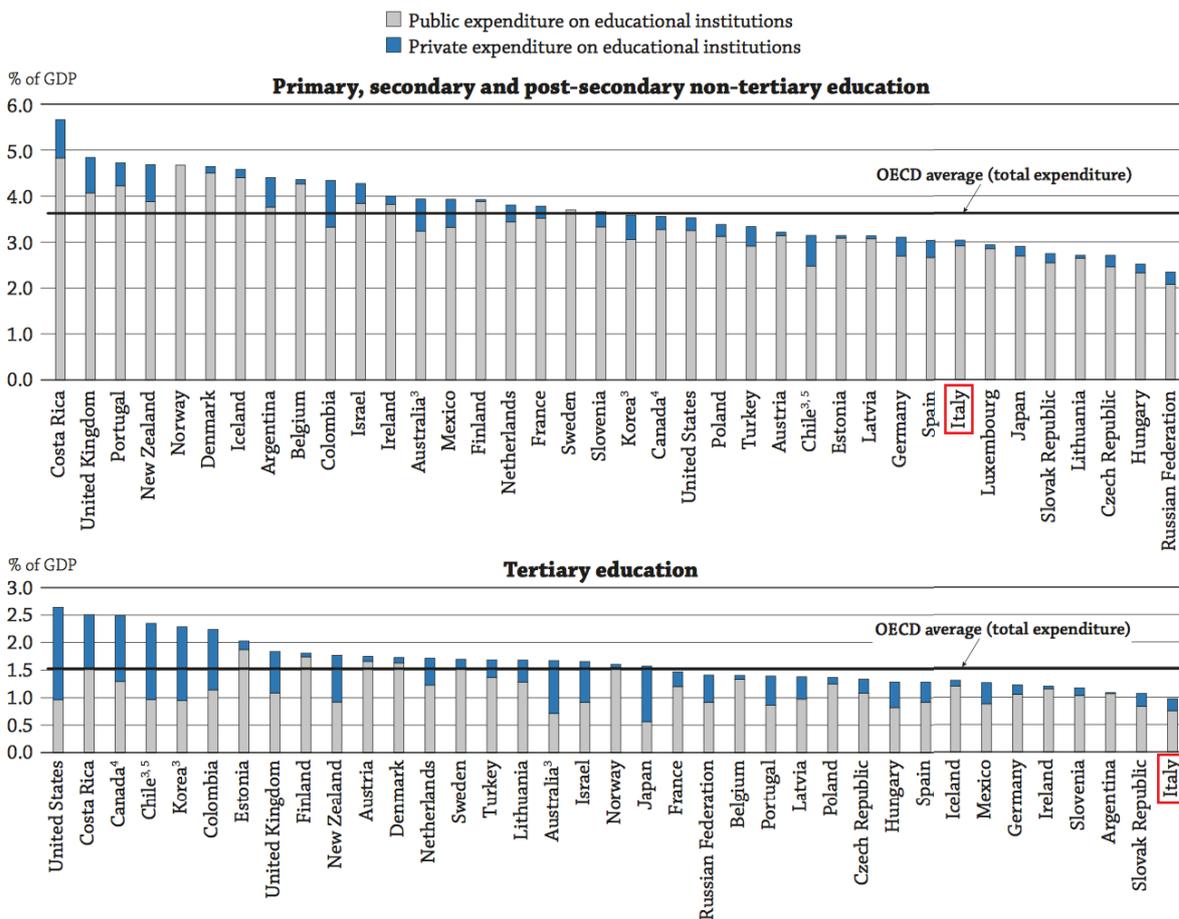
2. Year of reference 2012.

3. Year of reference 2014.

Source: OECD, Argentina, China, Colombia, Costa Rica, India, Indonesia, Saudi Arabia and South Africa: UNESCO Institute for Statistics. Lithuania: Eurostat. See Annex 3 for notes (www.oecd.org/education/education-at-a-glance-19991487.htm).

Public and private expenditure on educational institutions, as a percentage of GDP, by level of education (2013)

From public¹ and private² sources, by level of education and source of funds



1. Including public subsidies to households attributable to educational institutions, and direct expenditure on educational institutions from international sources.

2. Net of public subsidies attributable for educational institutions.

3. Public does not include international sources.

4. Year of reference 2012.

5. Year of reference 2014.

Countries are ranked in descending order of expenditure from both public and private sources on educational institutions.

Source: OECD, Table B2.3. See Annex 3 for notes (www.oecd.org/education/education-at-a-glance-19991487.htm).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933397728>

Se i grafici precedenti danno uno spaccato della situazione per l'anno 2013, l'evoluzione della stessa può completare il quadro. Nel periodo 2008-2010 l'Italia, l'Estonia, l'Ungheria, l'Islanda, la Federazione Russa e gli Stati Uniti hanno tagliato le spese per l'educazione mentre in media negli altri paesi OCSE questa è aumentata. Anche l'indicatore che lega la spesa per istruzione rispetto al PIL dava

segnali che ulteriormente mostrano l'evoluzione drammatica della situazione nel nostro paese. Infatti in quegli anni, tra i ventinove paesi che costituiscono l'OCSE solo cinque hanno tagliato (in termini reali) la spesa pubblica alle istituzioni nel settore dell'educazione: l'Islanda (-12%), l'Ungheria (-11%), l'Estonia (-10%), l'Italia (-6%) e gli Stati Uniti (-1%). E tra questi, solamente nel caso dell'Italia, dell'Ungheria e dell'Islanda questa riduzione si è trasformata effettivamente in un restringimento della spesa in percentuale al PIL, in quanto la riduzione di queste è stata superiore al calo del prodotto interno lordo. Nel caso degli altri paesi invece la quota di fondi pubblici assegnati al settore dell'educazione è rimasta costante o è incrementata. Nella precedente descrizione, il caso Italia è particolarmente allarmante in quanto dei tre paesi elencati che hanno visto un'effettiva riduzione della spesa pubblica per l'istruzione (Italia, Ungheria e Islanda) gli ultimi due avevano avviato procedure con il Fondo Monetario Internazionale per evitare la bancarotta in seguito alla crisi economica mondiale del 2008. In Italia si è scelto dunque di effettuare tagli alla spesa simili a quelli dei paesi con un'alta probabilità di andare in bancarotta, pertanto di fatto mettendo a rischio il presente e la programmazione futura dell'educazione. Un tale scenario costituisce un'importante eccezione tra tutti i membri delle economie avanzate facenti parte dell'OCSE.

Successivamente, durante il triennio 2010-2013, ad eccezione fatta dei paesi del sud Europa tra cui ancora l'Italia (-4%), la Spagna (-5%), il Portogallo (-7%) e la Grecia (-18%), tutti gli altri hanno visto un aumento del PIL. La spesa per istruzione rimase tuttavia mediamente stabile tra i paesi OCSE e ciò determinò una riduzione pari al 3% della spesa in percentuale al PIL.

Complessivamente per i cinque anni dal 2008 al 2013, tra tutti i membri dell'OCSE solamente l'Italia, la Turchia, la Federazione Russa e Israele hanno registrato una variazione negativa della quota di fondi pubblici attribuita all'istruzione. Ciò dimostra ancora una volta come le università italiane necessitino di fondi alternativi a quelli pubblici per poter garantire stabilità e qualità dei servizi offerti e, nel caso delle università del sud Italia e delle isole, la propria sopravvivenza nei decenni a venire. A tal riguardo è chiara la posizione dello stesso rapporto ANVUR 2016 che riporta il ritardo con cui il nostro paese si sta muovendo per rispettare gli obiettivi della strategia europea "Europa 2020", la strategia decennale 2010-2020 che segue quella di Lisbona 2000-2010. Dei 5 obiettivi che l'UE è chiamata a raggiungere entro il 2020 quelli che a noi interessano in sede di questo lavoro sono il secondo ed il quarto:

1) Occupazione

- innalzamento al 75% del tasso di occupazione (per la fascia di età compresa tra i 20 e i 64 anni)

2) R&S / innovazione

- aumento degli investimenti in ricerca e sviluppo ed innovazione al 3% del PIL dell'UE (pubblico e privato insieme)

3) Cambiamenti climatici /energia

- riduzione delle emissioni di gas serra del 20% (o persino del 30%, se le condizioni lo permettono) rispetto al 1990
- 20% del fabbisogno di energia ricavato da fonti rinnovabili
- aumento del 20% dell'efficienza energetica

4) Istruzione

- riduzione degli abbandoni scolastici al di sotto del 10%
- aumento al 40% dei 30-34enni con un'istruzione universitaria

5) Povertà / emarginazione

- almeno 20 milioni di persone a rischio o in situazione di povertà ed emarginazione in meno

Il ritardo finora accumulato non sembra che stia venendo recuperato e al contrario, come indicato dai rapporti 2016 dell'OCSE e dell'ANVUR, questo sta incrementando. A preoccupare particolarmente sono gli obiettivi che l'Italia si è posta nel lungo termine. Infatti, come viene riportato dallo stesso rapporto dell'Unione Europea sul portale Europa 2020², a fronte dell'obiettivo UE di investire il 3% del PIL nella ricerca l'Italia punta alla metà, ossia l'1,53%. E mentre l'Unione Europea ha come obiettivo quello di aumentare la percentuale di popolazione in possesso di un'educazione terziaria per una quota pari al 40%, l'Italia ha stabilito il 26-27% come traguardo. Poiché l'esperienza della strategia di Lisbona insegna che gli obiettivi posti sono spesso mancati dai paesi membri, l'introduzione dei traguardi nazionali, che sono un punto intermedio tra l'obiettivo finale e la situazione attuale, costituisce un traguardo più realistico. Volendo fare una media degli obiettivi nazionali fissati vediamo come l'Italia sia in grave ritardo anche rispetto a questi. Sommarariamente:

	R&S in % del PIL	Laureati in % della popolazione
Obiettivo principale dell'UE	3%	40%
Media obiettivi nazionali	2,65% - 2,72%	37,50-38,0 %
Italia	1,53%	26-27%

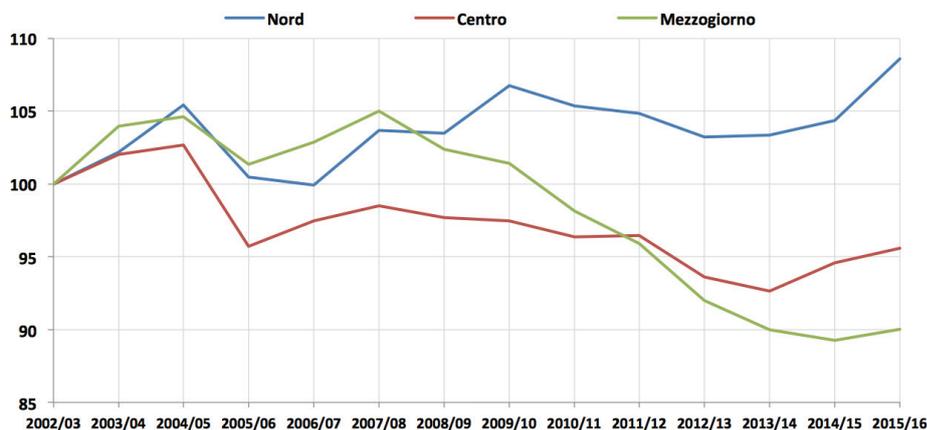
Figure 2 - Confronto tra obiettivi UE, media europea e Italia (Dati rapporto UE – vedere nota 2)

² Europa 2020: http://ec.europa.eu/europe2020/targets/eu-targets/index_it.htm

Elenco obiettivi nazionali Europa 2020: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/targets_it.pdf

Senza un aumento dei fondi pronti ad essere investiti nella formazione universitaria pare difficile che l'Italia possa raggiungere questi obiettivi. In tale contesto diventa ancor più rilevante la possibilità di ricorrere a endowment funds,

Andamento degli immatricolati con età ≤ 20 per per area territoriale di residenza (numeri indice 2002/2003=100)
residenza (numeri indice 2002/2003=100)

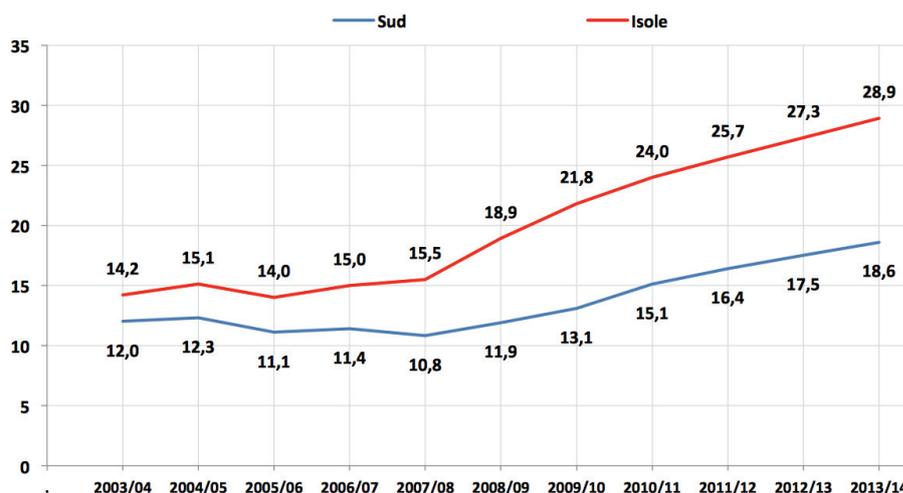


(Fonte: Anagrafe Nazionale Studenti)

fondi di dotazione che vengono reinvestiti dalle istituzioni stesse, al fine di integrare ed emancipare i bilanci delle università dall'eccessiva dipendenza statale. La continua riduzione dei fondi, l'instabilità nelle direttive che giungono da Roma e la non chiarezza sui punti richiesti alle università non favorisce una programmazione a lungo termine come sarebbe invece raccomandato a tali istituti.

Una delle fonti di approvvigionamento delle università è costituito dalle tasse universitarie che vengono pagate dagli iscritti. Pertanto non poteva che destare

Quota di laureati triennali in atenei del Sud e delle Isole iscritti a un corso magistrale di un ateneo del Centro-Nord



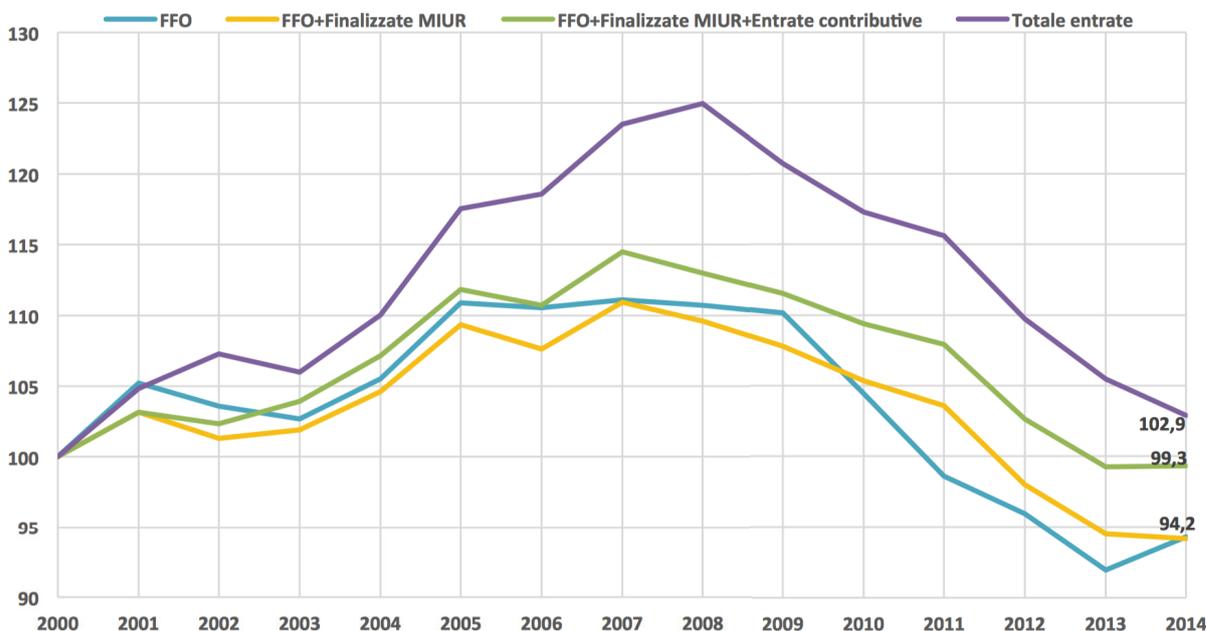
(Fonte: Anagrafe Nazionale Studenti)

qualche preoccupazione il calo delle immatricolazioni che si era registrato fino al 2013 in tutta Italia. La buona notizia è che tale tendenza si è invertita a livello

nazionale nell'ultimo triennio, 2013-2016, tuttavia un'analisi approfondita della situazione rivela un quadro eterogeneo nell'intero territorio della penisola, e anzi preoccupa maggiormente visto che gli immatricolati nelle isole sono calati del 26% dal 2010 al 2016 (ANVUR, 2016). Dove sono andati a finire? Stante ai dati dell'Anagrafe Nazionale Studenti, nelle università del nord. Si registra infatti un incremento della mobilità studentesca tale che la quota di laureati triennali in atenei delle Isole iscritti a un corso magistrale di un ateneo del Centro-Nord si attesti al 28,9% nel 2013-2014. Questa emorragia di matricole verso il nord contribuisce a tirare ulteriormente le casse delle università isolane che soffrivano dai tagli statali in seguito alla riforma Gelmini nel 2010.

Se il diminuito numero delle matricole di età inferiore o uguale a vent'anni ha ulteriormente pesato sui bilanci delle università perlopiù del sud, il problema principale viene dal calo dei contributi statali, come precisato dal rapporto del MIUR sui conti consuntivi degli atenei. Infatti, dal database emerge come nel periodo dal 2000 fino al 2008 le entrate siano salite più o meno costantemente mentre dal 2008 al 2014 si registra un calo del 18% che porta i valori a livelli simili o perfino più bassi di quelli del 2000.

Andamento di alcune componenti riaggregate delle entrate delle università statali italiane (prezzi 2014, numeri indice 2000=100)



(Fonte: MIUR – Conti Consuntivi)

La forte contrazione dei finanziamenti statali e la contrazione delle entrate autonomamente assunte dagli atenei ha nel breve arco di tempo di pochi anni

condotto il sistema a una situazione di difficoltà importante, soprattutto perché le strutture e gli apparati burocratici delle università sono stati lenti ad adeguarsi come segnalato dal MIUR e l'OCSE (OCSE, 2016).

2.3 - Verso un modello di gestione più autonomo ed autosufficiente

Alfred Einstein parlò delle crisi come un momento essenziale nella vita degli individui e degli stati (Einstein, 1949):

“La crisi è la più grande benedizione per le persone e le nazioni, perché la crisi porta progressi. La creatività nasce dall'angoscia come il giorno nasce dalla notte oscura. È nella crisi che sorgono l'invenzione, le scoperte e le grandi strategie. [...]”

*Albert Einstein
“The World as I See It”, 1949*

La grave crisi economica iniziata nel 2007-2008 ha dato il via a quella che nel paragrafo precedente abbiamo spiegato essere la crisi dei finanziamenti pubblici alle università italiane. Eppure, come con grande saggezza spiegava il professor Einstein, è stata quella crisi che ha dato il via a una serie di riforme essenziali per garantire la sopravvivenza del sistema nel lungo periodo. In generale nel continente europeo ci si è mossi verso la direzione di una maggiore autonomia delle istituzioni sotto il mantello della sostenibilità (Midiri, 2004).

I lavori di Cassone e Sacconi, Regini e Capano (2011) hanno analizzato la situazione attuale delle governance³ universitarie nei vari paesi europei. Il quadro evolutivo che delineano nelle loro ricerche mostra la tendenza paneuropea a muoversi verso l'aziendalizzazione degli atenei, ovvero verso un sistema di amministrazione istituzionale fondato sui principi del “New Public Management”, assimilando le università a soggetti guidati da logiche di mercato.

Un sistema simile è già esistente nel Regno Unito e negli altri paesi anglosassoni facenti parte del Commonwealth. Caratterizzano tale sistema la competizione fra atenei a livello nazionale ed internazionale, il rafforzamento progressivo della leadership interna e la “managerializzazione” della medesima,

³ Useremo i termini Governance e Amministrazione varie volte in questo elaborato. Sono da intendersi come sinonimi.

ottenuta anche per mezzo del coinvolgimento negli organi collegiali di ateneo di soggetti esterni rappresentanti gli interessi della società e dei diversi stakeholders (in gergo finanziario identifichiamo con questo termine gli azionisti di una società). Uno dei punti centrali della logica di università come istituzione managerializzata lo analizzeremo nel prossimo paragrafo e concernerà i cosiddetti “Endowment Funds”, ossia i fondi fiduciari, che costituiscono uno strumento importante per l’autonomia e la vita delle istituzioni di cui fanno parte.

Nel paragrafo precedente abbiamo anche accennato al progetto “Europa 2020” e ai pilastri su cui si fonda. Ne viene fuori un interesse da parte dell’Unione a voler alzare il livello educativo della popolazione e a voler investire in ricerca e sviluppo. Entrambe le iniziative rientrano nell’ambito della “società della conoscenza” che dovrebbe accompagnare il continente verso le sfide future che la globalizzazione comporta. Gli stati membri hanno riconosciuto da tempo, almeno sulla carta e alcuni anche nei fatti, l’importante contributo che l’educazione superiore porta per il raggiungimento degli obiettivi di crescita economica e di coesione sociale. Una delle cose che viene messa in risalto da Remo Morzenti Pellegrini, Viviana Molaschi e Ilaria Genuessi (2015) è il forte legame che esiste o dovrebbe esistere tra università e imprese. In quest’ottica, rilevano, assumerebbe un’importanza ancor maggiore investire nel sistema d’istruzione superiore, tuttavia si è fatto l’opposto (vedere paragrafo 2.2). Per sostenere l’offerta formativa, la ricerca e la mobilità servirebbero risorse che non arrivano e nel caso del nostro paese vengono addirittura ridotti i fondi pubblici preesistenti.

Nonostante ciò i vari stati dell’Unione Europea si sono indubbiamente mossi (Capano & Regini, 2011) negli ultimi decenni, quindi anche prima della crisi del 2007-2008 che ha avuto il ruolo di acceleratore, verso quello che è stato individuato come un modello più efficiente, ovvero quello anglosassone. Tale sistema si basa su tre pilastri fondamentali:

- la concessione di autonomia istituzionale alle università (ci ricollegheremo a questo punto nel momento dell’introduzione dei fondi d’investimento universitari come strumento che rafforza questa autonomia);
- la valutazione della qualità della ricerca e dell’insegnamento che ciascuna università nella sua autonomia è in grado di offrire;
- l’introduzione di meccanismi competitivi di finanziamento che premino o penalizzino i risultati ottenuti.

In tal senso le linee guida del cambiamento hanno girato attorno al rafforzamento della leadership di ateneo, una gestione più manageriale degli atenei stessi, e di conseguenza una riduzione del potere degli organi collegiali.

La situazione europea presenta un quadro eterogeneo ma si possono comunque identificare due macro-aree (Pellegrini, 2014): quella basata sul modello anglosassone, il cui sistema è stato sommariamente descritto sopra, e quella “continentale”, in cui il controllo dell’istituzione è più accentrato nelle mani dei governi nazionali. Il caso italiano è stato un tipico esempio del modello continentale tradizionale, caratterizzato dalla centralizzazione delle decisioni nel Ministero, una scarsa autonomia delle università, un elevato potere delle oligarchie accademiche e un potere limitato delle autorità accademiche (rettori, presidi), il cui ruolo era principalmente quello di mediare fra i diversi gruppi disciplinari (Cassese, 2003). Alcuni di questi tratti sono stati modificati dal processo di autonomia che si è sviluppato a partire dagli anni ’80: autonomia gestionale nel 1989, finanziaria nel 1993, didattica nel 1997⁴. Questi movimenti riformisti non sono però stati accompagnati da un eguale aumento della disciplina interna che sarebbe stata garantita dall’aumento della competizione e della valutazione delle attività degli atenei. Ciò ha quindi portato ad un’autonomia priva di responsabilità che ha causato episodi negativi di autoreferenzialismo, pubblicizzati dai mezzi di pubblica informazione negli anni, e al cosiddetto pensiero di “rimanere nel nostro mondo”. Le riforme successive hanno provato a correggere questo sistema con interventi che, se messi a confronto con il sistema ante-riforma, sono stati qualificati come punitivi.

In quest’ottica assume un valore positivo lo spirito dell’Unione Europea che il 23 settembre 2005 nelle *Considerations and recommendations* del Consiglio d’Europa auspica riforme volte a promuovere la buona amministrazione, ovvero la “good governance”, prevedendo meccanismi volti ad incrementare la responsabilità dei soggetti coinvolti e l’apertura degli atenei verso soggetti esterni all’accademia inseriti all’interno dei consigli di amministrazione locali.

In un’affermazione molto forte portata avanti nel lavoro “*Il sistema universitario italiano: analisi e proposte*” (Barucci, Benassi, Donzelli, & Turri, 2009) viene affermato che il sistema universitario italiano, così come quello di altri Paesi

⁴ Per un’analisi dell’evoluzione del sistema universitario italiano e delle sue caratteristiche vedere, con specifico riferimento alle riforme che hanno preceduto la legge n. 240/2010 (cosiddetta “Riforma Gelmini”), R. FINOCCHI GHERSI, *Le Università*, in S. CASSESE (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, tomo II, Milano, 2003, 1349 ss.; F. MIDIRI, *L’istruzione universitaria tra servizio pubblico ed autonomia funzionale*, Torino, 2004; F. MERLONI, *Università*, in *Dizionario di diritto pubblico*, diretto da S. CASSESE, vol. VI, Milano, 2006, 6103 ss.; R. MORZENTI PELLEGRINI, *Il ruolo dell’università nella storia. il caso italiano ed il contesto europeo*, in S. PALEARI (a cura di), *Il futuro dell’università italiana dopo la riforma*, Torino.

occidentali, ha subito cambiamenti più numerosi e radicali negli ultimi cinquanta anni che nei precedenti otto secoli. Questa situazione di cambiamento, accelerata in direzione dell'autonomia negli anni '80, si è mossa in parallelo con l'indebolimento delle finanze pubbliche e l'aumento del debito nazionale. Merita attenzione la situazione del Regno Unito dove con sempre maggiore forza ci si spinse verso il New Public Management (Pellegrini, 2014). Le università divennero istituzioni sempre più simili alle aziende private e si ebbe uno spostamento del potere a livello di ateneo in capo all'organo di governo, composto da rappresentanti degli stakeholders, tra i quali le imprese, che assunsero crescente importanza, condizionando le strategie di sviluppo delle università.

Quanto all'Italia, si è in particolare osservato come l'evoluzione del sistema dagli anni '80 del secolo scorso ha attraversato due fasi nettamente distinte. La prima caratterizzata da un aumento dell'autonomia con la lista di riforme precedentemente accennate e una rapida espansione dell'offerta formativa, delle risorse economiche e di quelle umane, ma anche connotata da squilibri e problemi complessivi di governance; la seconda fase, iniziata con la crisi economica, ha portato a un significativo ridimensionamento delle risorse e a una razionalizzazione dell'offerta formativa. In questo scenario di crisi la legge 240 del 2010 ha in effetti di fatto ridotto l'autonomia di quelle istituzioni poiché ha delineato un sistema eccessivamente rigido ed omogeneo, chiedendo alle università di rispondere presente ad una nuova chiamata verso l'autonomia. Un paradosso quindi, l'aver limitato l'autonomia in nome di essa, come è stato spiegato da S. Battini in *"La nuova governance delle Università"* (Battini, 2011). Ci si chiede, pertanto, se effettivamente il sistema sarà in grado di tollerare questa situazione ancora a lungo. Proprio questo pensiero è stato uno dei punti che ha spinto sin dall'inizio la ricerca a progredire verso questa direzione, esaminando la situazione e considerando delle soluzioni possibili. Il quadro di progressivo razionamento delle risorse di provenienza statale sta causando disagi importanti all'apparato avvicinandolo pericolosamente ad una situazione di collasso. Per risollevare l'università da questa situazione si dovrebbe invece procedere in direzione opposta, in modo simile a come stanno facendo altri paesi dell'area OCSE. Bisognerebbe inoltre verificare se, al di là dei finanziamenti effettivamente ricevuti dalle università, queste stiano spendendo le risorse in maniera efficiente. Bisogna quindi cercare di perseguire quella *Good Governance* descritta dal Collegio d'Europa nel autunno del 2005. I cittadini italiani devono sentire che le università non sono un pozzo mangia soldi (ADI - Associazione dottorandi e dottori di ricerca italiani, 2016) ma bensì dei centri utili per garantire un futuro alle generazioni future ed al territorio (la terza funzione).

In assenza di supporto statale bisognerà tuttavia trovare dei canali alternativi per garantire la sopravvivenza delle università, soprattutto di quelle nel sud Italia e nelle isole. In altre parole dovremmo trovare una soluzione duratura ai problemi di solvibilità finanziaria. Una delle possibili soluzioni viene dal mondo anglosassone. Stavolta non in termini di governance quanto piuttosto in riferimento agli Endowment Funds, i fondi di dotazione che si creano con fondi privati e che vengono reinvestiti continuamente nei decenni fornendo una fonte di approvvigionamento alternativa e/o complementare a quella dei fondi pubblici. Un modello che questo lavoro si mette come obiettivo di analizzare.

2.4 - Un modello di autofinanziamento basato sugli endowment funds americani ed inglesi

«Lascia il segno... crea un fondo con la tua donazione!»

Immaginate di lasciare un contributo al Dipartimento di Ingegneria che rimarrà come un'eredità per le generazioni a venire. Un impatto così duraturo può essere facilmente lasciato creando il vostro proprio fondo di dotazione. Istituito un fondo nominativo, darete la possibilità all'università di sostenere i migliori studenti, insegnanti e programmi fornendo una fonte di reddito costante e permanente. Ecco come funziona: Dopo che il vostro fondo avrà raggiunto la quota minima di \$ 30.000, che potrà essere conferita nel corso di un periodo di 5 anni, una parte del reddito derivato dagli interessi generati da quel fondo verrà distribuito annualmente sotto forma di borse di studio, aiuti per la ricerca, finanziamenti per progetti e contratti di collaborazione esterni, ecc., in base a quelle che saranno le vostre disposizioni. Man mano che la somma del vostro fondo crescerà col passare del tempo, così anche gli interessi che ne derivano aumenteranno fornendo una quota sempre più grande a sostegno del tuo progetto. La parte di interessi che non verrà distribuita contribuirà invece ad alimentare il principale del fondo che continuerà così a crescere.

Se sei interessato ad avere maggiori informazioni su come creare un fondo di dotazione a tuo nome contatta l'ufficio sviluppo del dipartimento.»

*Università del Michigan, United States of America
<http://www.egr.msu.edu/giving/ways-to-give/university-campaign/endowment>*

Così recita una pagina del sito del Dipartimento di Ingegneria dell'Università del Michigan. Nel mondo anglosassone gli "Endowment Funds" sono ben conosciuti. Costituiscono uno strumento importante per ospedali, organizzazioni non-profit, luoghi di culto e, per quel che interessa particolarmente a noi nel contesto di questo elaborato, le università. La locuzione inglese "endowment fund" può essere tradotta letteralmente come "fondo di dotazione", purtroppo non arrivando però a ben inquadrare quello che il termine originale si prefigge di descrivere. Un endowment fund costituisce un compromesso tra un "financial endowment", ossia una donazione, e un "investment fund", un fondo d'investimento. A seconda del sistema giuridico in cui si trova, i limiti della sua definizione cambiano ma resta sostanzialmente invariata la sua natura di fondo d'investimento istituito da una fondazione che periodicamente effettua dei prelievi dal fondo. In genere le somme prelevate non vanno ad intaccare il principale del fondo. Esse arrivano piuttosto dal reddito ottenuto dall'attività di reinvestimento del capitale. In tal maniera gli endowment funds possono finanziare quote più o meno consistenti dei costi operativi di un'istituzione o un'università. I fondi nascono in genere da donazioni da parte di privati e da lì ha inizio il processo di reinvestimento che nel lungo periodo può diventare determinante per la vita dell'istituzione a cui è legata.

Lawrence E. Kochard e M. Rittereiser (2008) spiegano come la natura a lungo termine sia degli endowments che delle università richiede un'attenzione particolare nel bilanciare le esigenze di breve e lungo periodo e richiede politiche di spesa che permettano di preservare il valore del fondo negli anni a venire. Swensen (2009) ribadisce questo concetto specificando come proprio negli adempimenti diversi della politica di spesa si può individuare la differenza tra le fondazioni e gli endowments universitari.

Le istituzioni accumulano dotazioni per diversi motivi. I paragrafi 2.2 e 2.3 che abbiamo visto precedentemente ci permettono di comprenderli meglio. Possiamo trovarne tre principalmente:

- 1) Autonomia. Un'università dotata di un fondo ampio che la sostenga gode di autonomia aumentata e le garantisce una fonte indipendente di reddito, riducendo la dipendenza dai fondi statali, dalle tasse degli studenti (nel rapporto OCSE, *Education at a glance*, questo è chiamato "household income") e dalle stesse donazioni degli alunni o di altri privati;
- 2) Stabilità finanziaria. La stabilità aumenta con l'aumentare nel reddito sostenibile, ossia quel reddito che può essere verosimilmente mantenuto nel corso degli anni, proveniente dalla dotazione, facilitando così la pianificazione di lungo termine e aumentando la forza dell'istituzione;
- 3) Eccellenza. Le università provviste di dotazioni maggiori possono godere di un reddito più alto, il quale provvede dei mezzi per creare un ambiente di ricerca e d'insegnamento superiore (prima e seconda funzione delle istituzioni universitarie).

Le università senza risorse finanziarie permanenti che le supportino sono costrette a ricorrere a fondi da altre fonti, come quelle pubbliche, che frequentemente domandano adempimenti burocratici importanti. Secondo Fain (2009) e Swensen (2009) i finanziamenti governativi inoltre espongono le università ad una serie di regolamenti e vincoli che spesso non hanno nulla a che fare con la cosa per la quale hanno ricevuto i finanziamenti in primis. Le donazioni di alunni e di altri soggetti privati spesso contengono dei requisiti espliciti ed impliciti, alcuni dei quali potrebbero non essere assolutamente congruenti con quelli che sono gli obiettivi istituzionali o che potrebbero avere finalità non pienamente condivise per motivi etici o, semplicemente, differenze di vedute. In diversi casi, come ad esempio nei primi anni di vita di un'organizzazione, nel caso di un'istituzione universitaria di dimensioni ridotte o nel caso di università come quelle del sud Italia o delle isole, quando qualsiasi fonte di reddito può rappresentare la differenza tra la sopravvivenza e la crisi dell'istituto, le università si dimostrano particolarmente vulnerabili ad essere controllate o comunque influenzate dalle condizioni legate a quelle fonti di reddito esterne.

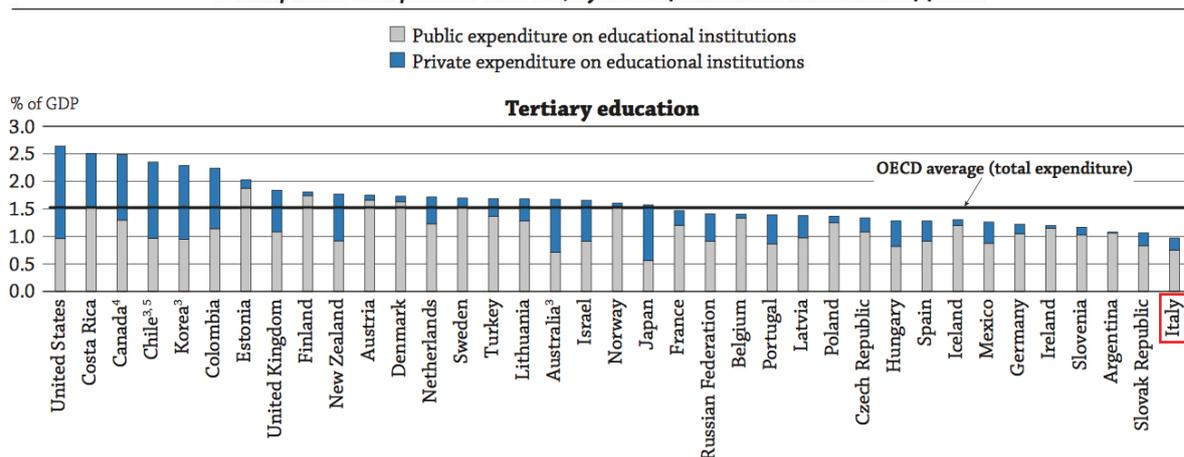
Gli atenei sono istituti che per loro natura dovrebbero automaticamente pianificare con un orizzonte temporale lungo (Kochard & Rittereiser, 2008). Non dovrebbe quindi sorprendere che i contratti di ricerca e altri impegni siano presi a lungo termine in quanto fanno parte della gestione normale dell'istituto. Nei paesi anglosassoni, ad esempio, vengono assegnate cattedre a docenti con mandati spesso decennali. Per finanziare degli obblighi simili non ci si può affidare a fondi che sono reperibili per qualche anno e poi spariscono. Affidarsi a fonti di finanziamento

temporanee e saltuarie costituisce un grosso ostacolo non solo alla pianificazione della didattica e della ricerca ma anche alla programmazione finanziaria. In ultima istanza si mette in pericolo la solvibilità dell'istituzione. Per questo motivo la natura permanente degli endowment funds si ricollega bene con l'esistenza secolare delle università.

È stato già indicato nel paragrafo 2.2 come l'Italia sia posta all'ultimo posto tra le economie avanzate per i finanziamenti dedicati all'istruzione terziaria. Un'altra cosa interessante che viene evidenziata è la diversa origine dei finanziamenti, pubblici e privati, e la loro quota in percentuale sui finanziamenti complessivi. Riproponendo l'istogramma notiamo come i paesi con le quote di finanziamenti più alte verso il settore dell'istruzione terziaria sono quelli in cui il contributo da fonti non pubbliche, come definite precedentemente, è più alto (OCSE, 2016).

Public and private expenditure on educational institutions, as a percentage of GDP, by level of education (2013)

From public¹ and private² sources, by level of education and source of funds



1. Including public subsidies to households attributable to educational institutions, and direct expenditure on educational institutions from international sources.

2. Net of public subsidies attributable for educational institutions.

3. Public does not include international sources.

4. Year of reference 2012.

5. Year of reference 2014.

Countries are ranked in descending order of expenditure from both public and private sources on educational institutions.

Source: OECD, Table B2.3. See Annex 3 for notes (www.oecd.org/education/education-at-a-glance-19991487.htm).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933397728>

Nel caso Italia, non vogliamo limitare il problema della crisi dell'istruzione terziaria alla sola assenza di fonti di finanziamento alternative a quella pubblica. Abbiamo già parlato in altra sede della necessità di riforme della governance e della necessità di responsabilizzare gli atenei introducendo quell'accountability che

contraddistingue i sistemi migliori. Si vuole però aprire la porta a delle possibilità alternative che potenzialmente potrebbero aiutare molto gli atenei della penisola.

Ciò ci permette di tornare al tema dell'endowment fund. Si è spiegato come l'orizzonte temporale dell'università e del fondo sia lungo per entrambi. Tuttavia esistono forze che possono creare delle tensioni intra-generazionali importanti e una forte pressione ad un'attenzione maggiore verso il presente. Ad esempio, in nord America alcune istituzioni associano alle donazioni un orizzonte molto breve. Si possono immaginare diversi motivi che potrebbero spingere a considerare maggiormente il presente piuttosto che il futuro, come ad esempio il fatto che:

- gli studenti è naturale che preferiscano un livello di supporto superiore oggi, il quale si tradurrebbe in tasse ridotte, un maggiore numero di borse di studio, o un'offerta formativa migliore;
- i dipartimenti sono consapevoli che avere a disposizione delle somme maggiori oggi gli permetterebbe di perseguire nuove attività con cui integrare l'offerta formativa;
- gli amministrativi all'interno delle università vedrebbero un incremento dei flussi in entrata come un modo per rilassare la disciplina di bilancio e rimandare al futuro politiche di austerità che diventerebbero più stringenti perché non spalmate nel tempo;
- gli stessi donatori possono vedere di buon grado tali aumenti come un modo per ridurre la pressione sulla ricerca di nuovi fondi.

Per tutti questi motivi diventa fondamentale il ruolo dei "trustees" gli amministratori fiduciari nel nostro ordinamento, che hanno il compito difficile di alleviare le tensioni che si creano continuamente tra la necessità di supportare i programmi presenti e l'obbligo di preservare il patrimonio per le generazioni future. Particolarmente rilevante a tal proposito furono le parole che sotto riportiamo di James Tobin, insignito del premio Nobel dell'economia nel 1981, nonché professore alla Yale University dove ha guidato la famosa "Cowles Foundation for Economic Research" (sottolineatura non presente nel testo originale):

«I fiduciari di un'istituzione munita di un fondo di dotazione sono i guardiani del futuro contro le pretese del presente. Il loro obbiettivo è preservare l'uguaglianza tra le diverse generazioni. I fiduciari di un'università provvista

di un fondo di dotazione così come la mia [Yale] assumono che quell'istituzione sia eterna. Vogliono conoscere, dunque, il tasso di consumo del fondo di dotazione che può essere mantenuto indefinitamente... In termini formali, si suppone che i fiduciari abbiano un tasso di preferenza verso il tempo pari a zero.

L'utilizzo del reddito derivante dal fondo così definito presuppone in linea di principio che la dotazione esistente riesca a sostenere in futuro lo stesso gruppo di attività che sta oggi supportando. Questa regola implica che il consumo attuale non dovrebbe mettere in conto la possibilità di donazioni future. Un consumo prolungato nel tempo aumenta per inglobare e ingrandire l'ambito di attività interessate quando, ma non prima, nuove donazioni fanno crescere il fondo di dotazione.»

*James Tobin (1918 –2002)
Nobel Prize in Economics (1981)*



*The American Economic Review
Vol. 64, No. 2, Papers and Proceedings
of the Eighty-sixth Annual Meeting of the
American Economic Association (May, 1974),
pp. 427-432*

Le università sono tra le istituzioni più longeve della nostra società. Se esse saranno in grado di costruire il proprio cammino in modo autonomo perseguendo la nobile via dell'insegnamento alle nuove generazioni (1° funzione) e della ricerca del sapere (2° funzione), allora potremo dire che avranno aggiunto una parte importante alla qualità di vita della società nella quale sono inserite (3° funzione).⁵

Si rileva una differenza importante colta dall'autore di questo lavoro durante i suoi periodi di ricerca in America e nel Regno Unito. Durante il tempo passato all'estero si notava come la tipicità e importanza degli endowment funds è lontana anni luce dalla realtà italiana. Vivendo e percorrendo i corridoi dei centri americani

⁵ Ricordiamoci la triplice funzione delle università:

- *centro di didattica;*
- *centro di ricerca;*
- *istituto di sostegno diretto al sistema economico e sociale.*

ed inglesi si percepiva la presenza e l'importanza che i fondi hanno, sia nelle strutture, spesso quasi completamente finanziate dal fondo, sia nell'attività delle persone. Molte attività sportive ed educative sono in piedi grazie ai soldi provenienti dai fondi di dotazione. Al contrario, in Italia si rilevava come figure accademiche e amministrative operanti all'interno dell'istruzione terziaria del nostro Paese non fossero a conoscenza degli endowment funds, del loro legame con le istituzioni e di come operassero. La mancanza di una mentalità simile è forte ed evidente nel nostro sistema. Questo è un limite potente perché non permette di dare il via a quei movimenti benefici che portano al cambiamento. La mancanza di conoscenza su questo argomento non permette di iniziare dialoghi costruttivi tra le parti. Ciò ha incrementato l'attenzione del dottorando sulla materia. Mentre dall'altra parte dell'oceano questi fondi rientrano nella vita quotidiana di studenti, professori ed amministrativi, in Italia si vive in un contesto di ignoranza in questo campo in quanto il sistema nostrano è stato secolarmente fondato su basi diverse. Lo Stato sostiene le università che non sono autosufficienti e non godono di alti livelli di autonomia.

La "National Association of College and University Business Officers" (NACUBO) riporta annualmente dati e statistiche riguardanti gli endowment funds delle università degli Stati Uniti e del Canada. Si riporta di seguito la tabella delle università statunitensi e canadesi ordinate in virtù della grandezza del fondo (la lista completa degli endowment sopra il miliardo di dollari è stata ottenuta dal database NACUBO e si può trovare in appendice al lavoro):

Rank	Institution	2015 Endowment Funds (\$000s)	1990 Endowment Funds (\$000)
1	Harvard University	36,448,817	4,653,229
2	Yale University	25,572,100	2,570,892
3	The University of Texas System	24,083,150	3,731,826
4	Princeton University	22,723,473	2,527,140
5	Stanford University	22,222,957	2,053,128
6	Massachusetts Institute of Technology	13,474,743	1,404,588
7	The Texas A&M University System and Foundations	10,477,102	
8	Northwestern University	10,193,037	983,556
9	University of Pennsylvania	10,133,569	808,409
10	University of Michigan	9,952,113	448,209
11	Columbia University	9,639,065	1,494,938
---	---	---	---
---	---	---	---
50	Grinnell College	1,787,775	286,770
---	---	---	---
---	---	---	---
79	University of British Columbia	1,167,044	
80	Syracuse University	1,166,109	

Figure 3 - Elaborazione del dottorando su dati NACUBO

Di seguito si allega un istogramma con il quale si vuole fare notare come negli ultimi 26 anni sia cambiato notevolmente l'ammontare dei fondi nelle prime università della lista. Il cambio dei valori di mercato non rappresenta il tasso di rendimento degli investimenti dell'istituzione. Come spiegato precedentemente, ogni università ha politiche di gestione dei fondi differenti da cui derivano delle diverse politiche di spesa. Il cambiamento del valore di mercato riflette quindi l'impatto di:

- prelievi dai fondi di somme che vengono utilizzate per finanziare i costi operativi e le spese in conto capitale dell'istituzione;
- pagamenti di salari dei gestori dei fondi e dei costi legati agli investimenti;
- aggiunte di nuove donazioni e altri contributi al principale;
- guadagni e perdite risultanti dall'attività di investimento.

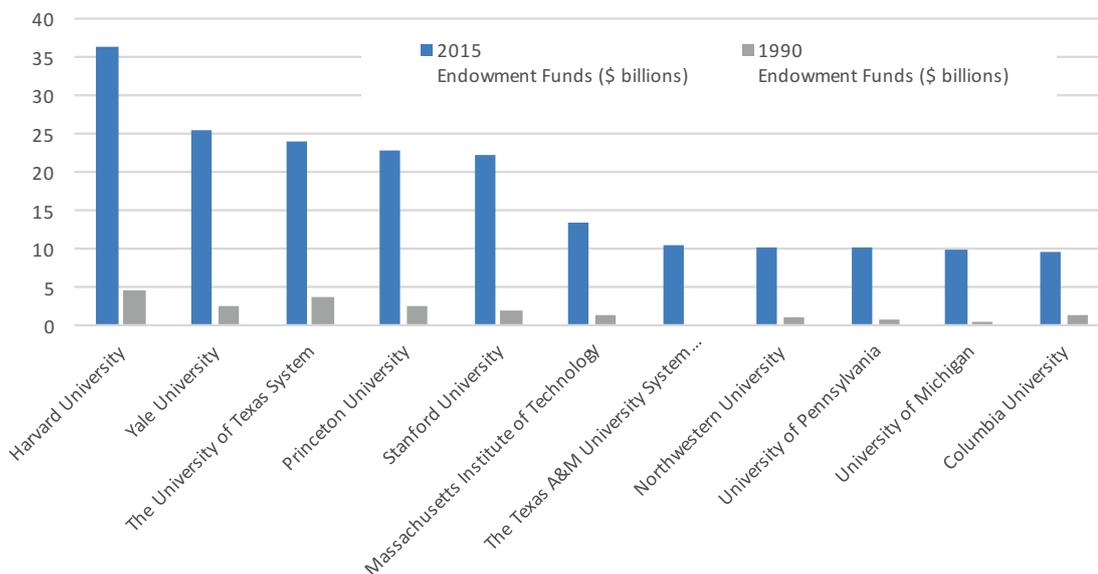


Figure 4 - elaborazione del dottorando su dati NACUBO

Si presenteranno di seguito i casi degli endowment funds di alcune università che per un motivo o per un altro si considerano rilevanti.

2.4.1 - Yale University

Il caso dell'endowment fund dell'Università di Yale è particolarmente rilevante non solamente perché in esso troviamo articolato il modello value-oriented di cui parleremo nel capitolo III. Il modello Yale è conosciuto ovunque nei corridoi delle sale d'investimenti delle istituzioni americane così come ugualmente è conosciuto David Swensen, professore emerito e chief investment officer, amministratore degli investimenti, del fondo dal 1985. Diversi sono i motivi che hanno generato tale notorietà, come riportiamo di seguito da dati ottenuti dall'ufficio investimenti dell'Università (rapporto "The Yale Endowment, 2015"):

- Yale ha goduto per più di vent'anni degli ottimi investimenti del professor Swensen e della sua squadra. I fondi che l'università ha ricevuto sono aumentati di circa 3 milioni di dollari al giorno;
- Il sostegno fornito dal fondo all'università di Yale è passato dal coprire il 10% dei costi operativi del 1985 al 34% nel 2015, dopo aver toccato livelli pari al 45% nel pieno della crisi nel 2009;

- In più di venticinque anni David Swensen, Dean Takahashi e il resto del gruppo hanno aumentato il valore del fondo con rendimento dagli investimenti per un ammontare superiore a 18 miliardi di dollari, meglio delle prestazioni di colleghi in posizioni simili (vedere grafico sottostante). Come indicato dal rapporto, anche le prestazioni dei dieci anni dal 2005 al 2015 mostrano come l'ufficio investimenti di Yale ha ottenuto prestazioni superiori alla media:

Yale's Performance Exceeds Peer Results
June 30, 2005 to June 30, 2015, 2005=\$100

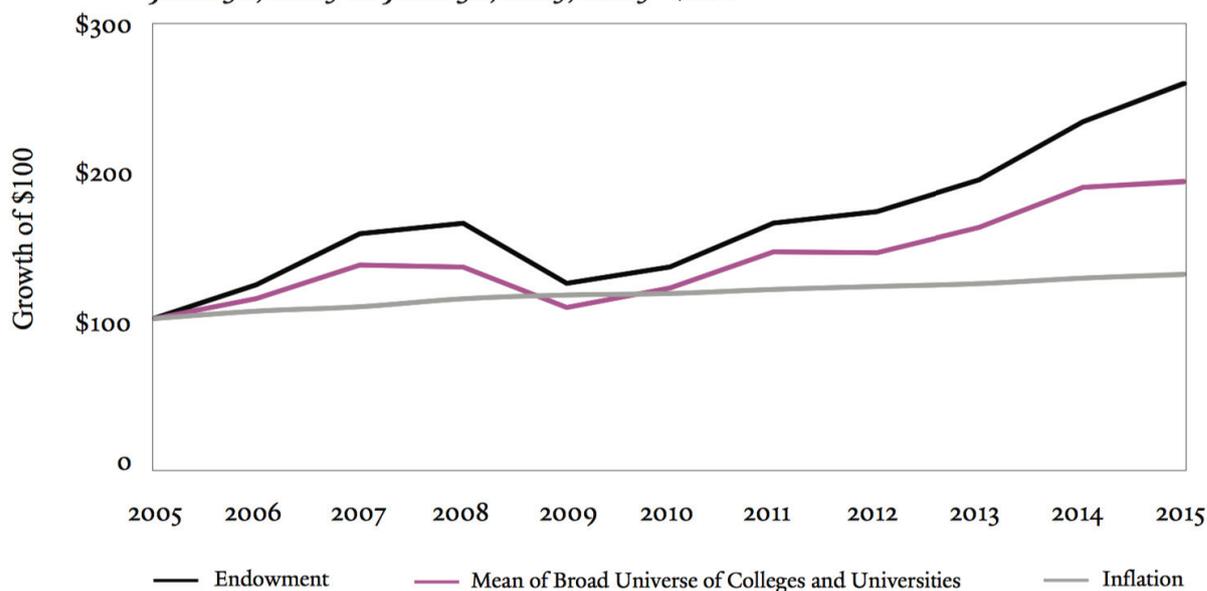


Figure 5 - Dati da Yale Investment Reports 2016

I 26 miliardi di dollari del fondo di dotazione di Yale sono suddivisi in diverse migliaia di fondi minori ognuno con finalità e destinazioni diverse. Circa $\frac{3}{4}$ del fondo è composto dalle dotazioni accumulate e reinvestite nei decenni. Nel corso

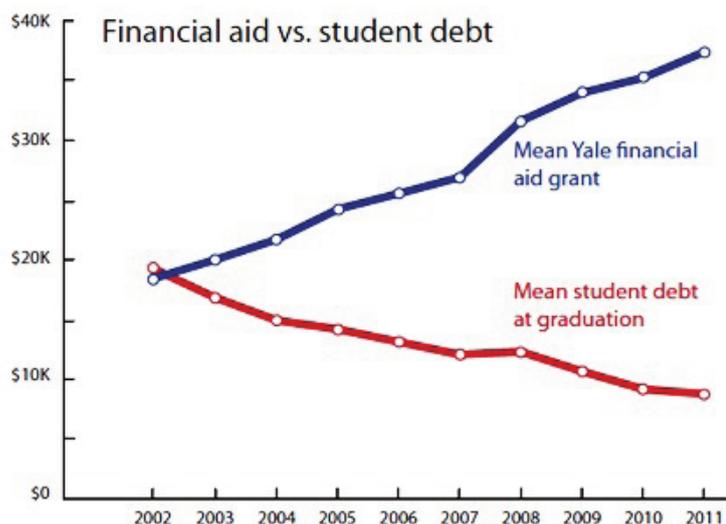


Figure 6 – Dati da Yale College Undergraduate Admissions database (2012)

dei trent'anni da quando David Swensen ha preso il timone del fondo dell'Università, il rendimento annuale al netto di spese e commissioni è stato del 13,9%, senza paragoni tra i propri simili. La crescita costante del fondo unita ad una politica di spesa lungimirante ha permesso al reddito derivante dal fondo di arrivare a costituire una parte enorme e indispensabile delle entrate. Come riportato dall'ufficio ammissioni dell'Università di Yale, questo ha permesso all'università di fornire un'assistenza finanziaria superiore agli studenti, limitando così i livelli dei debiti studenteschi (i debiti degli studenti di Yale sono tra i più bassi registrati negli Stati Uniti) (Yale College Undergraduate Admissions database, 2012). Nel primo dei paralleli che ci troveremo a fare tra John Maynard Keynes e altre persone, ecco che David Swensen ha appreso molto dall'illustre economista. Come menzionato anche da Chamber & Dimson (2015), Keynes è stato un ispiratore delle politiche di Swensen in vari modi. Da lui ha appreso molto riguardo:

- 1) l'importanza di avere un orizzonte temporale lungo;
- 2) i benefici di avere un'inclinazione maggiore verso l'azionario;
- 3) la futilità del cercare di temporeggiare sul mercato;
- 4) il sostegno per la Value Investing;
- 5) l'importanza dell'aver una mentalità contraria;
- 6) l'aver un processo di selezione dei titoli nel portafoglio che parte dal basso verso l'alto, dai fondamentali della società alla macroeconomia, piuttosto che viceversa;

- 7) una preoccupazione eccessiva verso la liquidità degli investimenti;
- 8) le sfide legate alla gestione attiva di un portafoglio;
- 9) le difficoltà inerenti alla presa di decisioni in un contesto di gruppo, che spinge gli individui che lavorano nei grandi fondi d'investimento o nelle grandi banche d'affari internazionali a conformarsi alla massa, anche se questa sta andando nella direzione sbagliata, come brillantemente spiegato nel testo "Fiasco" di Frank Partnoy (1999). In un lavoro recente di neuropsicologia (Wright, 2016), che si muoveva a cavallo tra le neuroscienze e le scienze cognitive, si spiega come la ripetizione sistematica di determinati errori in contesti di gruppo è da considerarsi la norma e non ci si deve aspettare molta razionalità dagli agenti facenti parte del gruppo. Si afferma inoltre come questo non sia un fenomeno storicamente sconosciuto dalla letteratura, ma le novità delle scoperte più recenti vengono dal fatto che negli ultimi decenni sono stati fatti progressi enormi negli strumenti e nelle metodologie di svolgimento dei test e degli esperimenti. Negli stessi campi non si possono non citare Daniel Kahneman (2011), Amos Tversky (2011), Richard Thaler (2011), Vernon Smith e Robert Cialdini (2007).

John Maynard Keynes stesso, decenni prima che queste materie si affermassero, nella sua *"The General Theory"* (1936) dice a proposito del lavorare e produrre risultati in conformità con il gruppo:

"Da un punto di vista reputazionale è meglio fallire con il resto della massa piuttosto che aver successo in un modo non convenzionale"

Howard Marks, di Oaktree Capital, così riprende l'ultimo punto arrivando ad una semplice matrice (2013):

	Comportamenti convenzionali	Comportamenti NON convenzionali
Risultati favorevoli	Buoni risultati nella media	Risultati SOPRA la media
Risultati NON favorevoli	Cattivi risultati nella media	Risultati PEGGIORI della media

Figure 7 - Matrice risultati / conformismo (Marks, 2013)

Soffermarci su questo punto è importante perché spiega parte del successo del metodo di Yale e permette di aprire un nuovo canale di riflessione nel contesto

di questo elaborato. Nel corso dei trent'anni da quando David Swensen è a capo del fondo di dotazione dell'università, Yale ha drasticamente ridotto la sua dipendenza (*"Yale Investment Reports 2015"*) dai titoli domestici aprendosi sempre di più ad altre classi di strumenti, molte delle quali ricadono nella sfera del non convenzionale, atipico. L'investimento in classi atipiche è un segno contraddistintivo dell'università di Yale. Questa classe di investimenti è meno liquida ma può rivelarsi una ricchezza inesplorata dai più. Solo quelli più "coraggiosi" possono aspirarvi. Il fondo di investimento di Yale ha la possibilità di investire per il lungo periodo rendendo il bisogno di un alto livello di liquidità meno pressante.

Gli ottimi risultati ottenuti dal fondo dell'Università hanno creato un movimento atto a cercare di replicare il suo modello anche tra le università situate nella parte alta dei ranking internazionali. Citeremo ancora Yale ed il suo endowment fund in particolare nel paragrafo sugli effetti di un fondo sul territorio e sull'istituto che lo incorpora.

2.4.2 – MIT (Massachusetts Institute of Technology)

Il Massachusetts Institute of Technology (MIT) ha un fondo che nel 2015 ammontava a circa 13 miliardi e mezzo di dollari (Report of the Treasurer, 2016) ma la sua particolarità e la sua presenza in questa lista non sono date dal valore dell'endowment. Durante la ricerca dottorale, nel mese di luglio 2015, si ebbe l'occasione di incontrare e discutere con Joel Coehn, membro della squadra del MITIMCo, l'MIT Investment Management Company, e successivamente nel 2016 si entrò in contatto con Felipe Ruiz, membro del board del Massachusetts Institute of Technology. Durante tali incontri si venne a conoscenza di ulteriori dettagli della storia che accompagna il MIT. Il fondo value del MITIMCo è stato creato agli inizi degli anni 2000 ed ha come presidente Seth Alexander, il quale ha appreso l'arte e la scienza di gestire un endowment fund con David Swensen. Dopo essere stato prima studente di Swensen, il signor Alexander si è poi fermato a lavorare per il fondo di Yale e descrive quell'esperienza come un momento che ha cambiato la sua vita.

L'endowment fund del MITIMCo è gestito in modo simile a quello di Yale ma quello che interessa rilevare per le finalità di questo lavoro è che il fondo segue il metodo Value Investing per la presa delle sue scelte d'investimento, ossia il modello che verrà presentato nel capitolo III. È la ricorrenza di questo approccio tra i fondi che hanno ottenuto i risultati migliori che dovrebbe incuriosire chi legge.

2.4.3 - King's College, Cambridge

Tra i vari endowment fund che si vogliono presentare nella ricerca introduciamo anche quello del King's College, facente parte dell'Università di Cambridge. Il King's è un istituto antico fondato nel 1441 dall'allora reggente Enrico VI. Si è voluto inserire il College in questa lista perché tra le figure più importanti che hanno percorso i suoi corridoi abbiamo John Maynard Keynes (Johnson, 1960), che è stato l'amministratore per oltre vent'anni del Chest Fund (1921-1946), l'endowment fund del King's College. Keynes venne incaricato di occuparsi del fondo del King's College ma sappiamo che allo stesso tempo gestì anche soldi per conto di altre entità istituzionali (Chambers, Dimson, & Foo, 2013): la National Mutual Life Assurance Society (1919–1938) e la Provincial Insurance Company (1923–1946). Solamente nel caso del King's College, a Cambridge, ebbe però carta bianca nella gestione degli investimenti. Uno degli aspetti originali di questa ricerca ruota attorno all'incredibile figura di Keynes, non solo economista ma anche investitore, di cui stiamo portando i collegamenti con altri individui tra cui Benjamin Graham, David Swensen, Joseph Rosenfield, Warren Buffett, James Tobin tra gli altri ed il collegamento con la Value Investing.

Keynes ha costituito nella storia del pensiero economico un punto importante, forse fondamentale, per la definizione delle teorie economiche moderne (Harrod, 1951). Si è anche dimostrato essenziale per le casse del fondo universitario. Come viene riportato in diversi scritti, tra cui si vuole citare tra tutti la raccolta recentemente ristampata di Donald Moggridge, *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (1957), la figura di Keynes si presta ad un'esamina attenta della persona così come dell'accademico, ma relativamente poco si dice del suo apporto nel mondo della finanza. Così disse Lawlor (1995): "ad esclusione fatta del lavoro di Moggridge nessun studio approfondito è stato mai veramente svolto sulla documentazione rilasciata da Keynes riguardo alla sua attività come investitore". In seguito a ricerche e riesamine dei lavori originali dell'autore lo possiamo definire come una figura decisamente anticonformista. La definizione di *homo universalis* che gli è stata affiancata dall'Horizon Research Group nel 2009 e 2010 ben riflette la natura eclettica di questa persona. Di lui conosciamo bene le qualità di pensatore indipendente e controcorrente, difficilmente influenzabile dalla massa seppur tale cosa gli sia costata molto da un punto di vista personale e professionale in vari momenti della sua vita (Moggridge, 1992).

Come anche viene messo in evidenza da Chambers e Dimson (2013), seppur ci sia una bibliografia importante sulla sua persona, non esistono molti dati quantitativi su cui possiamo lavorare nel dettaglio per analizzare le qualità di Keynes come investitore. Tale lacuna è stata parzialmente risolta, a mio avviso, alla luce delle eccellenti ricerche svolte dal duo accademico menzionato ad inizio capoverso. Grazie a loro sappiamo ad esempio che, per quanto riguarda il Chest Fund, Keynes ottenne con i suoi investimenti dei risultati eccezionali, soprattutto se accostati all'indice di mercato del Regno Unito nello stesso periodo. Anche i dati raccolti da Horizon Research Group nel 2009 lo mostrano chiaramente:

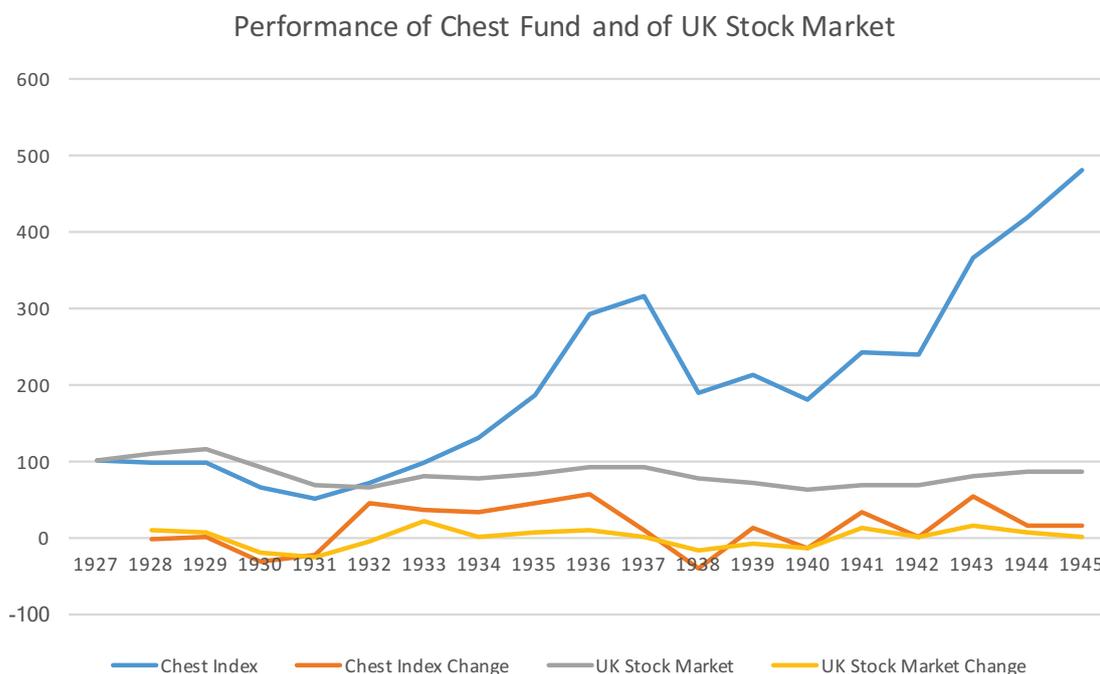


Figure 8 - Elaborazione del dottorando su dati Horizon Research Group

Il fondo del King's batté la performance dell'indice di mercato britannico per un ammontare annuo di 8 punti percentuali nell'arco 1921-1946. Al tempo in cui Keynes iniziò il valore del fondo ammontava a circa £ 30.000. Al momento della sua morte aveva raggiunto un valore di circa £ 380.000 (Chambers, Dimson, & Foo, 2013).

Si possono intravedere nella modalità di concepire gli investimenti due fasi differenti aventi come spartiacque il 1929/1930. Prima di quella data Keynes, come si definì lui stesso in seguito, era lo speculatore (Moggridge, 1957). Nel capitolo XII della "Teoria Generale" (Keynes, 1936) definì con speculazione l'attività intenta a cercare di prevedere la psicologia dei mercati. Nella seconda fase, dopo

aver perduto una parte importante del suo patrimonio tanto da dover ricorrere all'aiuto della propria famiglia, si ebbe il cambio di stile ed il passaggio dall'analisi tecnica all'analisi dei fondamentali [Skidelsky (1983, 1992, 2000, 2005, e 2009), Mini (1995), Clarke (2009) e (Chambers, Dimson, & Foo, 2013)]⁶.

L'obiettivo di Keynes al tempo di assunzione della carica al King's era quello di aumentare il valore del fondo così da aiutare l'università che a lui era molto cara. Nella prima fase dei suoi investimenti Keynes iniziò a vendere le varie attività immobiliari del King's e investì i proventi in modo da "speculare" sul mercato. Al tempo non era ancora rimasto scottato dalla borsa e come tale si sentiva più uno speculatore pronto ad affrontare i sali e scendi giornalieri del mercato piuttosto che un investitore in qualcosa la cui valutazione era per lui un mistero. In ogni caso fu tra i primi managers di fondi istituzionali ad allontanarsi da quelle che allora erano le attività tipiche di investimento per spostarsi verso l'azionario. In un elaborato, Chambers e Dimson (2015) avanzano anche l'ipotesi che tale approccio sia stato precursore di quello che si iniziò a vedere in America negli anni seguenti e che continua ancora oggi. Le classi dei titoli in cui investirono le università di Harvard, Yale, Princeton cambiarono gradualmente orientandosi dalla metà degli anni 30 fino agli anni 80 verso la classe dell'azionario ordinario.

2.4.4 - Il caso: Grinnell College – una piccola università con un fondo di oltre un miliardo di dollari

Nella lista degli endowment legati alle istituzioni universitarie che si reputa utile presentare si segnala anche quello legato al Grinnell College, l'università di arti liberali di Grinnell, un piccolo collegio privato che si trova nello stato dello Iowa negli Stati Uniti. Con i suoi circa 1700 studenti iscritti⁷ è di dimensioni relativamente ridotte anche rispetto alle Università di Sassari e Cagliari, che come riporta l'Anagrafe Nazionale Studenti contano rispettivamente 7.564 e 17.787 iscritti ai corsi di laurea triennali nell'anno accademico 2015-2016. Il Grinnell è un collegio ai primi posti negli Stati Uniti per la qualità dell'offerta formativa ed è stato sovente suggerito come un'ottima alternativa al circolo delle università facenti parte della cosiddetta Ivy League (Archibold, 2006), ovvero Harvard, Yale, Princeton e Columbia. Particolarmente interessante è notare come il Grinnell,

⁶ Tutti questi lavori raccontano l'evoluzione di Keynes ma si rimanda nuovamente a Chambers e Dimon per un'analisi più quantitativa. I due autori hanno svolto una ricerca diretta ricorrendo agli archivi originali del Chest Fund del King's College.

⁷ "Grinnell College Common Data Set 2015–2016". Grinnell College

nonostante le sue dimensioni, si collochi tra le istituzioni educative più ricche dell'intero nord America grazie al suo endowment. Con un fondo totale di 1,83 miliardi di Dollari secondo l'ultimo rapporto del National Association of College and University Business Officers and Commonfund Institute (NACUBO)⁸ e i suoi appena 1700 studenti, la piccola università di Grinnell può vantare di avere la più grossa quota di capitale per studente degli Stati Uniti. Secondo l'ufficio ammissioni dell'università, circa il 90% degli studenti riceve una qualche forma di aiuto economico. Questo fatto può essere presentato come una prova di lungimiranza nelle politiche di spesa e di politiche di investimento non convenzionali. Avere avuto per 43 anni, dal 1968 al 2011, tra i membri del comitato degli investimenti Warren Buffett ha certamente contribuito alla creazione di questo enorme fondo di dotazione e ci da delle indicazioni importanti su come sia stato gestito. Come riportato da Van Biema, Benello e Carlisle (2016), Warren Buffett ha definito l'atmosfera in cui venivano gestite le operazioni al Grinnell come "un posto insolito" – continua Buffett – "Joe Rosenfield rappresenta il trionfo della razionalità sulle convenzioni".

Joseph Frankel Rosenfield (1904 - 2000), definito "il miglior investitore di cui non avete mai sentito parlare" da Jason Zweig, si è laureato al Grinnell nel 1925. Dopo aver esercitato la professione legale per vent'anni, nel 1948 è diventato presidente del consiglio di amministrazione di Younkers ed è entrato nel consiglio di amministrazione del Grinnell College nel 1941, anche se non gli venne affidato l'incarico di gestire il fondo dell'università fino al 1968, l'anno in cui abbandonò la sua carica a Younkers. Al tempo il valore del fondo di dotazione ammontava a circa 11 milioni di dollari. Quando Rosenfield ha rinunciato alla sua carica nel 1999 il fondo aveva raggiunto un ammontare di circa un miliardo di dollari. Ciò si traduce in una crescita annuale del 15,1%, al netto della quota annualmente rilasciata all'università per la copertura delle spese operative.

L'università ha beneficiato enormemente del contributo dell'endowment e dell'operato di Rosenfield. Come dichiarato dall'allora rettore Russell Osgood nel 2000, "[il fondo] ha permesso a Grinnell di sopravvivere quando altre istituzioni scolastiche simili sono state costrette di chiudere. E il fondo non è stato utilizzato per alimentare spese folli in infrastrutture o altro. Al contrario l'apporto dato al bilancio ha permesso di tenere le tasse agli studenti quasi del 14% più basse rispetto ad altri istituti con caratteristiche simili".

Le tecniche di investimento utilizzate dal fondo furono anti-convenzionali e si basavano sull'investimento nel lungo termine. In un'intervista rilasciata poco tempo prima di morire (Zweig, 2016) Rosenfield dichiarava:

⁸ U.S. and Canadian Institutions Listed by Fiscal Year (FY) 2015 Endowment Market Value

“Esiste una propaganda forte che spinge le persone a credere che l’impazienza paghi. Tuttavia l’impazienza è un modo sicuro di perdere soldi. Ho sempre preferito un approccio a lungo termine. Non è certo il tempo che mi manca nella vita”

Tra gli investimenti più importanti notiamo quelli in INTEL e Berkshire Hathaway negli anni '60 e '70. La stessa presenza di Buffett nel comitato di Grinnell mostra come l’approccio di gestione del fondo avesse indubbiamente dei collegamenti con la Value Investing che questo lavoro è andato ad analizzare.

2.5 - Normativa vigente e compatibilità con un fondo d’investimento universitario

Il nostro ordinamento regola la materia della *donazione* nel Codice Civile al Titolo V, Libro Secondo e la figura del *comodato* nel Libro Quarto, Titolo III, Capo XIV. La donazione è caratterizzata dallo spirito di liberalità con cui una parte donante arricchisce un’altra parte, detta donatario, senza che venga fornito alcun corrispettivo. L’art. 769 del codice civile così la definisce: “la *donazione* è il contratto col quale, per spirito di liberalità, una parte arricchisce l’altra, disponendo a favore di questa un suo diritto o assumendo verso la stessa una obbligazione.” Il contratto di *comodato* invece è regolato dagli artt. 1803-1812 e vi è così definito: “Il comodato, ai sensi dell’art. 1803 del cod. civ., è il contratto con il quale una parte (comodante) consegna all’altra (comodatario) una cosa mobile o immobile, affinché se ne serva per un tempo o per un uso determinato, con l’obbligo di restituire la stessa cosa ricevuta. Il comodato è essenzialmente gratuito.”

Nel caso italiano la normativa vigente stabilisce che i soggetti che possono donare sono i soggetti IRPEF (persone fisiche e società di persone) e quelli IRES (società di capitali, enti pubblici o privati diversi dalle società, società ed enti di ogni tipo, con o senza personalità giuridica, non residenti nel territorio dello stato). È possibile effettuare donazioni in denaro o lasciare in comodato apparecchiature o edifici. Esistono anche agevolazioni fiscali per i donanti⁹.

Nel nostro Paese le università non sono estranee all’istituto della donazione e del comodato. Dopo una ricerca sull’effettiva esistenza in Italia di *endowment funds*

⁹ La Legge 14 maggio 2005, n. 80 ha convertito, con modifiche, il Decreto legge 14 marzo 2005 n. 35 il cui art. 14, commi 7 e 8, introduce alcune nuove ipotesi di agevolazioni fiscali per i donanti, con abbattimento di alcuni oneri per l’ente donante.

come quelli presenti nel mondo anglosassone, si notava l'assenza di tali realtà. Allo stesso tempo si scopriva che varie istituzioni private italiane erano più aperte di altre nel pubblicizzare forme di aiuto esterne, le donazioni su tutte, sui loro canali ufficiali. Ciononostante, in seguito alle comunicazioni con il personale di determinati centri si intuiva come la gestione di queste dotazioni fosse più orientata verso un utilizzo nel breve e nel medio termine e che raramente si andava verso una programmazione di lungo termine. I vari regolamenti interni degli atenei rendono poi il quadro abbastanza eterogeneo.

Certamente mi sento di affermare che l'argomento riguardante i contratti di donazione e comodato desta apertura ed interesse, soprattutto da parte di certe istituzioni del nord Italia. A fini esemplificativi riportiamo ciò che l'Università di Padova indica sul proprio sito¹⁰:

Donazioni e lasciti

È possibile donare all'Università degli Studi di Padova somme di denaro, titoli, beni mobili e immobili.

Le donazioni e i lasciti possono essere disposti per i fini istituzionali dell'Università o essere invece legati ad un fine specifico manifestato dal donatore. Le donazioni di modico valore o fino all'importo di € 50.000 per l'Amministrazione centrale e di € 40.000 per le strutture a gestione autonoma, sono autorizzate rispettivamente dal Direttore Generale e dal Responsabile del Centro autonomo di gestione.

L'accettazione di donazioni di importi superiori è deliberata dal Consiglio di Amministrazione.

La donazione deve essere comunicata con una lettera di intenti indirizzata al Rettore, in cui si esprime la volontà della donazione e si indicano le eventuali condizioni o finalità dell'utilizzo dei beni donati.

Casi simili a quello di Padova si possono trovare in altri atenei della penisola, seppur abbiamo una concentrazione maggiore al nord (altri atenei del centro-sud non menzionavano sui propri portali tali possibilità). Le università di Sassari e

¹⁰ Sezione "Servizio Bilancio e Contabilità" – Università di Padova

Cagliari nel 2016 hanno rilanciato una campagna promozionale per informare il pubblico della possibilità di donare il 5 per mille all'Università. L'obiettivo dichiarato è quello di sostenere gli studenti e aiutare la ricerca scientifica. Non si hanno indicazioni puntuali da parte degli atenei riguardo ai soldi effettivamente raccolti e alla loro redistribuzione e uso, in tal modo rendendo estranea al pubblico tale raccolta. Seppur in assenza di convinzione e con una discreta passività, c'è quindi interesse verso tali tematiche e alcuni atenei in particolare ne intravedono anche la necessità vista la situazione dei finanziamenti in calo per le università del centro-sud, come ben rilevato dal rapporto ANVUR 2016 e come abbiamo introdotto nei primi paragrafi del II capitolo.

Oltre al caso di un'università pubblica come quella di Padova abbiamo in Italia esempi provenienti da istituzioni non profit come l'Università Bocconi che cercano di creare dei fondi di dotazioni stabili e permanenti e che riporteremo alla fine di questo elaborato nel capitolo IV, paragrafo II.

2.6 - Effetti sul territorio, sulla didattica e sulla qualità dell'offerta formativa

“Yale ha un obiettivo ambizioso: quello di cambiare il mondo in meglio. Per raggiungere questo obiettivo mette assieme studenti pieni di talento, energie ed ingegno provenienti dai background più differenti e li espone ad idee che sono situate fuori dalla loro sfera di esperienze e perfino oltre la loro immaginazione. Perseguire questo obiettivo è una cosa molto dispendiosa. Richiede la migliore facoltà, le migliori strutture, e la libertà di esplorare. Niente di tutto ciò sarebbe possibile senza le risorse fornite dall'endowment fund di Yale. Sapere che l'endowment è lì mi permette di spingere oltre, senza alcuna esitazione per domandarmi se posso permettermi di aspirare ad essere audace”

Queste importanti parole sono state pronunciate da Jonathan Holloway, Dean of Yale College and Edmund S. Morgan Professor of African American Studies¹¹

¹¹ Yale Investment Office – A brief introduction (2016)

La letteratura sugli effetti dei fondi di dotazione è perlopiù focalizzata sul caso americano ed in particolar modo sulle grandi istituzioni che compongono la Ivy League. I fondi di dotazione, o endowment funds, si rivelano degli strumenti utili all'interno di un'istituzione educativa in quanto consentono a questa di godere di una maggiore indipendenza, conferiscono più stabilità e migliorano la qualità dell'offerta formativa (Wolbrom, 2015). Abbiamo già accennato l'importanza dell'autonomia all'interno di un'università o di un centro di ricerca. Queste istituzioni riescono a servire meglio la società in cui sono inserite se riescono a configurarsi come centri di incontro e discussione aperti ed indipendenti, non influenzati da forze esterne o dagli usi e consuetudini. L'insegnamento e la ricerca in aree non convenzionali possono causare controversie e quindi limitarne l'iniziativa.

Come viene descritto da Wolbrom (2015), per le istituzioni storiche poter contare su un reddito annuale fisso conferisce più stabilità e permette pianificazioni di lungo termine. Ciò riduce inoltre la dipendenza dallo stato e libera dalle limitazioni che ne derivano. I fondi della ricerca potrebbero essere allocati dove effettivamente se ne vedesse il bisogno. Ma avere un fondo di dotazione permanente vorrebbe dire anche essere meno dipendenti dalle richieste spesso stravaganti di nuovi potenziali donatori e permette agli istituti di affrontare periodi di crisi in maniera meno problematica.

Per le università più piccole un fondo d'investimento può rappresentare lo spartiacque tra la sopravvivenza e la morte dell'istituzione. Russell Osgood, precedente rettore dell'università di Grinnell, afferma (Zweig, 2016) che l'endowment fund gestito da Rosenfield ha permesso a Grinnell di sopravvivere nei decenni anche quando altri istituti simili sono stati invece costretti a chiudere.

Il Chief Investment Officer di Yale, David Swensen, afferma¹² come gli endowments producono risorse importanti che permettono all'università di creare e mantenere un ambiente formativo superiore. Un fondo di dotazione riesce ad attirare i migliori docenti semplicemente fornendogli i mezzi e le risorse con cui possono operare liberamente, permette all'università di dotarsi di infrastrutture adeguate e permette di finanziare ricerche innovative o che richiedono programmazioni che si articolano nell'arco di diversi anni.

Griffith e Rask (2007) mostrano in un loro studio come le scelte dei potenziali studenti siano influenzate da vari fattori tra cui il sostegno economico che

¹² uno dei rapporti sul legame tra qualità dell'offerta formativa e dimensioni dell'endowment fund fa parte di una ricerca svolta dal dipartimento investimenti della Yale University e non pubblicata. Ripoteremo qui alcuni dei dati e risultati resi disponibili dal CIO David Swensen sul suo testo *Pioneering Portfolio Management*.

l'istituzione può offrire e la sua reputazione. Nella loro analisi rilevano inoltre che gli stessi fattori presentano una correlazione positiva con la possibilità che gli stessi studenti contribuiscano negli anni ad incrementare il fondo dell'università con nuove donazioni.

E infine, un particolare interesse viene destato da Newman (2005) nel testo *Nonprofit essentials: Endowment building*. In quel contesto rilancia sulla stabilità affermando come i fondi di dotazione giochino un ruolo fondamentale per la stabilità finanziaria e l'efficienza di un'istituzione. Secondo l'autore, un endowment gestito con senno, oltre ad avere i risultati già menzionati prima, trasmette un messaggio chiaro e forte di stabilità nella pianificazione di lungo periodo, attenzione alle politiche di spesa interne e di capacità economico e finanziaria. Ciò, precisa, ha un forte effetto sulla fama del centro di ricerca e del centro didattico. Nel contesto delle istituzioni di Sassari e Cagliari, come di qualsiasi altro centro formativo, non può che giovare un rafforzamento del fattore reputazionale. Basandomi sui confronti e sulle esperienze personali, ci si sente nella posizione di affermare che è necessaria una forte scossa in tal fronte per ridare stimoli ai soggetti legati alle università, siano essi studenti, docenti o amministrativi.

Volendo tornare ai dati comprovanti un legame tra qualità dell'offerta formativa e dimensioni dell'endowment, la letteratura prevalente spinge per una correlazione tra le due variabili. Wolbrom però contesta questo risultato affermando che, seppur sia ragionevole aspettarsi una correlazione positiva tra il ranking delle università (così come stilato da *US News and World Report* annualmente) e le dimensioni dei fondi, i dati da lui raccolti rivelano diversamente, mostrando una relazione debole in alcuni casi e non esistente in altri.

Swensen e Takahashi (2009), con la collaborazione di membri del fondo di Yale, portano invece in risalto dei risultati opposti a quelli di Wolbrom e affermano al contrario che una correlazione esiste, ed anche forte. Le università con fondi più grandi figurano più in alto nella classifica stilata da U.S. News and World Report. Come ripreso anche da Wolbrom, queste classifiche scatenano molte controversie per i criteri utilizzati per pervenire a quei risultati. Nell'*US News and World Report*¹³ l'editoriale valuta la reputazione accademica, il tasso di abbandono degli studenti, le risorse delle facoltà, la selettività del processo d'ammissione, la disponibilità finanziaria, la percentuale dei laureati e le donazioni in ritorno dei vecchi studenti. La base di dati creata combina i dati provenienti dai risultati del test SAT (Scholastic Aptitude Test), la dimensione delle classi e le percentuali di

¹³ *How U.S. News Calculated the Best Colleges Rankings* - <http://www.usnews.com/education/best-colleges/articles/how-us-news-calculated-the-rankings>

studenti laureati per giungere alla fine alla sua classifica sulla quale, come già detto, ci sono molte discussioni.

Tuttavia, notano Takahashi e Swensen, se la letteratura presenta dubbi sulle metodologie usate, il più dell'opinione proveniente dal mondo istituzionale contesta prevalentemente l'effettiva posizione in classifica di ciascun centro. La difficoltà di stilare una classifica precisa è stata allora superata dividendo il campione da loro analizzato in quartili. Per i fini della ricerca si sono concentrati solo sulle università private in quanto quelle pubbliche hanno problematiche diverse di bilancio che le rendono distinte dalle altre. Per esempio, in un'istituzione pubblica la convivenza di fondi statali e privati è resa instabile per la velocità con la quale il governo centrale del Paese può privare una certa istituzione dei fondi pubblici una volta constatato che può farne a meno, così da poter destinare i fondi precedentemente allocati a quel centro ad un'altra università.

Sarebbe possibile effettuare uno studio simile per le sole università pubbliche ma la densità dei dati è inferiore e non altrettanto accurata quanto quella fornita dai centri privati.

Come mostriamo nelle tabelle successive ad iniziare da quella inserita in figura 9, la qualità delle università, così come fornitaci dal US News, è correlata fortemente con la dimensione dell'endowment, con le migliori istituzioni (primo quartile) che vantano un ammontare medio di fondo di dotazione superiore ai 6 miliardi di dollari. Al contrario l'ultimo quartile presenta in media un fondo di 324 milioni. Come si può verificare dal salto da un quartile ad un altro esiste una chiara correlazione tra qualità e grandezza dell'endowment.

Nella tabella successiva (figura 10) invece mostriamo il reddito totale ottenuto dalle tre migliori università e le medie per i diversi quartili. Nelle colonne successive si mostra uno spaccato delle origini di quel reddito. Notiamo come la parte proveniente dalle attività di investimento pesa maggiormente per le università del primo quartile che per quelle del quarto. Inoltre per Harvard, Princeton e Yale mediamente la quota di reddito proveniente da quest'area è del 31.2%. Scendendo nella tabella vediamo come le università dipendano sempre più da fonti temporanee di reddito cosicché università di qualità inferiore (quarto quartile) hanno nelle tasse studentesche la fonte primaria di reddito (64.5%).

La Dimensione del Fondo di Dotazione è Fortemente Correlata con la Qualità dell'Università

Data as of Fiscal Year 2004

Fonte: Moody's Investors Service

	Istituzioni		Grandezza Media dell'Endowment	Fondo Medio per Studente	Età Media dell'Università
Prime tre Università	Harvard Princeton, Yale		\$14,934	\$1,255,667	310
1° quartile	Brown Cal Tech Columbia Cornell Dartmouth Duke Harvard Johns Hopkins	MIT Northwestern Princeton Stanford Penn Washington Univ. Yale	\$6,053	\$529,573	196
2° quartile	Boston College Brandeis Carnegie Mellon Case Western Emory Georgetown Lehigh Notre Dame	NYU Rice Tufts Chicago Rochester USC Vanderbilt Wake Forest	\$1,802	\$189,379	143
3° quartile	RPI Baylor Baylor BU Clark Fordham George Washington Pepperdine SMU	St. Louis University Stevens Institute Tech. Syracuse Tulane Miami WPI Yeshiva	\$569	\$61,517	137
4° quartile	American Catholic Univ. of America Drexel Howard Illinois Institute of Tech. Loyola Marquette Northeastern	TCU Univ. of Denver Univ. of Tulsa Univ. of Dayton Univ. of the Pacific USD USF	\$324	\$43,429	137
Media			\$2,181	\$205,703	150

Figure 9 – Dati da Moody's Investors Service e rapporti istituzionali delle singole università

Il Reddito Generato dagli Investimenti Fornisce un Livello di Supporto Maggiore alle Università Migliori

Data as of Fiscal Year 2004

Fonte: Moody's Investors Service

	Istituzioni		Reddito Totale Medio (\$mm)	Tasse Studenti	Sovvenzioni	Contributi Annuali	Reddito da Investimenti	Altro
Prime tre Università	Harvard Princeton, Yale		\$1,736	19.7%	23.5%	6.0%	31.2%	8.6%
1° quartile	Brown Cal Tech Columbia Cornell Dartmouth Duke Harvard Johns Hopkins	MIT Northwestern Princeton Stanford Penn Washington Univ. Yale	\$1,463	24.5%	37.7%	8.4%	19.1%	8.1%
2° quartile	Boston College Brandeis Carnegie Mellon Case Western Emory Georgetown Lehigh Notre Dame	NYU Rice Tufts Chicago Rochester USC Vanderbilt Wake Forest	\$733	45.2%	25.9%	9.0%	14.5%	5.4%
3° quartile	RPI Baylor Baylor BU Clark Fordham George Washington Pepperdine SMU	St. Louis University Stevens Institute Tech. Syracuse Tulane Miami WPI Yeshiva	\$422	58.9%	19.0%	6.9%	9.4%	5.8%
4° quartile	American Catholic Univ. of America Drexel Howard Illinois Institute of Tech. Loyola Marquette Northeastern	TCU Univ. of Denver Univ. of Tulsa Univ. of Dayton Univ. of the Pacific USD USF	\$271	64.5%	16.2%	8.1%	6.8%	4.3%
Generale			\$722	48.2%	24.7%	8.1%	12.5%	5.9%

Figure 10 – Dati da Moody's Investors Service e rapporti istituzionali delle singole università

Dunque mentre la grandezza del fondo di dotazione è chiaramente correlata con la qualità dell'istituzione, rimane tuttavia da definire la direzione di questa correlazione, ovvero i legami di causalità. Ci si dovrebbe domandare se è l'alta qualità che attira e crea un alto fondo di dotazione il quale a sua volta crea un circolo vizioso, oppure è il contrario? Ossia sono gli endowments più grandi che permettono di creare le strutture e di rafforzare le risorse che a loro volta creano delle università di qualità superiore orientate sempre più verso l'eccellenza?

Questo è uno dei punti che potrebbero interessare ulteriori studi. A tal proposito la letteratura anglosassone sta arricchendosi fornendo nuove analisi anche in termini comparativi con le fondazioni. Walters (2006), Schneider, DiMeo e Cluck (1997) e Newman (2005) arrivano ad affrontare questo tema passando per le fondazioni e la loro gestione. Nel caso di Walters e Schneider, DiMeo e Cluck inoltre il tema degli endowment universitari è trattato in modo approfondito.

A prescindere dalla direzione di causalità, che resta comunque un punto importante su cui lavorare, si può generalmente affermare che risorse finanziarie più cospicue si correlano fortemente con un ambiente formativo superiore.

In onore dell'obiettività si ritiene interessante inserire in questo elaborato la critica mossa dal professor Henry Hansmann, dell'università di Yale. In un suo paper dal titolo "*Why Do Universities Have Endowments?*" (1990) Hansmann muove una critica feroce verso gli endowment funds delle università, colpevoli di dare più attenzione alla crescita dei propri endowments e di aver relegato in un secondo piano la gestione dell'attività formativa delle università (Arenson, 1998).

Avendo analizzato nel capitolo II i motivi che hanno indirizzato questa ricerca in primis e avendo creato un ponte tra le necessità del caso italiano, soprattutto per le università del centro-sud, e la realtà degli endowments nel mondo anglosassone, si procede ora ad analizzare il modello Value Investing, ovvero un modello di investimento di lungo periodo che ben si adatta alle caratteristiche di istituzioni di lungo termine come quelle universitarie.

- Capitolo III -

PROPOSIZIONE DI UN MODELLO DI GESTIONE DEL FONDO UNIVERSITARIO PER IL LUNGO PERIODO

3.1 – Presentazione del capitolo

Abbiamo precedentemente menzionato come il modello che stiamo presentando sia stato denominato Value Investing, un appellativo non originale di questa ricerca e che anzi si può ricollegare in particolar modo alle figure di Benjamin Graham e Warren Buffett. Tuttavia la schiera dei cosiddetti “value investors” è molto ampia e comprende personalità famose del mondo professionale ed accademico. Anche John Maynard Keynes, come abbiamo mostrato nel capitolo secondo, proponeva come metodo d’investimento un modello value e, seppur durante questa ricerca non si siano trovate prove di incontri e scambi tra Keynes in Europa e altri value investors in America, questo fatto conferisce alla Value Investing un valore ancora più significativo. Se, difatti, queste grandi personalità, dotate di un’intelligenza e un’intuizione fuori dal comune, arrivavano alle stesse conclusioni senza entrare in contatto tra loro, allora l’argomento dovrebbe attirare maggior interesse. Ad onor del vero, nella fase di ricerca che riguardava l’attività come investitore di John Maynard Keynes, un manager di un grande hedge fund britannico, Massimo Fuggetta, durante un’intervista tenuta con il sottoscritto nel mese di luglio 2016, affermava come in un seminario tenuto da Benjamin Graham alla Columbia University nel primo dopoguerra vi menzionasse Keynes e la sua attività d’investimento. Nonostante l’assenza di prove non sia essa stessa prova di assenza, non abbiamo trovato indizi di tale affermazione e come tale la vogliamo lasciare tra le piste da seguire in un lavoro futuro sui legami tra Keynes e il mondo finanziario americano dei decenni tra la prima e la seconda guerra mondiale.

Un modello di gestione per un fondo universitario deve, per quanto possibile, essere in sintonia con le caratteristiche stesse dell’istituzione. Entrambi dovrebbero dunque mostrare un orizzonte proiettato verso il lungo periodo in primis. Inoltre il reddito derivante dagli investimenti dovrebbe garantire una certa stabilità per consentire una corretta pianificazione e da qui proviene una delle sfide, vista

l'endemica volatilità dei mercati. Quello che qui si presenta è dunque un modello con un orizzonte lungo e di tipo value. Si vogliono portare in evidenza le affermazioni del premio Nobel per l'economia Robert Shiller, il quale sostiene con forza che i mercati, alcuni più marcatamente di altri, mostrano un eccesso di volatilità (Shiller R. , *Market Volatility*, 1992) (Shiller R. , *Irrational Exuberance*, 2015). Quello che l'economista vuole suggerire è che i prezzi dei titoli tendono a fluttuare più del necessario in risposta a variazioni o voci che riguardano le grandezze economiche fondamentali, come ad esempio gli utili e i tassi di interesse, che concorrono a determinare il valore intrinseco di una società. Sulla definizione di valore intrinseco Benjamin Graham, spesso presentato come il padre della value investing (Buffett, 1984), così afferma in una delle prime edizioni di quello che è poi diventato uno dei testi più importanti del mondo della finanza (Graham & Dodd, *Security Analysis*, 1951):

“Questo nuovo approccio di analisi di un titolo tenta di assegnare un valore ad un'azione ordinaria indipendentemente dal suo prezzo. Se il valore così determinato è sostanzialmente sopra o sotto il prezzo attuale, allora l'analista concluderà che quel titolo può essere acquistato o ceduto. A questo valore indipendente è stato assegnato una pluralità di nomi, tra cui il più comune è valore intrinseco.”

Quello che Shiller ha voluto implicare in oltre 30 anni di ricerca¹⁴ e anche nelle sue apparizioni più recenti (Seminar on “*Irrational market exuberance: as relevant as ever*”, 2015, London School of Economics), è che se i movimenti dei prezzi fossero meno marcati, e quindi meno variabili, allora i prezzi sarebbero veramente più indicativi nel prevedere i valori fondamentali futuri come afferma l'*efficient market hypothesis*, la teoria dei mercati efficienti. Con affermazioni simili a questa, Shiller e con lui anche altri economisti e premi Nobel che poi incontreremo, riconoscono che stanno andando contro corrente rispetto alla teoria dominante e stanno fornendo delle prove sul fallimento del modello dei mercati efficienti [Shiller (1991), (2001), (2003)]. In un mondo che mostra eccessi di volatilità, gli investitori fanno attenzione alle direzioni delle fluttuazioni dei prezzi. Una discesa dei prezzi fornisce l'opportunità di comprare a buone condizioni così come un incremento dei prezzi da l'opportunità di vendere. Sotto certe circostanze,

¹⁴ Segneremo alla conclusione dell'elaborato la lista delle pubblicazioni dell'economista Robert J. Shiller, rilevanti ai fini del presente rapporto di ricerca. Si è voluto procedere in tal maniera vista la rilevanza dell'intera bibliografia del dottor Shiller.

in seguito ad un declino molto pronunciato del prezzo, possiamo dire che un determinato titolo diventa quindi meno rischioso poiché può essere acquistato a condizioni migliori. Questa conclusione ha senso per tutti gli investitori che aspettano pazientemente il verificarsi di queste opportunità generate dai movimenti, spesso estremi, del mercato. Tuttavia per statistici ed econometrici aderenti alla teoria dei mercati efficienti, una simile caduta dei prezzi aumenta la volatilità osservata e, poiché la teoria indica la volatilità come rischio ($\sigma = \sigma$), si sta implicando automaticamente che un ribasso dei prezzi aumenti il rischio. È questo uno dei punti che differenzia maggiormente la value investing dalla teoria dei mercati efficienti. Ovviamente si deve ricordare che la volatilità crea opportunità solo quando i prezzi cambiano in maniera eccessiva in risposta a cambiamenti dei fondamentali del titolo.

Burton Malkiel, nel rapporto “*Managing Risk In An Uncertain Era*”, mostra inoltre i risultati della sua ricerca a sostegno di un approccio value a lungo termine anche per le istituzioni. Nello stesso elaborato afferma anche che il market timing ha sempre dato risultati negativi e, come tale, è da evitare. Alla stessa conclusione arrivarono anche Keynes dopo aver perso buona parte della sua fortuna durante il crollo del 1929 (Keynes, 1936), Benjamin Graham (Graham & Dodd, 1951), Warren Buffett (1984), e molti altri. David Swensen, della Yale University, afferma la stessa cosa sottolineando come il tentativo di trarre profitto dai movimenti di breve termine del mercato sia una strategia perdente. Cercare di temporeggiare col mercato allontana drasticamente il portafoglio del fondo da quelli che sono gli obiettivi stabiliti per il lungo termine, in tal mondo esponendo l’istituzione a dei rischi che si potrebbero evitare.

3.1.1 – Limiti dell’ipotesi dei mercati efficienti e introduzione della razionalità limitata

“Non è di grande aiuto nella realtà avere una teoria elegante nella forma e nei contenuti ma basata su ipotesi tanto sbagliate”

*Robert Shiller (2016),
Professor of Economics at Yale University,
Premio Nobel 2013*

Gli anni '60 del secolo scorso hanno visto emergere una nuova teoria della finanza e degli investimenti che è riconducibile alla “Scuola di Chicago” perché le

sue origini si possono legare alla “University of Chicago’s Graduate School of Business”. La cosiddetta “teoria di portafoglio moderna” prende il via dal lavoro, veramente molto originale per il tempo, di Harry Markowitz (1952). Infatti la storia vuole che il lavoro fosse così originale che lo stesso Milton Friedman non lo definì collegato alle scienze economiche (Markowitz H. M., *Foundations Of Portfolio Theory*, 1990). Durante la sua permanenza alla RAND Corporation, Markowitz incontrò George Dantzig la cui collaborazione risultò determinante per migliorare le tecniche di ottimizzazione che poi Markowitz introdurrà nel suo modello. È proprio nella scuola di Chicago che otterrà nel 1955 il titolo dottorale con una tesi sulla teoria di portafoglio già introdotta qualche anno prima. Tra le persone con cui entrò in contatto ci furono Milton Friedman (Premio Nobel nelle Scienze Economiche del 1976) e James Tobin (anche lui premio Nobel e già menzionato nel capitolo 2). La figura di Tobin si dimostrò ancora una volta fondamentale. Oltre ad aver collaborato con Yale per migliorare l’apporto che l’endowment poteva portare ed aver convinto David Swensen ad andare a lavorare per il fondo di dotazione dell’università, “Jim” Tobin portò a Yale, alla Cowles Foundation, Harry Markowitz con un invito esplicito. Per diverso tempo inizia una collaborazione costruttiva che culminò con la pubblicazione da parte di Markowitz del testo “*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*” (1959).

La teoria che Markowitz presentò includeva concetti che col passare del tempo divennero le basi della teoria della finanza moderna:

- Avversione al rischio;
- Volatilità come definizione di rischio;
- Rendimenti ponderati al rischio;
- Rischio sistematico e non-sistematico (anche detto rischio diversificabile o rischio specifico);
- Alpha, Beta;
- La *random walk hypothesis*, ossia l’ipotesi del cammino casuale, che afferma come i prezzi si muovano secondo un percorso casuale la cui funzione di distribuzione ha media zero. Questo movimento non è stazionario in covarianza e dunque, in ogni istante il prezzo atteso per l’istante successivo coincide con il prezzo attuale. In altre parole il mercato è un "fair game" e l'unico motivo per cui qualcuno vince sul mercato è lo stesso per cui qualcuno vince alla lotteria, per mera casualità. Anche nell’ipotesi che il mercato sia efficiente solo in forma debole sarebbe ancora un fair game;
- L’ipotesi di efficienza dei mercati nelle sue varie forme: debole, semi-forte e forte.

Un altro contributo importante alla letteratura è stato portato da Fama con la pubblicazione “*Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*” (Fama, 1970). Negli anni successivi alla sua introduzione, il concetto di efficienza dei mercati ripreso da Fama si è sviluppato particolarmente in dibattiti molto accesi nel mondo della finanza. Difatti tali dibattiti hanno creato una dicotomia più o meno marcata tra i sostenitori della gestione attiva (l’arte e la scienza di scegliere in quali titoli investire tra tutti quelli presenti nei mercati) e i sostenitori della gestione passiva (investire in un indice di mercato).

L’ipotesi dei mercati efficienti [Fama (1970), (1998)] stabilisce che:

- 1) Esistono molti partecipanti nei mercati e tutti dispongono approssimativamente dello stesso accesso a tutte le informazioni rilevanti. Sono intelligenti, oggettivi, motivati e lavorano duramente. I modelli analitici su cui si basano sono ampiamente conosciuti ed utilizzati da tutti;
- 2) Per via dell’impegno collettivo di questi partecipanti, le informazioni sono trasmesse immediatamente e completamente al mercato che le incorpora nel prezzo dei titoli. E poiché i partecipanti si muoveranno immediatamente per comprare qualunque titolo risulti troppo economico o per vendere quelli troppo cari, allora i titoli avranno i prezzi corretti in ogni momento e relativamente gli uni agli altri, eliminando così anche possibilità di arbitraggio;
- 3) Per questi motivi, i prezzi dei titoli rappresentano stime accurate del valore intrinseco delle attività, e nessun partecipante potrà approfittare con costanza nel tempo di eventuali momenti in cui i prezzi non riflettono il giusto valore;
- 4) I titoli quindi vendono a prezzi ai quali ci si aspetta che forniscano rendimenti ponderati al rischio in linea col valore di altri titoli. Titoli più rischiosi devono offrire rendimenti più alti per poter attirare i compratori. Il mercato assegnerà quindi dei prezzi adeguati a queste circostanze ma non offrirà opportunità sfruttabili con costanza dai suoi partecipanti. In altre parole il mercato non offrirà rendimenti che non riflettano il rischio intrinseco.

Di seguito in una serie di articoli, Fama e Kenneth French hanno sollevato dubbi circa la validità del modello mono-fattoriale nel Capital Asset Pricing Model (CAPM) e hanno proposto prima un modello a tre fattori (Fama & French, 1996) e quindi a cinque (Fama & French, 2014). Una delle assunzioni particolarmente limitanti e tuttavia difficili da eliminare della Teoria di Portafoglio Moderna, e

quindi del CAPM, è che gli investitori devono avere aspettative omogenee, ossia devono avere le stesse stime riguardo a rendimenti attesi, le varianze (e quindi il rischio per come è definito da Markowitz) e le covarianze dei rendimenti attesi di tutte le attività rischiose nelle quali essi possono investire. Impostando questa affermazione come veritiera, tutti gli investitori sono confrontati alla stessa frontiera efficiente di portafogli rischiosi, avranno gli stessi portafogli rischiosi ottimi e la stessa Capital Asset Line (CAL). Questa ipotesi è fortemente semplificativa e non permette una corretta rappresentazione della realtà.

Una delle conclusioni originali a cui si vuole arrivare con questo rapporto di ricerca è un aggiustamento su cosa si può intendere con efficienza di mercato. Se ad esempio proponiamo come sinonimo di efficienza la “velocità” con cui si trasmettono le informazioni e con cui vengono assimilate dai prezzi allora il lettore di questo elaborato si troverà d’accordo con l’autore. L’ipotesi dei mercati efficienti può essere considerata valida nei limiti di questa definizione. Qui viene una delle intuizioni originali del lavoro: i mercati sono efficienti (= estremamente rapidi) ad incorporare le informazioni, ma non sempre i mercati sono “corretti”.

Spiegando meglio cosa intendiamo, poiché gli analisti e gli investitori lavorano duramente per valutare ogni nuova informazione, i prezzi dei titoli rifletteranno in maniera efficiente (=immediatamente, secondo la nostra definizione) il valore che la massa dei partecipanti al mercato assegnerà a questa nuova informazione. **Tuttavia, non crediamo che la massa abbia necessariamente ragione in ogni momento.** È difficile immaginare che il mercato abbia valutato razionalmente le attività nei mercati americani nel mese di febbraio 2009. Così come viene difficile comprendere come le azioni di Yahoo fossero quotate nel mese di gennaio del 2000 a 237 dollari mentre un anno dopo, ad aprile del 2001, toccavano gli 11 dollari (fonte Bloomberg). Non si ritiene quindi sensato affermare che i prezzi in entrambi le occasioni citate fossero efficienti nel senso di corretti. Almeno in una delle due circostanze, il 2000 o il 2001, il prezzo doveva essere in errore. Tuttavia quella situazione particolare non implicava che tutti i partecipanti del mercato fossero in condizione di individuare e di agire immediatamente per correggere quell’errore. Lo stesso discorso si potrebbe fare per la maggior parte dei titoli tecnologici che sono andati ad alimentare la bolla internet a cavallo del secolo scorso e di questo. Rimandiamo all’intervista molto interessante di Richard Thaler & Eugene Fama nel 2016, di cui parleremo tra qualche paragrafo (Fama & Thaler, *Are markets efficient?*, 2016).

Da queste prime elucubrazioni possiamo giungere ad un’importante conclusione: se i prezzi nei mercati efficienti riflettono già il pensiero della massa, allora un metodo di pensiero e di comportamento simile a quello della massa porterà

ad ottenere dei rendimenti che saranno nella media. Per battere il mercato bisogna avere una visione idiosincratca e controcorrente. Howard Marks [(2006), (2014)] presenta questa idea con la seguente matrice (già vista nel capitolo II):

	Comportamenti convenzionali	Comportamenti NON convenzionali
Risultati favorevoli	Buoni risultati nella media	Risultati SOPRA la media
Risultati NON favorevoli	Cattivi risultati nella media	Risultati PEGGIORI della media

Figure 11 - Matrice risultati / conformismo

Quello che questa rappresentazione (Marks, 2014) cerca di affermare è che *“Solo un comportamento non convenzionale può generare un risultato non convenzionale... E solamente se le intuizioni sono migliori di quelle della massa, allora anche i risultati saranno migliori”* (Marks, 2014). Vale anche il contrario ovviamente e questo è uno dei motivi per i quali i manager spesso non vogliono discostarsi dai comportamenti comuni. Come diceva Keynes (vedere cap. II): *Da un punto di vista reputazionale è meglio fallire con il resto della massa piuttosto che aver successo in un modo non convenzionale.*

Sulla stessa lunghezza d’onda risuonano le parole di David Swensen (2009), CIO dell’endowment di Yale: *“ben lontano dall’esibire il coraggio richiesto per prendere delle posizioni contrarie, la maggior parte degli investitori segue la massa per la strada che porta verso una mediocrità confortevole”*. Una prova lampante di questo fatto è stata portata dal direttore di Morningstar dell’area ricerca relativa ai fondi d’investimento (Morningstar Fund Investor , 2005), Russel Kinnel. In teoria, gli investitori dovrebbero affidare i loro soldi ai gestori dei fondi dopo un periodo di performance sotto la media dei mercati e prima di un periodo di alta performance attesa, perché proprio allora si presentano le occasioni migliori. Questa ricerca, basata sull’ampio database Morningstar, ha dimostrato come invece il comportamento degli investitori è l’opposto e si ripete nel tempo. Si riportano i risultati di Kinnel nella tabella seguente per iniziare a portare avanti il caso della razionalità limitata degli agenti operanti nei mercati:

Gli investitori nei fondi d'investimento inseguono continuamente la performance

Rendimento a dieci anni con conclusione 30 aprile 2005

Category	Dollar-Weighted Return %	Time-Weighted Return %	Gap %
Technology	-5.7	7.7	-13.40
Communications	3	8.4	-5.4
Health	8.5	12.5	-4
Large growth	4.4	7.8	-3.4
Small growth	5.4	8.4	-3.1
Mid growth	6.3	8.8	-2.5
Small blend	9	11.3	-2.4
Natural resources	10.3	12.4	-2.1
Small value	11.6	13.6	-2
Real estate	13.4	15.4	-2
Mid value	10.4	12.2	-1.7
Large Blend	7.5	9.1	-1.6
Financials	12.8	14.4	-1.6
Moderate allocation	7.3	8.4	-1.2
Mid blend	10.6	11.4	-0.8
Large value	9.6	10	-0.4
Conservative allocation	7.2	7.5	-0.3

Fonte: Morningstar Fund Investor. July 2005, Volume 13 Number 11

Figure 12

Lo studio di Kinnel mette a confronto i rendimenti medi dei fondi d'investimento di ciascuna categoria, così come sono stati pubblicati nei materiali informativi (rendimento ponderato su base temporale = time-weighted returns), con i rendimenti medi degli investitori in quei fondi, considerando i flussi di cassa in ingresso e in uscita (e quindi utilizzando come misura i rendimenti ponderati in dollari).¹⁵ In tutti i casi si può vedere come gli investitori abbiano fatto peggio del

¹⁵ L'utilizzo del rendimento ponderato su base valutaria e su base temporale è dovuto per raffinare il modello alle peculiarità dei due casi. Infatti il money-weighted returns è il metodo ideale per tenere conto delle entrate e delle uscite degli investitori dai fondi. Questo metodo di calcolo del rendimento di un portafoglio prende le variazioni di valore totale in dollari trattando i versamenti e

benchmark corrispondente. In altre parole, gli investitori mettono i soldi nei fondi dopo delle buone performance (e prima di periodi di performance negative) e li ritirano dai fondi nei momenti di maggior opportunità, ossia dopo che hanno pubblicato performance negative (e quindi prima di future performance positive). La tabella mostra che le categorie più volatili (quelle in alto) dimostrano scarti superiori rispetto a quelle più stabili (in basso nella tabella).

La base di dati utilizzata proviene da Morningstar, la stessa società che assegna dei punteggi di performance ai fondi d'investimento. I punteggi che assegna dovrebbero aiutare l'investitore nella scelta dei fondi meglio performanti, ma attenzione alle clausole specificate in piccolo. I fondi a cinque stelle, il voto massimo ottenibile su Morningstar, ricevono questo voto perché sono comparati gli uni agli altri. I rating assegnati non dicono infatti nulla riguardo al fatto se i fondi hanno battuto o meno uno standard oggettivo come l'indice di mercato. A tal proposito si segnala un'attività di sondaggio svolta dall'autore di questo rapporto di ricerca. Dall'anno 2012 a quello 2016 incluso, si è partecipato a seminari e workshop tenuti da gestori di fondi internazionali ben noti. Durante le interviste si è domandato ai manager come si comportassero verso i clienti per fornirgli un valore di paragone. Tra le risposte, un certo numero di manager affermava che non fornivano dati comparativi mentre altri cambiavano l'indice di riferimento per riflettere gli assets inseriti nel portafoglio. Questa ricerca continua del benchmark non è un buon segno. Nessuna di queste due risposte è incoraggiante nella nostra disamina del confronto tra gestione attiva e passiva.

Marks [(2001), (2014)], Swensen (2009) e Shiller (2003) sostengono però che la teoria dei mercati efficienti non è completamente in errore, anzi è molto valida per portare più luce in certi comportamenti dei mercati. Alcuni mercati, spiegano, sono semplicemente più efficienti di altri e come tale operare in essi con risultati consistentemente migliori della massa rappresenta un'impresa assai ardua. Mentre nessun titolo nei mercati viene quotato esattamente al prezzo corretto in ogni momento, ci si può aspettare che i prezzi della maggior parte di attività siano quotati con un ragionevole livello di efficienza la maggior parte delle volte, fornendo così poche opportunità di rendimenti facili. A peggiorare la situazione della gestione attiva sono anche i costi e le commissioni in cui incorrono i fondi. Per questo motivo, i manager più intelligenti dovrebbero andare a cercare opportunità dove altre persone non andrebbero. In quelle aree i mercati presentano

i prelievi di capitale, insieme al reddito e ai profitti e perdite in conto capitale, come parte del rendimento. Il rendimento ponderato su base temporale invece (time-weighted return) ci permette di rappresentare con più accuratezza il rendimento medio dei fondi nell'arco temporale che abbiamo considerato in quanto, con questo metodo di calcolo, si misura la crescita composta. Viene calcolata la performance dell'investimento (rappresentata da variazioni di prezzo e reddito) come percentuale del capitale effettivamente impiegato, eliminando gli effetti di versamenti o prelievi di capitale.

opportunità per l'analista attento, esperto, coraggioso, paziente e che ha la possibilità di operarci.

Come la letteratura dimostra con dibattiti molto accesi non abbiamo misure chiare per testare l'efficienza dei mercati. Ricordiamo la già citata intervista di Richard Thaler e Eugene Fama (*Are markets efficient?*, 2016) e portiamo come altri esempi le ricerche di Springer-Verlag (1989), Shiller (1981), Fama [(1970), (1998)], che mostrano le difficoltà che si possono incontrare in tale versante.

Ma la cosa che più ci interessa è che l'ipotesi dei mercati efficienti stabilisce con fermezza che non è possibile battere il mercato. Studi come quello che abbiamo appena mostrato sembrano sostenere questa teoria. Alcuni allora si domandano come si possono spiegare le prestazioni di manager di cui si sente tanto parlare. In primo luogo, uno o tre anni di buone prestazioni non spiegano niente. La fortuna da sola può produrre determinati risultati. Gli statistici insistono infatti che niente può essere provato con un adeguato livello di significatività senza un numero sufficiente di anni. Si veda a tal proposito l'appendice II di questo lavoro¹⁶ dove inseriamo invece le performance pluridecennali di diversi manager di fondi. Anche in quei casi inseriti in appendice l'ipotesi di un evento statistico fortunato può essere sollevata ed è per questo che il fatto interessante è come i manager di cui abbiamo fatto menzione provenissero tutti dalla stessa scuola formativa della Value Investing avente come padre Benjamin Graham. In ogni caso, l'emergere di poche persone che hanno grandissimi risultati con gli investimenti non nega la teoria. Anzi il fatto che siano così pochi è un'indicazione di quanto siano casi eccezionali e quanto la gestione attiva sia difficile. Ma d'altronde non si vuole supporre che sia una cosa facile.

Una delle ramificazioni della teoria dei mercati efficienti è stato il progressivo sviluppo dei fondi d'investimento a gestione passiva. Perché tentare la gestione attiva se è così difficile e solamente in pochi sembra che riescano a battere il mercato costantemente? Per questo motivo gli investitori hanno depositato somme sempre maggiori in fondi che investono in indici di mercato¹⁷.

¹⁶ Per l'appendice siamo partiti dai dati forniti da Warren Buffett e li abbiamo aggiornati. Le cifre originali sono reperibili nel testo: *The superinvestors of Graham and Doddsville* – Warren Buffett (1984), Columbia Business School Magazine

¹⁷ *Reuters & Morningstar fund data*, 2015. Volendo riprendere una storia dal mondo della finanza professionale relativa a questo confronto tra fondi attivi e passivi, si cita la scommessa in corso tra Warren Buffett, considerato il miglior investitore al mondo e l'industria degli hedge fund. Buffett sostiene che è molto meglio investire in un fondo di mercato passivo, come ad esempio sullo Standard & Poor 500, piuttosto che dare i propri soldi ai manager degli hedge fund. Tra le alte commissioni e gli altri costi amministrativi ed operazionali, Buffett afferma, è un compito assai arduo battere il mercato. Al momento del meeting annuale degli azionisti di Berkshire Hathaway nel mese di maggio 2016, la performance in questi otto anni degli hedge fund è stata positiva per il 22% mentre lo S&P500 è salito del 66%.

Se dovessimo continuare ad esprimerci utilizzando il gergo sviluppato da Fama e dagli innumerevoli sostenitori dell'EMH (efficient market hypothesis), potremmo dire che l'unico modo per poter battere il mercato può venire fuori in condizioni di inefficienza. A parere di chi scrive, con questo termine si dovrebbe intendere che il mercato non è sempre perfetto ed è anzi prone a commettere in maniera ciclica errori, di cui l'investitore attento, coraggioso e che ne ha i mezzi può approfittare. Kahneman & Tversky¹⁸, in una pubblicazione famosa uscita su *Econometrica* (1979), mostrano una teoria economica comportamentale che descrive il modo in cui le persone scelgono tra diverse opzioni probabilistiche. La "teoria del prospetto" di cui parlano è diventata molto più di una valida alternativa alla teoria dell'utilità e ci fornisce ulteriori strumenti per comprendere come il mercato genera questi errori. Andiamo a rianalizzare le ipotesi che sono alla base della teoria dei mercati efficienti (Fama, 1970):

- 1) Ci sono molti investitori che si impegnano duramente per trovare opportunità;
- 2) Questi investitori sono intelligenti, diligenti, razionali, oggettivi, motivati e ben equipaggiati con tutte le attrezzature e piattaforme necessarie;
- 3) Hanno tutti accesso a tutte le informazioni possibili e il livello di accesso è simile per tutti quanti;
- 4) Sono tutti aperti alle possibilità di comprare, vendere e vendere allo scoperto qualunque tipo di attività presente sul mercato.

Per tutte queste ragioni la teoria afferma che i prezzi sono sempre al valore corretto e qualunque discrepanza è corretta immediatamente dal mercato.

Tuttavia, qua sosteniamo che i prezzi spesso si discostano, anche di molto dai loro valori giusti. Come risulta dalla ricerca di vari autori nella letteratura [(Shiller & Akerlof, 2009), (Marks, 2013)], il mercato tende a oscillare anche molto marcatamente attorno ad un valore di equilibrio. Queste oscillazioni attorno alla media possono durare anche molti anni e creare quelle opportunità di cui parlavamo prima.

Tra le ipotesi elencate poc'anzi una in particolare emerge come particolarmente debole: la razionalità e l'oggettività degli investitori (gli agenti operanti sul mercato). Gli esseri umani non sono macchine che operano sulla base di un algoritmo preimpostato. Al contrario gli esseri umani sono guidati anche dalle emozioni nei loro processi decisionali (Kahneman & Tversky, 1986). Nella letteratura delle scienze economico-comportamentali abbiamo individuato da oltre 30 anni bias comportamentali dell'essere umano che scatenano comportamenti

¹⁸ Kahneman vincerà il premio Nobel ma a Tversky non verrà riconosciuto perché al momento della premiazione non era più in vita.

automatici [(Kahneman D. , 2011), (Cialdini, 2007)]. Gli esseri umani sono quindi anche guidati dalla paura, l'avidità, l'invidia e altre emozioni che limitano la razionalità presentata nella teoria economica formale e rendono l'oggettività impossibile (Kahneman D. , 1991). L'abbattimento di questa sola ipotesi apre la porta ad una possibile manifestazione di errori notevoli nei mercati come spiega Robert Shiller in un lavoro pubblicato nel 2003 sul *Journal of Economic Perspectives* (Shiller R. , 2003).

La finanza comportamentale può quindi spiegare il motivo per il quale i prezzi dei titoli possono spesso deviare, anche di molto, dal loro livello razionale e quindi in tal caso diventare delle stime distorte del valore intrinseco. Riprenderemo questo argomento successivamente. Ora ci limitiamo ad affermare che se la razionalità dell'investitore è vista come un prerequisito per dimostrare l'efficienza dei mercati, allora possiamo dire che i mercati non sono efficienti, almeno non tutti e non sempre [(Shiller R. , 1999), (Shiller R. , 2003)].

Tornando alle ipotesi che sorreggono la teoria, notiamo che anche la quarta ha dei punti deboli. Seppur si suppone che gli investitori siano aperti a negoziare su qualunque tipo di attività e ad operare acquistando, vendendo e vendendo allo scoperto, un nostro sondaggio ha rivelato che la verità è ben diversa. La maggior parte dei professionisti dell'alta finanza sono assegnati a delle nicchie di mercato per favorire la specializzazione. Come spiegato anche da Seth Klarman (Klarman, 1991) questa è un'arma a doppio taglio. Un focus concentrato può portare a una conoscenza potenzialmente superiore in quel campo. Tuttavia, la concentrazione di tutte le energie dentro dei confini rigidi crea una forte possibilità di prezzi sbagliati fuori da quei confini. Inoltre, con un tipico paradosso del mondo della finanza, se anche altre società che gestiscono fondi hanno un approccio per compartimenti simile allora questo stesso fatto ridurrà le opportunità che si potrebbero cogliere nel mercato riducendo così i benefici della specializzazione stessa.

Un mercato che presenta errori ed inefficienze può quindi essere effettivamente battuto da quei pochi manager con capacità particolari, ferma restando l'oggettiva difficoltà di battere il mercato. Possiamo dire che se l'inefficienza crea opportunità di performance superiori alla media, non per questo le garantisce.

Volendo al momento attuale contenere il nostro dibattito tra efficienza ed inefficienza, possiamo concludere dicendo che nessun mercato è completamente efficiente od inefficiente. Un esempio che si permette di proporre è quello di un pendolo. Il pendolo si muove attorno ad una media costituita dal centro esatto. Nel suo movimento da una parte all'altra il pendolo incrocia la media più volte nell'arco della vita dell'orologio. E così come i mercati anche un pendolo ha gli estremi che sono dati dai momenti in cui il pendolo si trova alla massima distanza dal centro.

Come un pendolo anche i mercati perdono e prendono velocità man mano che ci si avvicina e ci si allontana dagli estremi. E così il centro, la media, si trova a coincidere con il pendolo spesso per poco tempo. L'idea del pendolo è ottima per spiegare l'idea dei movimenti ciclici di un mercato.

Allo stesso tempo l'autore qui ritiene che alcuni mercati siano talmente efficienti e battuti da migliaia di analisti ed investitori che il più delle volte è essenzialmente una perdita di tempo cercarvi delle opportunità. Però l'efficienza non è universale e altri mercati più oscuri e che sono più difficili da perseguire offrono possibilità.

Un altro punto che segnaliamo è che se i mercati sono efficienti oggi non è detto che lo restino per sempre. In momenti di estrema euforia e panico si possono creare le condizioni per operare.

La finanza comportamentale ci viene in aiuto spiegandoci perché ad esempio la maggior parte degli investitori hanno così tante difficoltà a battere il mercato. Joel Greenblatt, professore alla Columbia University e gestore del fondo d'investimento Gotham Capital, spiega questo punto affermando come la paura di essere diversi agisca su vari livelli (Greenblatt, 2010). Gli investimenti che sono insoliti, difficili o poco attraenti nel breve-medio termine sono evitati dalla maggior parte degli investitori che non vogliono rischiare di essere gli unici a sbagliare o che vogliono dei buoni risultati nel breve termine, perché gli servono per non essere licenziati o non perdere clienti. Siccome l'efficienza esiste in determinati mercati la nostra conclusione è che bisogna cercare opportunità in quelle aree dove altri non si avventurano. Questa affermazione la stiamo portando avanti legata all'oggetto di questo lavoro, ossia la creazione di un fondo di investimento universitario che, per sua natura dovrebbe essere orientato al lungo periodo e di dimensioni via via più importanti. Al piccolo investitore si aprono infatti opportunità che i grandi fondi di investimento non possono cogliere per limiti oggettivi. Questo fa sì che tra i mercati meno efficienti ci siano ad esempio quelli contenenti le imprese a piccola capitalizzazione e le imprese che stanno andando incontro a ristrutturazioni e periodi di crisi.

Uno dei punti principali che criticheremo dell'ipotesi dei mercati efficienti è il modo con cui questa lega rischio e rendimento. Secondo la teoria [(Markowitz H. M., 1959), (Fama, 1970)], le persone sono naturalmente avverse al rischio e quindi a parità di rendimento opteranno per l'investimento meno rischioso (relazione espressa dalla Capital Asset Line). Stante questa base, i mercati aggiusteranno i prezzi cosicché, in base alle informazioni in circolazione, gli investimenti più rischiosi forniranno i rendimenti migliori. La teoria non contempla l'abilità e la capacità dei manager (comunemente definita "alpha") e come tale spiega i rendimenti più alti ottenuti da coloro che hanno battuto il mercato con il

fatto che avrebbero investito in attività più rischiose. È da questa relazione tra rischio e rendimento che emerge la rappresentazione grafica che vediamo ovunque nel mondo della finanza. Questa mostra la “*Capital Market Line*”, ovvero la CAL ottima per tutti gli agenti, che è inclinata positivamente sulla destra, così indicando la relazione positiva esistente tra rischio e rendimento. Greenblatt (2010) e Marks [(2001), (2014)] mostrano come tale relazione sia però incompleta e come questo porti a conclusioni erranee nel momento della costruzione dei portafogli. Si sente spesso affermare che per ottenere rendimenti più alti bisogna rischiare di più. Però gli investimenti più rischiosi non garantiscono rendimenti più alti e il motivo è semplice. Se fosse certo che ad un rischio maggiore corrispondesse un rendimento maggiore allora quegli investimenti non sarebbero rischiosi in prima istanza. La CML invece può essere correttamente interpretata se piuttosto si affermasse che gli investimenti più rischiosi devono offrire prospettive di rendimento migliori, ovvero rendimenti attesi più elevati, ma in alcun modo siamo sicuri che quei rendimenti si realizzeranno. La nuance che differenzia le due definizioni è sottile ma potente nel mondo professionale. Durante l’attività di ricerca il dottorando si è recato presso agenzie regionali di promotori finanziari per conto di grande banche italiane. I promotori non conoscevano né l’oggetto della ricerca né tanto meno sospettavano che si trattasse di una ricerca. Durante gli incontri si è chiesto dei consigli ai promotori sulle possibilità di rendimento. Dei 18 promotori intervistati, 17 hanno risposto che bisognava puntare a fondi con sigma (il rischio = la volatilità) più elevati per avere rendimenti più alti.

Se osserviamo un attimo la figura 13b sottostante, mostriamo un modo più completo per raffigurare la CML. Questa rappresentazione ci permette di articolare meglio il nostro concetto (il grafico è stato originariamente concepito da Howard Marks e presentato nel lavoro “*Risk*” (2006)).

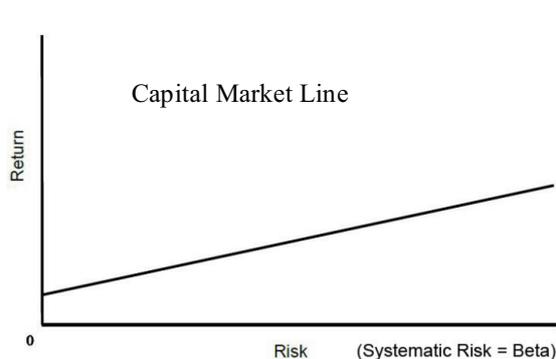


Figure 14a

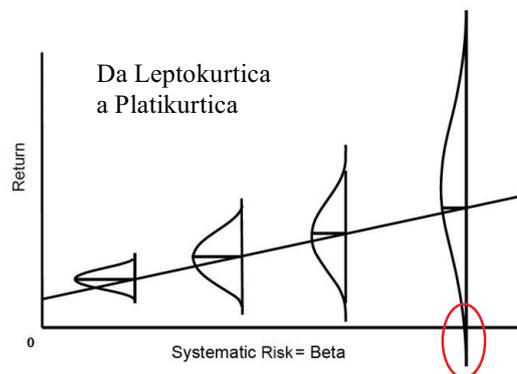


Figure 13b

Quello che Marks intende comunicare con questo grafico è in primo luogo la differenza tra incertezza e rischio. Vuole

quindi spiegare come investimenti più rischiosi, quindi più a destra nella CML, sono innanzitutto quelli per cui il risultato atteso è più incerto. In finanza si discute spesso su quali distribuzioni probabilistiche assegnare ai rendimenti. In questo caso possiamo dire che comunque i rendimenti possibili non seguono una distribuzione normale (Greenblatt, 2014). Nel caso all'estrema destra del grafico vediamo che la distribuzione ha un excess kurtosis minore di zero, ossia è platikurtica, mentre spostandoci verso sinistra la distribuzione si restringe e diventa gradualmente leptokurtica. JP Morgan Asset Management ha pubblicato un lavoro dal titolo "*Non-normality of Market Returns. A framework for asset allocation decision-making*" (2009) nel quale afferma che la distribuzione dei rendimenti dei titoli presenti sui mercati non è distribuita normalmente (la letteratura su questo argomento è molto vasta e porta alla stessa conclusione). Nel lavoro spiegano come il rendimento reale dei titoli mostra sia skewness che kurtosis. Queste due caratteristiche della distribuzione sono critiche quando si arriva a parlare della gestione del rischio perché quando i rendimenti dei titoli sono rappresentati utilizzando modelli che assegnano delle distribuzioni normali, le predizioni che ne derivano non terranno in adeguata considerazione eventi estremi e negativi. Questo lo possiamo rappresentare nel grafico in figura 13b con l'area della distribuzione racchiusa dal cerchio rosso. Sono i cosiddetti fenomeni "*Cigno nero*" per la cui spiegazione si segnala l'ottimo lavoro di Nassim Nicholas Taleb "*The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable*" (2010).

I due grafici sopra sono quindi importanti per comunicare le nuances nelle definizioni di cui abbiamo parlato. La CML (figura 13a) rappresenta la relazione tradizionalmente presentata tra rischio e rendimento. Tuttavia questa è potenzialmente ingannevole perché sembra comunicare che ad un maggior rischio è associato un maggior rendimento ma non si sofferma a spiegare l'incertezza collegata all'aumento del rischio. Come spiega Marks, il grafico sulla destra diventa quindi una versione più completa perché suggerisce sia la relazione positiva esistente tra rischio e rendimento atteso e, allo stesso tempo, il fatto che con l'aumentare del rischio aumenta anche l'incertezza sui rendimenti e la possibilità di perdita permanente del capitale.

In questo modo arriviamo a definire una caratteristica che è importante per il nostro modello di investimento proposto. Non stiamo più uguagliando il concetto di rischio in finanza con la semplice volatilità. Nel modello proposto la volatilità diventa al contrario un'opportunità ben accolta dagli investitori intelligenti [(Graham, 1949), (Keynes, 1936)] e si intende invece **il rischio come la perdita permanente di capitale.**

In conclusione a questo paragrafo vogliamo segnalare nuovamente l'intervista molto interessante dal titolo "*Are markets efficient?*" (Fama & Thaler,

2016) tenuta da Eugene Fama e Richard Thaler per la Chicago Booth Review. In tale articolo i due accademici dibattono su temi riguardanti l'efficienza dei mercati e fattori di irrazionalità degli investitori. Questo dibattito mette in luce in modo veramente esauriente la situazione allo stato attuale nella letteratura.

3.1.2 – Modello a gestione attiva – La Value Investing

Buona parte della letteratura accademica più importante proveniente da Shiller, Keynes, Swensen, Greenblatt, Graham, Dodd, Athanassakos e Greenwald sostiene l'importanza del metodo Value in contrapposizione al metodo Growth. Fuori dall'accademia abbiamo altri sostenitori importanti della Value Investing tra cui citiamo, primo fra tutti, Warren Buffett (Schroeder, 2008), seguito a ruota da Seth Klarman di Baupost Group (Klarman, 1991), Howard Marks di Oaktree Capital Management (Marks, 2013), Li Lu di Himalaya Capital (Lu, 1990), Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira di 3G Capital (Correa, 2014), Mohnish Pabrai di Dhando Holdings (Pabrai, 2009) e altri. Dalle loro ricerche e attività viene fuori che il successo nel mondo degli investimenti deriva con maggior probabilità dallo seguire delle strategie "value", ossia delle strategie basate sul valore intrinseco, con le quali gli investitori acquisiscono delle attività a dei prezzi ben al di sotto del valore intrinseco. Si spiegano spesso con la frase "acquistare un dollaro con 50 centesimi". Gli investitori che vogliono perseguire delle strategie basate sul valore devono avere delle capacità molto alte, intelligenza, molta pazienza e coraggio, fiducia nelle proprie analisi ed energia (Shiller R. , 2015). Senza un qualcosa in più che li metta sopra ad altri manager faranno probabilmente faccia al fallimento per i motivi visti nei paragrafi precedenti concernenti la gestione attiva. Ricordiamo infatti che costi e commissioni fanno partire la performance della gestione attiva con un handicap rispetto a quella passiva, quindi a meno che non riescano a recuperare con prestazioni continue sopra la media, il risultato sarà molto probabilmente deludente in un confronto tra le due tipologie di gestione (a tal proposito si veda articolo uscito su "Fortune Magazine" il 23 novembre 2009, quando Buffett ha dato il via alla scommessa che la performance della gestione passiva avrebbe battuto i rendimenti ottenibili dagli hedge fund¹⁹).

Inoltre le strategie value mettono a dura prova le emozioni e la psicologia degli investitori. In generale, infatti, questo tipo di modus operandi tende a non essere ben visto dalla maggior parte degli investitori (altrimenti non si sarebbe creata l'opportunità per l'investimento in primis) e questa situazione richiede

¹⁹ "Buffett's big bet" - Fortune Magazine, November 23rd, 2009

dunque coraggio e convinzione per prendere una posizione e per mantenerla successivamente.

La Value Investing è la metodologia che proponiamo per la gestione di un fondo d'investimento universitario per vari motivi. Innanzitutto per via del suo orientamento innato verso il lungo periodo, e poi per la logica di base che sta dietro il metodo. La ricerca sulle strategie Value in letteratura è abbondante e spesso troviamo presentata la dicotomia tra Value e Growth. Ci troviamo a nostro agio con la proposizione di una strategia value poiché nei decenni sono stati ottenuti ottimi risultati non solo dalle istituzioni che lo hanno incorporato (Yale, MIT, Columbia, Grinnell) ma anche dai grandi manager elencati all'inizio di questa sezione. Gli accademici Benjamin Graham e David Dodd furono i primi a definire formalmente in una pubblicazione (*Security Analysis*, 1934) la Value Investing facendola poggiare su tre caratteristiche principali dei mercati:

- I prezzi dei titoli finanziari sono oggetto di movimenti spesso repentini ed estremi [(Shiller R. , 1999), (2003), (2015)]. Oltre mezzo secolo prima di Shiller, Graham (Graham, 1949) spiega questo fenomeno introducendo la figura di Mr. Market, la personificazione di tutte quelle forze che determinano in ogni momento il prezzo dei titoli e che ogni giorno compra e vende qualunque attività finanziaria possibile. Mr. Market viene presentato come un personaggio abbastanza strano e soggetto a sbalzi d'umore imprevedibili che influenzano i prezzi ai quali è disposto ad acquistare e vendere;
- Nonostante la volatilità dei prezzi appena accennata, molti titoli hanno dei valori economici fondamentali relativamente stabili e che possono essere misurati con un grado di accuratezza ragionevole da investitori diligenti e disciplinati. In altre parole, stiamo parlando nuovamente di valore intrinseco come abbiamo fatto all'inizio di questo capitolo. Il valore intrinseco di un titolo è una cosa mentre il suo prezzo attuale è un'altra cosa. Per comprendere questo concetto vogliamo ricordare l'esempio del pendolo che abbiamo fatto precedentemente. Sebbene il prezzo ed il valore intrinseco si incontrino spesso, la maggior parte del tempo sono distanti e questo crea le opportunità per l'investitore attento. Warren Buffett è solito dire: "Prezzo è quel che si paga. Valore è quello che otteniamo";
- Come spiegato anche da Takahashi e Swensen (Swensen, 2005) la strategia di comprare titoli solo quando i loro prezzi di mercato sono notevolmente al di sotto del valore intrinseco produrrà rendimenti superiori nel lungo

periodo, un concetto su cui anche Keynes si è espresso nella Teoria Generale (1936, cap. XII). Graham al tempo parlò di questo divario esistente tra valore intrinseco e prezzo di mercato come “Margin of Safety”, margine di sicurezza. La soluzione migliore sarebbe secondo lui acquistare dei titoli con un margine di sicurezza che ammonti a circa la metà, non meno comunque di un-terzo, del valore intrinseco. Si può immaginare questo margine con l’intenzione di acquistare un euro per 50 centesimi. I cinquanta centesimi risparmiati per acquistare questo euro costituiscono il nostro margine di sicurezza.

Per la strategia d’investimento adottabile dal fondo universitario abbiamo proposto un modello value che ora analizziamo. Partendo dai tre punti appena visti, l’idea centrale del modello risulta abbastanza semplice da spiegare. Il manager del fondo sarà un value investor che stimerà il valore fondamentale del titolo finanziario e confronterà quel valore con il prezzo al quale è quotato quel titolo in quel momento. Questo sarà il prezzo che il volatile Mr. Market (usando la metafora presentata dal professor Graham nel suo testo) sta offrendo in quel momento. Se il prezzo è più basso del valore intrinseco con un margine di sicurezza sufficiente (d’ora in poi ci riferiremo a questo margine come MoS, ossia Margin of Safety) allora il manager acquisterà il titolo. Questa strategia apparentemente semplice, poi elaborata più approfonditamente, rappresenta il contributo che Benjamin Graham e David Dodd hanno portato alla letteratura del mondo della finanza il secolo scorso. Tutto parte da questa stima del valore intrinseco, che rappresenta la difficoltà maggiore.

A questo punto, una volta presa la decisione se investire o meno, entra in gioco il fattore temporale e, non meno importante, la pazienza del manager e la sua capacità di resistere ai sali e scendi del mercato. Come specificato sin dal primo capitolo, uno dei motivi che ha portato David Swensen e gli altri manager istituzionali a orientarsi verso il metodo value è l’orizzonte temporale lungo che un’istituzione si trova a condividere con il fondo di dotazione. Anche nel nostro modello poniamo un orizzonte temporale di 3-5 anni come minimo holding period. Siccome, come spiegato, con la value investing acquistiamo titoli il cui prezzo si muove al di sotto del valore intrinseco e con un margine di sicurezza, il gestore del fondo deve mostrare pazienza per dare tempo al mercato, più o meno efficiente, di rendersi conto dell’errore nel prezzo per poi quindi riportarlo al suo valore corretto. In seguito ad interviste con manager professionali e con accademici tra cui Max Otte (Otte, 2008) e George Athanassakos, l’holding period che viene comunicato da queste persone si aggira intorno ai 5 anni. Se dopo tale lasso di tempo il mercato

non ha riassorbito il divario tra prezzo e valore allora una delle seguenti possibilità si è verificata a detta loro:

1. È stato commesso un errore nella valutazione dell'investimento;
2. Il valore è presente ma per diversi motivi il mercato non lo riconosce.

Ovviamente dobbiamo anche considerare il fattore tempo. Infatti, la situazione della società nella quale si è investito non resta stabile ma cambia. Questi cambiamenti provocano aggiustamenti del valore intrinseco e del prezzo del titolo. La loro evoluzione tornerà utile al manager per capire come comportarsi per quanto riguarda la scelta di vendere. Vediamo due semplici casi grafici qua sotto elaborati dal dottorando:

Caso 1: Valore intrinseco sempre sopra prezzo

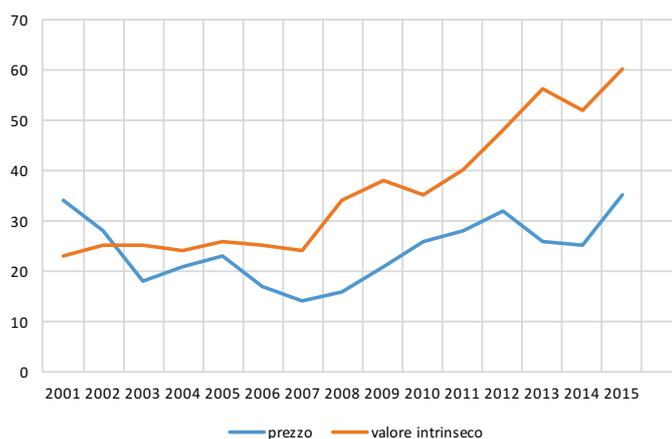


Figure 16a -
Elaborazione del dottorando

Caso 2: Prezzo supera valore intrinseco

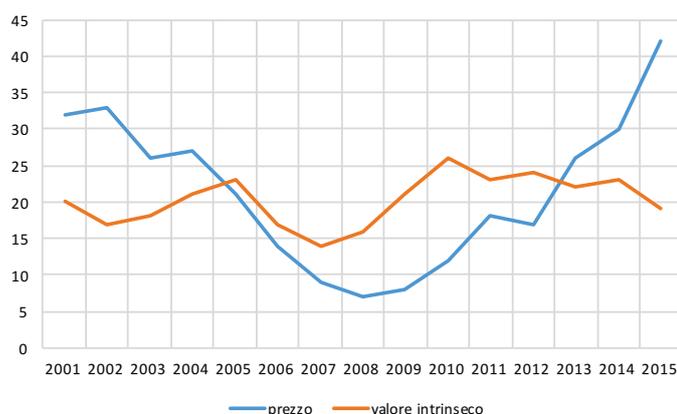


Figure 16b -
Elaborazione del dottorando

Il grafico 15a può facilmente trovare un caso nella realtà in Berkshire Hathaway (Tilson, 2016). Una volta effettuato l'acquisto il manager si può trovare di fronte ad una società il cui valore intrinseco aumenta nel tempo e rimane costantemente sopra al prezzo di mercato. In tal caso il gestore del fondo, che svolgerà controlli annuali per aggiornare la valutazione della compagnia, si troverà in una posizione in cui potrà mantenere il proprio investimento nel portafoglio. Questo modo di agire è sostenuto da Swensen (2009) tra gli altri.

Nel secondo grafico (figura 15b) invece mostriamo il caso in cui il prezzo si trovi solo temporaneamente sotto il valore intrinseco. Una strategia di vendita per il manager del fondo potrebbe consistere nell'aspettare il momento in cui il prezzo di mercato torna sopra. La difficoltà segnata dai manager dei fondi risiede nel sapere quanto aspettare prima di procedere con la vendita.

Francis Chou, manager di Chou Associates Management, durante un seminario tenuto nel 2006²⁰, e molti altri manager tra cui Prem Watsa di Fairfax Financials, Li Lu di Himalaya Capital e il già citato Whitney Tylson di Kase Capital, affermano che la stima del valore della società dovrebbe essere ripresa almeno una volta all'anno.

3.1.3 - John Maynard Keynes e la strategia Value per il fondo d'investimento universitario

Preso visione anche del lavoro di Roy Forbes Harrod (1951), molto interessante per essere stato tra i primi ad avere affrontato in maniera più che esaustiva la vita di John Maynard Keynes, ci sentiamo di affermare come l'illustre economista fu probabilmente un value investor autodidatta, avendo avuto l'esperienza come prima insegnante verso questa scuola di pensiero. Ricordiamo come Keynes nel 1929 vide la propria fortuna sparire al tempo del crollo di Wall Street e come fu sostenuto dalla famiglia per un certo arco di tempo finché non poté rimettersi in piedi. Ma quell'esperienza ebbe un effetto profondo sulla sua mentalità come investitore. Nel capitolo XII della *Teoria Generale* (1936), Keynes articolò il concetto di Value Investing in questo modo:

“[...] there is no sense in building up a new enterprise at a cost greater than that at which a similar existing enterprise can be purchased; whilst there is an inducement to spend on a new project what may seem an extravagant sum, if it

²⁰ Seminario tenuto alla Ivey University il febbraio 2006.

can be floated on the Stock Exchange at an immediate profit”

Il lettore attento avrà probabilmente trovato una somiglianza importante tra questo passaggio e la formalizzazione data dal premio Nobel James Tobin e William C. Brainard in un paper molto influente del 1968, poi ripreso nel 1969, del cosiddetto “q” di Tobin [(Tobin & Brainard, 1968), (Tobin J. , 1969)²¹], il rapporto tra il valore di mercato della società e i costi di rimpiazzo per i suoi assets.

Nello stesso capitolo della *Teoria Generale*, Keynes parla a lungo dell’influenza che il mercato azionario ha sull’economia reale. Da notare come, in maniera simile a Graham, l’economista faccia riferimento allo “spirito animale” del mercato e come questo campo sia di grande interesse agli economisti dell’area comportamentale anche ai tempi nostri (Shiller & Akerlof, 2009). Altre sue speculazioni riguardanti l’influenza delle emozioni nella determinazione di rendimenti anomali e le spiegazioni di come si formano le bolle speculative sono tutt’oggi oggetto di ampia discussione in letteratura [(Stambaugh, Yu, & Yuan, 2012), (Greenwood & Nagel, 2009)]. Fuori dall’accademia, durante i quattro anni della ricerca, ci si è trovati spesso al cospetto di vari gestori di portafogli internazionali i quali hanno a più riprese citato Keynes come esperto nel mondo degli investimenti. Gestori di fama mondiale che sono riconducibili alla scuola della Value Investing come Warren Buffett [(Lowenstein, 2008), (Schroeder, 2008)], George Soros (2007) e, volendo sempre ricollegarci a forse il più grande manager al mondo nel campo dei fondi d’investimento universitari, David Swensen (2001, 2007) hanno più volte citato Keynes a sostegno dei loro principi e strategie d’investimento. Moggridge (1992) nella sua biografia racconta come Keynes fosse un investitore appassionato che negoziava azioni dal suo letto e che fu costretto a riempire la cappella del King’s College di sacchi di grano in seguito a negoziazioni su quel prodotto per conto del Chest Fund.

Se Graham è spesso definito il padre della Value Investing, Keynes fu altrettanto importante nello promuovere questa disciplina nel Regno Unito. Con vite quasi parallele (Keynes è nato 11 anni prima di Graham), entrambi affermarono a più riprese durante seminari e in diverse pubblicazioni che non credevano che i

²¹ “*Pitfalls in Financial Model Building*” - Brainard & Tobin (1968), American Economic Review. Il termine “Q” viene ufficialmente introdotto però un anno dopo nella pubblicazione “*A General Equilibrium Approach To Monetary Theory*” (Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1). Dato un determinato numero di condizioni, in equilibrio la “q” è uguale a 1 quando il valore di mercato delle attività uguaglia il costo di sostituzione degli assets. Se il valore di mercato è superiore di uno allora esisterà un incentivo per creare nuove imprese e rivenderle con profitto sul mercato. Se la “q” è minore di uno invece gli imprenditori compreranno attività sul mercato per rinnovare l’impresa piuttosto che crearne una nuova da zero. I Value Investors ottengono il loro successo in scenari in cui la “Q” misura meno di uno.

prezzi dei titoli fossero buoni indicatori del valore, distinguendo così le definizioni di prezzo e valore (intrinseco). Questa affermazione va contro le conclusioni della teoria dei mercati efficienti portata avanti da Fama (Fama, 1976) di cui abbiamo precedentemente portato il caso.

Ma Keynes, abbiamo detto, non è nato value investor bensì lo è diventato. Ha iniziato come investitore top-bottom, ovvero che partiva dall'analisi dello scenario macroeconomico per poi procedere più nel dettaglio all'analisi dell'impresa, e di volta in volta cercava di negoziare azioni e obbligazioni temporeggiando col mercato e con i dati che gli arrivavano da vari indicatori macro. Subito dopo il crollo del '29, iniziò invece ad investire analizzando per prima cosa le società e cercando opportunità in cui potesse acquistare i titoli ad un prezzo scontato rispetto al loro "valore intrinseco" (termine che Keynes stesso utilizzava). I suoi investimenti iniziarono a battere il mercato costantemente (vedere appendice al lavoro). Come abbiamo detto precedentemente nell'elaborato citando Howard Marks e David Swensen, alcuni mercati sono più efficienti di altri e in quanto tale è più difficile batterli con la gestione attiva. Per questo motivo il portafoglio del King's College gestito da Keynes era abbastanza insolito rispetto ad altri (rimandiamo al capitolo II) e con un'inclinazione verso società di piccola capitalizzazione e in condizioni di difficoltà (poiché spesso davano alti rendimenti con le loro obbligazioni). Ricordiamoci che Chambers e Dimson (Chambers & Dimson, 2013) nella loro analisi del portafoglio di Keynes al Chest Fund portano alla luce il suo interesse verso il premio per il rischio dei titoli azionari (equity risk premium) e l'utilizzo di strategie value (Lewellen, 2011).

3.2 – Il modello long value per la presa di decisioni d'investimento

3.2.1 – Presentazione del modello

Per i motivi spiegati nel precedente e nell'attuale capitolo, un modello "value" per la presa di decisioni d'investimento risulta, a parere di chi scrive, la scelta migliore per la gestione di un fondo di dotazione universitario orientato al lungo periodo. In virtù delle osservazioni portate nei paragrafi precedenti possiamo orientativamente dare una collocazione al modello nel modo seguente (individuando all'estrema sinistra il nostro caso):

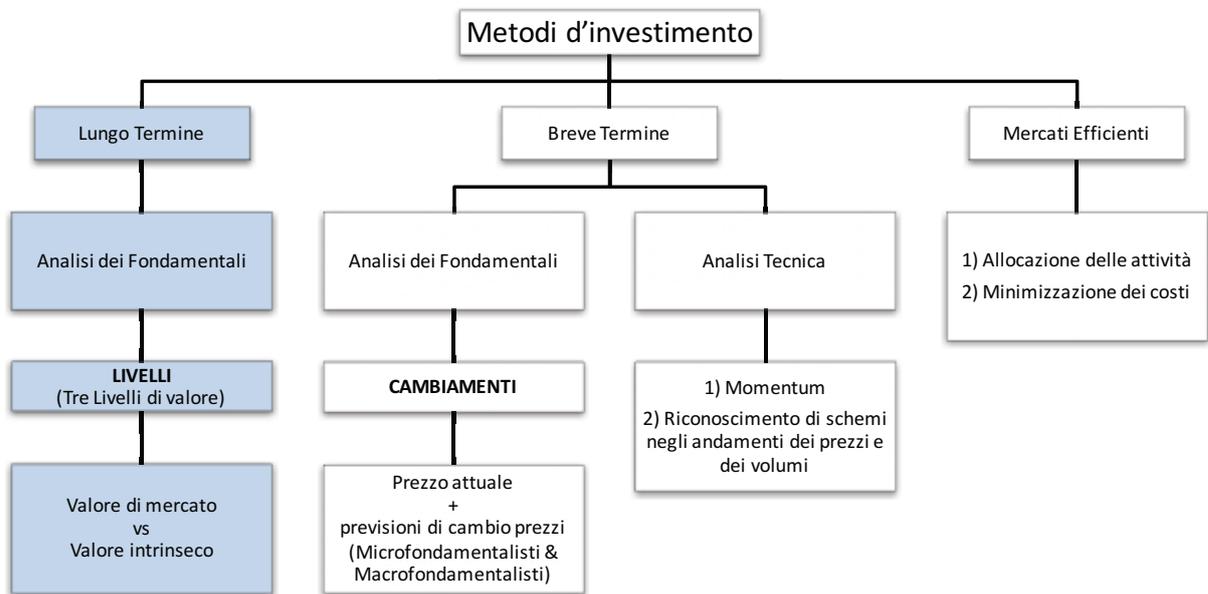


Figure 17

Con il ramo all'estrema destra, “mercati efficienti”, vogliamo indicare la gestione passiva. Coloro che supportano quella teoria professano che non è possibile battere il mercato e quindi l'unica attività del manager consiste nel cercare l'asset allocation ottimale e minimizzare i costi.

Il ramo centrale, in entrambe le sue direzioni, e quello di sinistra indicano la gestione attiva. Con il “breve termine” indichiamo sia i manager che procedono con l'analisi tecnica sia i fondamentalisti. Questi ultimi sono i più vicini alla value investing di cui parliamo e si dividono a loro volta in micro-fondamentalisti (partono dal micro verso la macro) e macro-fondamentalisti (partono dalla macro per arrivare al micro). La differenza principale con la value investing viene dal fatto che gli analisti in questo ramo interpretano le proprie analisi basandosi sui cambiamenti futuri dei prezzi e degli indicatori. Per quanto l'attività d'investimento richieda per forza di cose uno sguardo verso il futuro, bisogna fare attenzione a come si fa ciò, come mostreremo in questo capitolo. Il nostro modello vuole analizzare i dati fondamentali dell'azienda e ci baseremo più sui livelli di quei valori rispetto ai cambiamenti.

Nessun investitore razionale potrebbe mai affermare che la sua ricerca consista nello scovare titoli che vendano ad un valore superiore del loro valore intrinseco. Eppure, il semplice fatto che ogni investitore:

- possa seguire strategie growth anziché value (ciascuna nelle sue molteplici sfumature),
- possa giungere a stime diverse delle attività e passività aziendali,

- sia soggetto a bias comportamentali,
- debba sottostare ai limiti dei principi contabili internazionali²²
- e così via,

rende il compito assai più difficile di quello che potrebbe apparire. Bruce Greenwald, professore emerito di Security Analysis e Value Investing alla Columbia University, e Aswath Damodaran, professore di finanza aziendale alla New York University, spiegano come affinché l'attività di investimento abbia successo è necessaria una stima accurata del valore intrinseco [(Greenwald, 2001), (Damodaran, 2012)]²³. È un punto centrale da cui non si può prescindere. Eppure, nonostante la sua importanza, non possiamo immaginare di calcolare con adeguata attenzione il valore di tutte le migliaia di società presenti sui mercati. Il compito è reso ancora più arduo dal fatto che quel valore deve essere rivisto periodicamente e che il mondo della finanza è in continua espansione, sia nel numero di titoli in circolazione che nelle tipologie (basti pensare ai nuovi derivati che nascono continuamente, o alla relativamente recente introduzione degli ETF che ha avuto un impatto notevole nel mondo dei fondi d'investimento).

Per non perdersi in questa vastità serve dunque un processo che accompagni il manager del fondo d'investimento universitario. In un'uscita pubblica recente, poi ripresa da *Forbes*, il professore della Columbia University nonché co-direttore del famoso dipartimento Heilbrunn Center, Bruce Greenwald, afferma l'importanza per qualsiasi investitore che volesse avere successo di avere un processo d'investimento sistematico (Greenwald, Benjamin Graham's 'Intelligent Investing' Approach: 3 Stocks to Buy, 2016)²⁴.

Quello di cui discuteremo nei paragrafi successivi è dunque un processo che consiste essenzialmente in tre fasi:

²² Come spiegato dal professor Brian Bushee della Wharton University durante il corso di contabilità sul US GAAP tenuto nel 2015, nonostante l'impegno messo dai regolatori in giro per il mondo per cercare di migliorare i principi contabili e la trasparenza aziendale, le informazioni finanziarie che richiedono siano divulgate non riflettono correttamente il valore delle società e della performance. I vari limiti degli US GAAP e dell'IFRS sono evidenti agli analisti e meno agli aziendalisti per via dei diversi ruoli che svolgono. Tale disparità di informazioni crea spazi per errori e interpretazioni sbagliate che possono acquisire velocità fino a giungere a delle crisi importanti.

²³ L'attività di ricerca del professor Damodaran è sviluppata particolarmente attorno alle procedure di valutazione delle società. La lista completa delle sue pubblicazioni è reperibile su: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/writing.html.

²⁴ February 2015 - Bruce Greenwald, the Robert Heilbrunn Professor of Finance and Asset Management at Columbia Business School, ha tenuto un discorso sulla strategia di Benjamin Graham durante la cerimonia per i 100 anni dell'Università. L'articolo su *Forbes* del 17 ottobre 2016: *Benjamin Graham's 'Intelligent Investing' Approach: 3 Stocks to Buy*

- 1) Screening – per prima cosa serve una strategia di ricerca più generica (“screening”) che permetta una prima selezione delle aree e delle società in cui è più probabile individuare degli investimenti value;
- 2) Valutazione – il processo che conduce alla valutazione della società deve essere quanto più preciso e flessibile possibile per riconoscere il valore nelle sue diverse sfaccettature. Tale analisi avrà anche il compito di proteggere l’investitore da momenti di euforia e panico così da evitare delusioni importanti;
- 3) Decisione e Gestione del rischio – A questo punto l’investimento dovrà essere inserito in un portafoglio già esistente e bisognerà dunque elaborare una strategia di gestione del rischio. Due considerazioni importanti in questa fase verranno dalla considerazione del rischio come perdita permanente di capitale e non come semplice volatilità, il σ che viene utilizzato nella teoria di portafoglio moderna, e dalla ripresa del concetto di “Margin of Safety” (MoS), il margine di sicurezza.

Come si sottolinea nel paragrafo successivo, vogliamo presentare questo modello come un’euristica piuttosto che come un ben delineato modello logaritmico. Nella letteratura Gigerenzer (Gigerenzer, 1997) e i già citati Kahneman e Tversky [(1979), (1982), (1983)] hanno mostrato che in contesti come quelli della finanza dove gli agenti si trovano ad agire in condizioni di conoscenza limitata e con limitate capacità di processare le informazioni, le persone tendono a prendere decisioni basandosi su algoritmi percepiti come soddisfacenti. Le scorciatoie mentali che gli agenti creano sono chiamate dal premio Nobel Kahneman e da Tversky “euristiche”. Non ritenendo difatti possibile ricorrere ad una puntuale definizione di un modello d’investimento, un processo come quello appena introdotto serve a rendere trattabili problemi complessi. Gli stessi Kahneman e Tversky hanno tuttavia dimostrato in seguito ad un certo numero di esperimenti che l’uso di euristiche comporta però l’insorgenza di errori ricorrenti e prevedibili. Mostrano tuttavia come questi bias comportamentali siano evitabili tramite la stesura in anticipo di un determinato processo decisionale.

3.2.2 – Perché il modello value investing funziona: behavioral finance e altri fattori

Il processo appena descritto è utile per minimizzare i bias comportamentali legati alla nostra natura umana ma allo stesso tempo deve essere abbastanza dinamico. Per questo motivo il modello presentato in questo elaborato di ricerca vuole procedere nella specificazione di un'euristica, e non di un approccio logaritmico, per la presa di decisioni di investimento che tenga anche conto dei punti deboli della teoria di portafoglio moderna e di quella dei mercati efficienti. Nella loro prolifica attività scientifica, Greenwald e Athanassakos sostengono questo punto a più riprese. Durante un discorso in occasione del quale Greenwald è stato premiato con il “*Lifetime Achievement Award*” per la ricerca svolta nei decenni in compagnia del premio Nobel Joseph Stiglitz, anche lui docente nel corso di Value Investing della Columbia University, il professore afferma come la “Value Investing è una disciplina intellettuale con un processo preciso, ma è molto probabile che le qualità necessarie per avere successo siano meno legate al campo dell'intelligenza e più al campo emotivo-psicologico”. Alla stessa conclusione sono arrivati anche altri premi Nobel tra cui Robert Shiller, Daniel Kahneman e Vernon Smith (Smith V. , 2005). Non meno decisi nel sostenere questa affermazione sono stati Howard Marks, Seth Klarman, Warren Buffett, Prem Watsa e Charlie Munger (Lowe, 2007) tra gli altri.

Come abbiamo visto nel paragrafo sui meriti del metodo value, dove abbiamo portato la letteratura a sostegno, la scelta di questo approccio sembra a chi scrive la scelta più logica. Eppure, se davvero fosse palese la superiorità delle strategie value, ci si dovrebbe chiedere perché, in un mondo pieno di agenti intelligenti e razionali, non siano tutti dei “value investors”. Secondo la teoria dei mercati efficienti i rendimenti superiori ottenuti dalla categoria value nel corso dei decenni²⁵ costituiscono un'anomalia. La dicotomia esistente in letteratura tra economia comportamentale e teoria dei mercati efficienti è evidente nelle spiegazioni che vengono date di questa anomalia. Come riporta Charles Brandes (Brandes, 2004) alcune delle risposte che vengono date sono volte a spiegare effettivamente l'anomalia (inseriremo queste risposte nella categoria della behavioral finance) mentre altre sono volte a giustificare la loro esistenza all'interno della teoria dei mercati efficienti.

²⁵ le analisi statistiche in genere riescono a tornare indietro nel tempo in modo affidabile per circa 80 anni, momento dal quale si è iniziato ad avere dati dettagliati dell'andamento dei fondamentali delle società quotate

- 1) Iniziamo dall'ultimo caso, che è essenzialmente una difesa della teoria dominante. La performance superiore sarebbe in questo caso esistita nel tempo perché i portafogli value incorporano al loro interno più rischio (ossia la volatilità come intesa nella teoria moderna di portafoglio) non diversificabile (Fama & French, 1997). Ricordando il grafico elaborato da Marks (2014) sul rapporto tra rischio e rendimento, siccome la teoria dominante sostiene che un'unità di rischio addizionale deve produrre dei rendimenti superiori, l'anomalia viene spiegata da questo fatto: i rendimenti sono più alti perché più rischiosi. Questa risposta noi la consideriamo incompleta su diversi livelli. In primo luogo, ricordiamo, il rischio viene identificato come semplice volatilità. In secondo luogo, le ipotesi alla base dei modelli CAPM e dei mercati efficienti contemplano un quadro completamente razionale e in cui tutti gli agenti condividono le stesse aspettative su rischio e rendimento. Studi empirici (tra cui Athanassakos [(2009), (2013) (2014)] e Greenwald (2014)) mostrano che non solo le azioni value vanno meglio, ma che sono anche meno rischiose (utilizzando il "beta" come indicatore). Greenwald porta alla luce diverse ricerche su mercati differenti che mostrano come value e small cap battono sistematicamente growth e large cap. Fama stesso riconosce questo fatto [(Fama & French, 2014), (Fama & French, 1997)] ma c'è sostanziale disaccordo sui motivi. A testimoniare la continua attualità del dibattito in letteratura, si cita ancora Fama in un'intervista tenuta (Why Small Caps and Value Stocks Outperform, 2014) su questo argomento che si contrappone a una tenuta da Shiller nel 2015 (Where to look for value next , 2015). Da notare che entrambi gli accademici sono stati insigniti del Premio Nobel per l'economia nello stesso anno, il 2013, ad indicare come per il momento la letteratura sia spaccata su questo argomento (Fama & Thaler, Are markets efficient?, 2016)²⁶.

- 2) La seconda spiegazione che si può dare per la continua esistenza di questa anomalia (rendimenti value costantemente superiori a quelli growth) viene dal campo delle scienze comportamentali. In due parole, sono i "bias" comportamentali. Si vuole ricordare nuovamente il premio Nobel Daniel Kahneman e la sua ampia ricerca scientifica sulle tendenze

²⁶ ancora una volta si vuole ricordare l'intervista dal titolo "Are markets efficient?" tenuta da Eugene Fama e Richard Thaler il 30 giugno 2016 per la Chicago Booth Review. In tale articolo i due accademici dibattono su temi riguardanti l'efficienza dei mercati e fattori di irrazionalità degli investitori. Questo dibattito mette in luce in modo veramente esauriente la situazione allo stato attuale nella letteratura.

psicologiche dell'essere umano in collaborazione con Amos Tversky. Nella loro produzione scientifica i due studiosi introducono i bias più comuni di cui cadono vittima gli esseri umani e quindi anche gli investitori individuali. Nel contesto del nostro lavoro ricordiamo anche Athanassakos [(2008), (2015)], Greenwald (2001), Swensen (2009) e Bushee (Bushee, Bradshaw, & Miller, 2004) i quali presentano una lista di bias a cui anche le istituzioni sono soggette. Dalla letteratura sappiamo che sia le istituzioni che gli investitori individuali tendono a pagare eccessivamente per i titoli vincenti di società con grandi storie e prospettive future ottime, e troppo poco per quelli in difficoltà (in aree oscure o in situazioni di difficoltà per vari motivi). Come spiega Fama nella famosa intervista congiunta con Richard Thaler citata precedentemente, i "gusti" degli agenti sono la spiegazione più vicina che lui trova per spiegare certi comportamenti dei mercati. In ogni caso il punto che si vuole fare notare è come l'esistenza della psiche umana sia la causa dell'esistenza di queste anomalie nei mercati. Thaler, nell'intervista del 2016 con Fama, cita il caso del crollo del 1987 per spiegare come momenti di irrazionalità estrema sono presenti nei mercati.

Così come gli investitori individuali sono soggetti a questi bias comportamentali, anche le diverse istituzioni e i manager istituzionali ne sono influenzati (Shiller R. , 2004).

Per quanto riguarda le istituzioni, come spiegato nel capitolo II da diverse personalità legate ai fondi di dotazione universitari (tra cui ricordiamo Takahashi e Swensen), i bias derivano dalle dimensioni dei fondi rispetto a quello delle società in cui si vuole investire e dalla politica. Ad esempio, alcuni fondi non sono autorizzati a fare acquisti in determinati settori o società per motivi etici. Inoltre leggi esistenti potrebbero precludere al fondo la possibilità di fare investimenti in società di piccola capitalizzazione.

I manager istituzionali, oltre a subire indirettamente i bias dei loro clienti, devono tenere in considerazione quelli legati direttamente alla natura umana a cui sono soggetti gli investitori individuali. I bias sistematici più comuni individuati dai comportamentalisti e dagli psicologi sono [(Cialdini, 2007), (Kahneman D. , 2011)]:

1. Avversione al rischio;
2. Bias di rappresentazione probabilistica (vogliamo portare una particolare attenzione a questa tendenza per la sua considerevole importanza così

come segnato dai lavori del premio Nobel Kahneman e Tversky (1972), (1982));

3. Eccesso di confidenza;
4. Reazioni eccessive;
5. Attribuzioni incorrette di meriti alle nostre azioni;
6. Effetto massa (ricordiamo a tal proposito anche Keynes: “*Da un punto di vista reputazionale è meglio fallire con il resto della massa piuttosto che aver successo in un modo non convenzionale*”);
7. Bias verso il passato più recente. Gli individui ricordano gli avvenimenti e le emozioni del passato recente meglio rispetto ad eventi ed emozioni più lontani nel tempo.

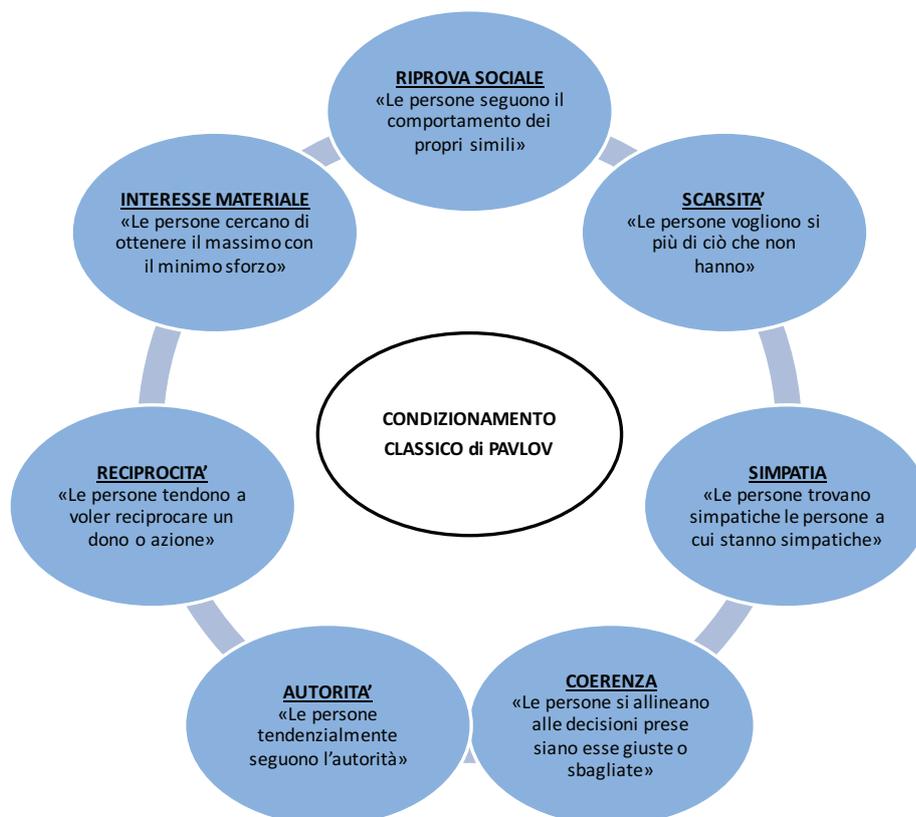
Un’istituzione ed un manager istituzionale possono inoltre essere soggetti a questi bias (Athanasakos, 2015):

1. Portfolio rebalancing;
2. Window dressing;
3. Herding istituzionale (anche definito “closet indexing”).

Vernon Smith, premio Nobel dell’economia nel 2002 per le sue ricerche nel campo dell’economia sperimentale e comportamentale, afferma che i suoi studi mostrano che le persone hanno innata dentro di loro la tendenza alle negoziazioni rapide, a prescindere dal contesto sociale (Smith V. , *Why governments can't stop market crashes* , 2009). Stando ai suoi esperimenti, spesso situazioni di instabilità nascono dal fatto che gli individui acquistano e vendono titoli non basandosi sul valore dato dai fondamentali. Piuttosto le persone sono “momentum traders” che cercano continuamente di operare nel mercato per comprare a poco e rivendere a prezzi alti, ma questo fatto ripetuto nel tempo porta inevitabilmente a crolli dei mercati. Come menzionato nello stesso articolo, l’economista Charles Noussairs mostra come, tra le persone chiamate a partecipare all’esperimento in laboratorio, quelle che avevano più successo nelle negoziazioni erano quelle che compravano all’inizio di un ciclo di negoziazioni e poi resistevano alla tentazione di operare, erano ossia pazienti, vendendo infine i titoli a metà ciclo, senza nemmeno aspettare la sua conclusione. In una pubblicazione del 2011 (Smith V. , 2011), il professor Smith mostra, sempre con altri esperimenti tenuti in laboratorio, come la sola presenza di soldi facili nel sistema sia esso stesso un fattore sufficiente per la creazione di bolle di mercato. Trader meno esperti iniziano infatti ad entrare nel mercato tentati dalla facilità con cui possono reperire fondi e dalle performance

positive dei mercati, i quali in un circolo vizioso, sono a loro volta spinti dal grande afflusso creato da quest'ondata di "easy money".

In ultimo vogliamo segnalare alcuni dei bias riconducibili all'area del condizionamento pavloviano, ossia il condizionamento classico, che assieme al condizionamento operante, o condizionamento strumentale, vanno a creare i fondamenti di quella che è poi diventata la scienza comportamentale (Cialdini, 2007). L'area del condizionamento classico rileva in maniera decisiva nel momento della presa delle decisioni di investimento per soggetti che operano in assenza di euristiche:



3.3 – Primo passo: SCREENING

Il processo del modello prevedeva tre passaggi per arrivare alla presa della decisione d'investimento:

- **Screening;**
- Valutazione;

- Decisione e gestione del rischio.

Il primo passo è importante per fare una prima selezione tra le migliaia di società quotate nei mercati (Altman, 1968). L'obiettivo è quello di trovare società che potrebbero essere sottovalutate nei mercati. Come abbiamo spiegato nei paragrafi precedenti, un certo livello di efficienza dei mercati fa sì che l'investitore intelligente si debba muovere in aree oscure e trascurate dalla maggior parte degli agenti che operano, così che quelle aree sono caratterizzate da una certa inefficienza (Shiller R. , 2003). Cerchiamo quindi:

- Titoli oscuri ed ignorati. Si trovano in questo stato quando si tratta di:
 - a) società di piccola capitalizzazione che sono ignorate dalle grandi istituzioni e dai grandi fondi;
 - b) spin-off. In seguito a separazioni delle attività aziendali può capitare che le spin-off più piccole escano dall'area di competenza delle istituzioni o dei grandi fondi per il motivo visto nel punto "a". Inoltre spesso capita che i grandi fondi istituzionali siano in possesso delle azioni della vecchia società e in seguito alla divisione siano costrette a vendere i titoli della nuova società troppo piccola e questo fatto può portare ad una depressione del prezzo eccessiva.
- Titoli indesiderabili perché in situazioni di crisi finanziaria, leverage troppo alto, problemi contabili, voci negative, battaglie legali, cambiamenti di management e così via.

Sappiamo (Shiller R. , 2004) che titoli con $\frac{P}{E}$ e $\frac{P}{B}$ bassi tendono a creare movimenti di prezzi eccessivamente pessimistici che quindi creano delle potenziali opportunità. Utilizzando i database che riportiamo nell'appendice III abbiamo individuato titoli che avevano quindi i seguenti criteri iniziali:

$$\frac{P}{E} \leq 13 \quad \frac{P}{B} \leq 1,2$$

Utilizzeremo il trailing P/E invece del forward P/E come spesso viene fatto perché cercheremo di ridurre al minimo le stime sul futuro e ci cercheremo di basare di più sui dati storici.

Utilizzando questi ratio possiamo quindi creare una lista di società potenzialmente sottovalutate su cui potremo poi successivamente lavorare. Dall'elenco così ottenuto dobbiamo però prima eliminare le società che operano in settori di cui non abbiamo dimestichezza e società che presentano un leverage

eccessivo. Per l'euristica che stiamo presentando nell'elaborato di ricerca rimuoveremo anche le commodities perché meritano un caso a parte nella valutazione che al momento si vuole esulare dalla ricerca.

Aswath Damodaran (Damodaran, 2012) indica i livelli di Price-to-Earnings 13 e Market-to-Book 1,2 come soglie di undervalue, similmente ad altri esponenti della letteratura. Le variabili in gioco nella determinazione di questi due ratio sono importanti da comprendere per via del significato che bisognerà poi attribuire ai valori dei ratio. Così avremo che per il $\frac{P}{E}$, valori nei seguenti range avranno questi significati:

0-10	Titolo sottovalutato o aspettative non buone per gli utili della società. Potrebbe anche essere che un rapporto basso sia dovuto a delle vendite straordinarie di attività aziendali che hanno incrementato gli utili provvisoriamente.
10-17	Valore d'equilibrio.
17-25	Titolo potrebbe essere sopravvalutato. In alternativa, voci di mercato positive possono avere temporaneamente modificato i prezzi così come possono averlo notizie buone improvvisate rilasciate dalla società per gli azionisti. In tal caso potremmo anche trovarci di fronte ad azioni "growth" con alte aspettative di utili futuri e quindi di crescita sostenuta degli earnings.
25+	Valori simili sono stati registrati durante la bolla internet e altri momenti di euforia dei mercati. Si tratta di azioni "growth" con altissime aspettative di crescita degli utili. In alternativa, gli utili possono essere temporaneamente molto bassi per vari motivi. Può essere indicatore di bolla speculativa (Shiller R. , 2006) che richiede ulteriori analisi.

Utilizzando questa prima metodologia di screening stiamo aumentando la possibilità di rintracciare azioni potenzialmente sottovalutate (Greenwald, 2001). Dalla letteratura (Fama & French, 1997) sappiamo che le azioni value hanno storicamente ottenuto rendimenti superiori di quelle growth e uno dei metodi semplici usato per dimostrarlo consiste nell'iniziare una procedura di screening come quella che abbiamo indicato noi in questo punto. In seguito si crea un elenco partendo dai valori più bassi a quelli più alti del rapporto P/E ottenuto. Sapendo inoltre che le società di piccola capitalizzazione hanno battuto la performance delle società a più grande capitalizzazione (Athanasakos, 2009) l'elenco è stato ulteriormente suddiviso per riflettere anche questo dato. Alla fine il database viene

suddiviso in quartili e risulta così strutturato (vedere appendice III per uno screening eseguito nel caso italiano):

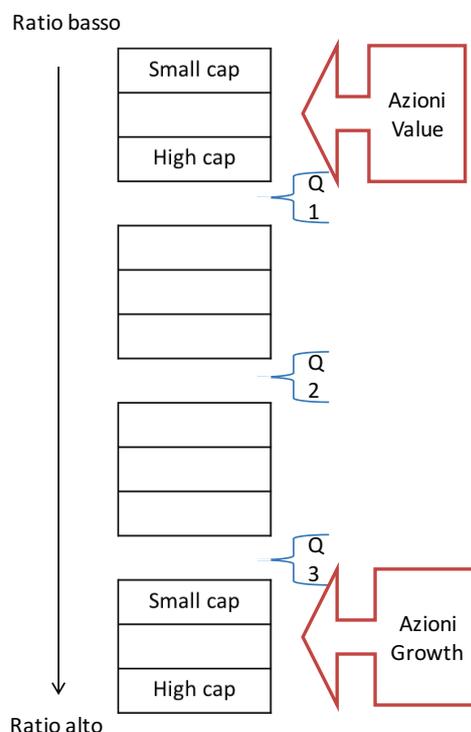


Figure 18

Anche Shiller nel portale del suo ultimo lavoro, *“Irrational Exuberance”* ha pubblicato un database che mette a confronto i rendimenti delle società con ratio bassi nel corso dei decenni. Nella pubblicazione originaria (Shiller & Campbell, 1988) i risultati mostrano un pattern chiaro a favore delle azioni value su cui noi ci stiamo concentrando nell’elaborato:

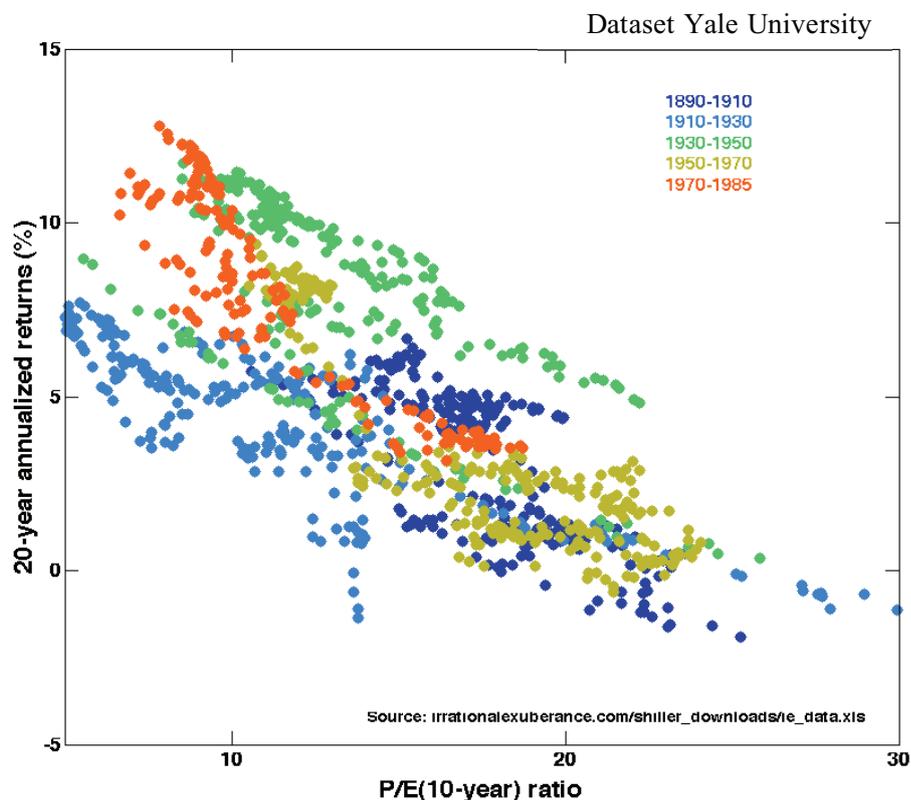


Figure 19 - P/E più bassi portano a rendimenti superiori nel tempo

Gli accademici partivano dai database value creati con lo screening e in seguito calcolavano i rendimenti di anno in anno mostrando questi risultati.

Queste ricerche provano l'importanza del primo step del nostro modello nel quale abbiamo designato società con rapporti P/E e P/B bassi. Greenwald in un seminario tenuto recentemente afferma come questa situazione sia replicabile in qualunque mercato internazionale (Greenwald, 2014). Afferma inoltre che questo premio per il value esiste anche per le società a grande capitalizzazione seppur in misura minore rispetto alle small cap. Allo stesso risultato giungono pure Shiller e Athanassakos nei papers citati precedentemente.

Eugene Fama e come lui altri sostenitori della teoria di portafoglio moderna ritengono che la causa di ciò sia una maggiore rischiosità delle azioni value. In seguito alle ricerche di Athanassakos (2009), Greenwald (2001) e Shiller (1988) possiamo affermare che non c'è supporto per questa tesi poiché:

- La deviazione standard dei rendimenti o il beta dei portafogli value è simile o addirittura inferiore di quella dei portafogli growth (Athanassakos, Value vs. Growth Stock Returns and the Value Premium, 2009);

- I portafogli value perdono meno valore in risposta a brutte notizie, in mercati ribassisti e in termini di perdite massime (Shiller R. , 2015);
- I portafogli value hanno fornito performance sempre migliori in ogni mercato e in ogni scenario economico [(Kwag & Lee, 2006), (Greenwald, 2014)].

Dobbiamo a questo punto fare attenzione a come tradizionalmente viene identificato il P/E (ed in particolar modo il *current P/E*) per capire come spesso questo rapporto tende a deprezzarsi o ad apprezzarsi eccessivamente in seguito a modificazioni del tasso di crescita sostenibile dell'impresa ("sustainable growth rate"). Questa situazione permette ai value investors di soffermarsi sulle società con P/E bassi mentre altri gestori vanno oltre.

Generalmente troveremo il rapporto prezzo-utili indicato in questo modo:

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{(1 - b)(1 + g)}{K_s - g}$$

Questa equazione riporta il dividend payout ratio:

$$(1 - b) = \frac{D_1}{P_1}$$

capitalizzato al sustainable growth rate (1+g). Dove:

$$g = \text{Retention Rate} \times \text{ROE}$$

il tasso di crescita sostenibile ci dice quando l'impresa potrà crescere velocemente senza il supporto di nuove emissioni azionarie e mantenendo il financial leverage costante. Quanto "g" sarà grande, tanto più P/E sarà alto. Il mercato ovvero assegnerà valori più alti al rapporto quanto più crederà che gli utili cresceranno a tassi superiori (g più alti).

Il problema di questo metodo è che "g" è per sempre! Quindi il $\frac{P_0}{E_0}$ che otteniamo non è altro che una forma modificata di rendita perpetua $\frac{PMT}{I/Y}$ basata su aspettative portate all'infinito. È però a nostro avviso impossibile fare una valutazione simile verso l'infinito. Come riferiscono i manager intervistati, è già difficile prevedere gli utili solamente 5 anni nel futuro. Questo processo di

attualizzazione con aspettative infinite crea stime eccessivamente ottimistiche o pessimistiche (valori troppo bassi o troppo alti di $\frac{P_0}{E_0}$) (Athanasakos, 1995).

Nel Constant Growth Model abbiamo:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

Vogliamo trovare il moltiplicatore degli utili $\frac{P_0}{E_1}$

$$\left(\frac{1}{E_1}\right) \times P_0 = \frac{D_1}{K_s - g} \times \left(\frac{1}{E_1}\right)$$

$$E_1 = E_0 (1 + g)$$

$$\frac{P_0}{E_0(1 + g)} = \frac{\frac{D_1}{E_1}}{K_s - g}$$

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{(1 - b)(1 + g)}{K_s - g}$$

Questo metodo viene utilizzato costantemente per il calcolo del valore attuale del prezzo P_0 e quindi anche per trovare il rapporto prezzo/utili. Una strategia value ci permette di sfruttare i limiti di questo approccio e di iniziare la valutazione delle società da un elenco appositamente ristretto.

La tabella che mostriamo in appendice III riporta il risultato del nostro screening. Tra le aziende che hanno passato questo primo filtro ci interesseranno particolarmente quelle che (Brandes, 2004):

- possono godere di un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo;
- si trovano in un settore in cui abbiamo particolare dimestichezza (per poter procedere negli aggiustamenti e stime che presenteremo nel prossimo paragrafo);
- hanno flussi di cassa relativamente stabili e che pagano alti dividendi;
- ricomprano proprie azioni, quando in particolare questa azione è mossa da degli attori interni;
- hanno manager che hanno pacchetti azionari importanti nella società.

Verranno etichettate invece come non interessanti le società che:

- hanno un modo di gestire gli affari non chiaro;
- sono correlate al business delle materie prime;
- hanno un leverage eccessivo;
- hanno un management che non ispira fiducia;
- hanno in circolazione una quantità eccessiva di stock options e altri titoli caratterizzati da un alto livello di complessità (spesso per confondere gli acquirenti);
- sono caratterizzate da schemi aziendali complessi.

3.4 – Secondo passo: VALUTAZIONE

“It is better to be approximately right than precisely wrong.”

— *John Maynard Keynes*

In questa fase del modello il nostro obiettivo sarà quello di procedere con la valutazione delle società che abbiamo selezionato con lo screening nel precedente paragrafo. Spieghiamo da subito che l'intenzione dell'elaborato di ricerca sarà quella di ottenere un valore suddividendo i dati per ordine di affidabilità:

- 1) **valore delle attività** (NAV = Net Asset Value) – è il più affidabile;
- 2) **Earning Power Value** (EPV – NAV = Value of Franchise) – è il secondo più affidabile;
- 3) **valore della crescita** – è il meno affidabile di tutti.

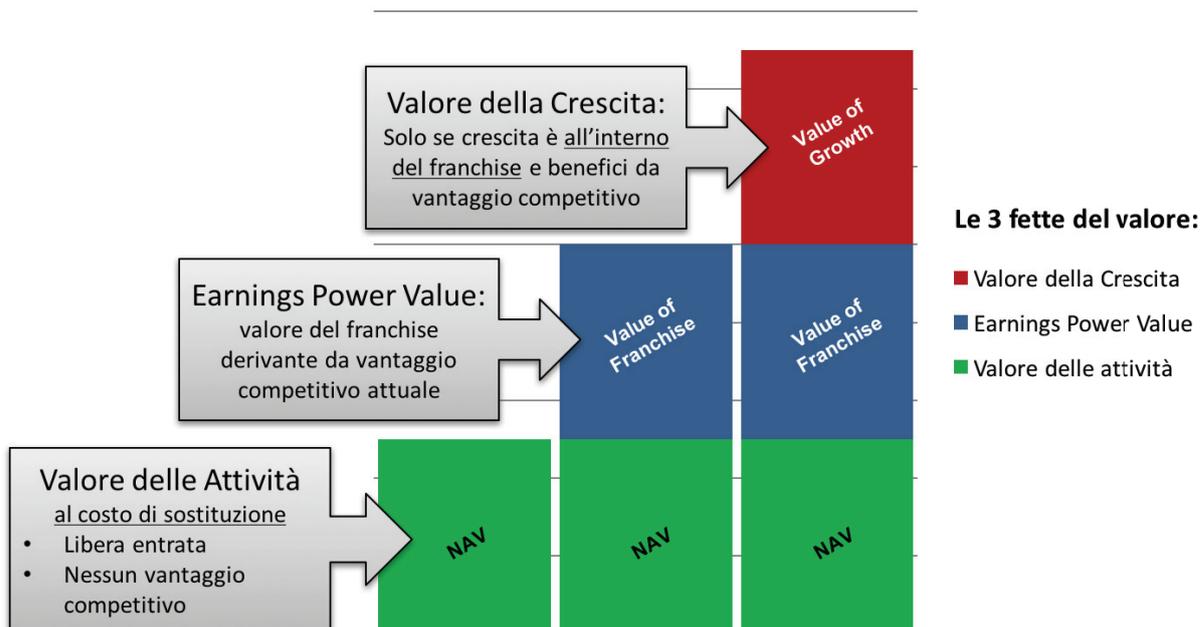


Figure 20

Quello che stiamo introducendo non costituisce ancora un modello di pronta applicazione nel campo pratico di un fondo d'investimento universitario. Sarà compito di ricerche successive approfondirne le sfumature, in particolar modo con il caso italiano. Quello che qui si vuole presentare sono quindi le fondamenta a cui si è pervenuti nel tempo e su cui poggeranno gli sviluppi futuri. L'Earnings Power Value (EPV) e il valore della crescita costituiscono, in particolar modo, delle sfide importanti per via delle peculiarità dei diversi settori e della necessità della scelta di un approccio che non sia eccessivamente rigido ma che allo stesso tempo fornisca un percorso da seguire onde limitare l'insorgere di bias comportamentali.

La letteratura scientifica presenta molti modelli di valutazione delle società tra quelli finalizzati alla presa di decisioni d'investimento [(Damodaran, 2012), (Greenblatt, 2010), (Graham, 2009)]. In spirito di oggettività costruttiva non possiamo non menzionare la ricerca portata avanti nei decenni da Aswath Damodaran, il quale mostra da un lato i vantaggi di una strategia Value ma allo stesso tempo porta prove sull'assenza di performance superiori da parte dei Value Investors (Damodaran, 2012) arrivando a conclusioni diverse rispetto a quelle del direttore del dipartimento di Finanza alla Ivey School of Business, George Athanassakos (Athanassakos, 2011). Damodaran mostra anche come procedere nella valutazione basandosi sui flussi di cassa lontani nel tempo usando il Gordon Growth Model che noi invece eviteremo (Damodaran, 2008).

Tornando al nostro elaborato, abbiamo mostrato nel grafico in figura 20 le tre fette di valore così come sono state originariamente introdotte da Benjamin Graham (Graham & Dodd, 1951) e poi riprese da altri accademici tra cui Athanassakos e Greenwald. Tutti questi studiosi affermano come alla base della strategia value risiede il valore intrinseco che può essere determinato attraverso una valutazione attenta. Le opportunità per investimenti profittevoli si creeranno nel momento in cui il prezzo di mercato devierà “sufficientemente” (ci stiamo riferendo al margine di sicurezza) dalle nostre stime del valore intrinseco. Tra i diversi modelli presenti in circolazione per stimare il valore c’è sostanziale accordo nella teoria generale che il valore intrinseco di una società può essere determinato tramite i flussi di cassa prodotti e che verranno attualizzati al tempo presente. Il valore attuale verrà calcolato come somma dei flussi di cassa in uscita ed in entrata, presenti e futuri. Questa definizione introduce il concetto di “Time Value of Money”, il valore temporale del denaro, molto importante in economia e finanza. Le tecniche in questione sono insegnate pressoché a qualunque studente o potenziale professionista che voglia accedere nel mondo della finanza nei corsi finalizzati ad ottenere le più famose certificazioni internazionali tra cui il CFA. Dalle nostre interviste con direttori americani ed europei di grandi banche d’affari internazionali sappiamo che le sale di trading e gli agenti operanti nell’area dell’alta finanza usano questi modelli, sono coscienti dei loro limiti ma continuano ad usarli perché non hanno alternative. Per capire la mentalità che risiede dietro le investment banks consigliamo l’illuminante lavoro di Frank Partnoy, F.I.A.S.C.O., pubblicato nel 1999 e sempre attuale. Come mostreremo, il fatto che la maggior parte dell’alta finanza usa questi strumenti crea quelle stesse opportunità che i value investors cercano, create dalle imperfezioni di quei modelli. Gli stessi computer operano su algoritmi di un’estrema precisione che forniscono i valori attuali di una società basandosi su stime che vanno spesso molti decenni nel futuro (Damodaran, 2012). Molti analisti intervistati affermavano che sovente i modelli arrivano fino a 50 anni nel futuro e in determinati casi addirittura a cento anni, come è capitato di vedere nei modelli usati da alcune grandi banche internazionali. Il problema è che se da un lato, per chi svolge l’attività di investimento, è necessario ottenere il valore presente della società in quanto intrinsecamente la finanza deve fare i conti col futuro, allo stesso tempo non possiamo scordarci che non conosciamo con esattezza qualunque cosa avverrà più in avanti del momento attuale. Avremo dunque stime che diverranno sempre meno accurate quanto più ci allontaniamo nel tempo.

Il modello multistadio è il metodo standard utilizzato per il calcolo del valore attuale di una società su cui si vuole sollevare qualche perplessità. Si parte tenendo presente il concetto di attualizzazione nel modello monostadio (o uniperiodale).

Modello uniperiodale:
$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_s} + \frac{P_1}{1+K_s}$$

Il modello multistadio procede innanzitutto stimando i flussi di cassa rilevanti (i dividendi ed il prezzo finale), in genere per dieci anni nel futuro (sul numero di anni ritorneremo tra poco). Dopodiché procede stimando il tasso di costo del capitale (K_s = costo dell'equity, ovvero delle azioni ordinarie) appropriato alla rischiosità dell'attività su cui stiamo lavorando. Con questi due dati, i flussi di cassa ed il tasso di attualizzazione, si può procedere alla stima del valore attuale dei primi dieci anni. La conclusione di questo passaggio costituisce il primo stadio.

1° stadio (n=10):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_s)} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_s)^n} + \frac{P_n}{(1 + K_s)^n}$$

Il primo stadio mostra quello che in finanza viene definito il Dividend Discount Model (DDM) la cui formulazione generica è:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_s)^t}$$

Possiamo già muovere qualche perplessità sul primo stadio nel momento che riconosciamo l'oggettiva difficoltà a prevedere gli utili un anno a questa parte. La difficoltà aumenta se consideriamo tre anni o 5 anni. Dovrebbe lasciarci allora particolarmente inquieti una previsione che vada fino a dieci anni perché molte cose possono succedere in quell'arco di tempo: cambio delle linee guida dell'azienda, cambio del management, diversi scenari macroeconomici, problemi legali e così via. Tuttavia dobbiamo arrivare necessariamente ad una misura che consideri il futuro per poter stimare il valore attuale della società e, in ogni caso, non è nel primo stadio che risiede il problema maggiore.

Appena concluso il primo stadio, il modello standard avanza al passo successivo che cerca di confrontarsi con il fatto che l'azienda continuerà ad operare anche nel lontano futuro. È questa infatti l'ipotesi che mettiamo alla base dei nostri metodi contabili, ossia il "going concern". La teoria allora tramite il procedimento matematico che qua mostriamo giunge a quello che viene denominato valore terminale. Partendo dal momento "n" nel futuro, nel nostro caso i dieci anni, si ottiene:

2° stadio, Terminal Value ($TV = P_n$):

$$TV = \frac{D_{n+1}}{K_s - g_c} = P_n$$

Dove D_{n+1} è il dividendo che crescerà al tasso costante g_c per un tempo infinito. Il valore terminale assume che oltre il decimo anno (o qualunque altro anno che l'analista utilizzerà come conclusione del primo stadio) i flussi di cassa cresceranno per un tempo infinito al tasso costante g_c . Siccome il valore terminale nel modello multistadio è proiettato al futuro, dovremo attualizzare quel valore per portarlo al presente e poterlo così sommare al valore attuale ottenuto col primo stadio. La loro somma arriva così a fornire il valore intrinseco della società. Continuando matematicamente:

Terminal Value attualizzato:

$$\frac{TV}{(1 + K_s)^n} = \frac{P_n}{(1 + K_s)^n}$$

Quindi, utilizzando il modello multistadio, anche noto come “Super-natural Growth Model”, siamo in grado di ottenere il valore intrinseco alla data attuale:

Modello multistadio:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{(1 + K_s)} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_s)^n} + \frac{TV}{(1 + K_s)^n} = \\ &= \frac{D_1}{(1 + K_s)} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_s)^n} + \left(\frac{\frac{D_{n+1}}{K_s - g_c}}{(1 + K_s)^n} \right) \end{aligned}$$

Possiamo trascrivere questa notazione più genericamente come:

$$VAL_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E(FCF_t)}{(1 + k)^t} + \frac{TVF_n}{(1 + k)^n}$$

dove:

VAL_0 = *Il valore attuale della società (il nostro valore intrinseco)*

$E(FCF_t)$ = *i flussi di cassa normalizzati attesi della società nel periodo di previsione esplicito (1° stadio)*

K = *il costo medio ponderato del capitale per la società*

n = *il numero limite degli anni assegnato al modello nel periodo di previsione esplicito (1° stadio)*

TVF_n = *il valore terminale della società alla fine del 1° stadio*

Il modello che viene tradizionalmente usato nella pratica dagli analisti di tutto il mondo presenta però delle aree particolarmente deboli su cui la letteratura si è concentrata negli anni [(Damodaran, 2008), (Damodaran, 2009), (Athanasakos, 1995)]. Esiste un'importante differenza tra la precisione dell'algebra di questo modello e le importanti incertezze di cui sono affette le variabili che costituiscono entrambi gli stadi. Usiamo delle stime sulla crescita per i primi dieci anni e poi ancora un'altra stima del tasso di crescita che comincia dalla fine del decimo anno fino all'infinito. Arrivare a ottenere delle stime basandoci su queste ipotesi è, a parere di chi scrive, impossibile. E non ci si riferisce solamente al secondo stadio. Anche nel primo stadio, come è stato già detto, ci sono delle difficoltà. Basti immaginare in quanti casi solo nell'arco di due o tre anni la società è chiamata a confrontarsi con nuovi o vecchi competitors nel mercato, i cambiamenti tecnologici, la volatilità del costo delle materie prime (chi avrebbe mai previsto un crollo del petrolio che avrebbe portato il prezzo a meno di un-terzo del precedente picco di un anno e mezzo prima?). Ognuna di queste possibilità e tante altre non menzionate possono bloccare la crescita dei flussi di cassa su cui si basa il modello. E la cosa che più dovrebbe inquietare è il fatto che il modello fornisce una parvenza di accuratezza che crea non pochi problemi legati alla psicologia di come pensa l'essere umano. La continua ricerca di accuratezza nella formula verso l'arricchimento è uno dei bias studiati e che risulta essere un corollario di altri bias umani. Ricordiamo in tal proposito la non felice conclusione del Long Term Capital Management, un fondo hedge che contava al suo interno premi Nobel, un numero di circa sessanta tra i migliori PhD del mondo, ex-presidenti della Federal Reserve. Un fondo che metaforicamente si potrebbe definire inaffondabile come il Titanic (Lowenstein, 2000).

Tra le variabili del modello multistadio, anche il costo del capitale può cambiare, così come possono cambiare molto in fretta i flussi di cassa in virtù a cambiamenti dei margini di profitto e del livello richiesto di investimenti.

Nel secondo stadio, quello con orizzonte infinito, si concentra la maggior parte del problema. In seguito a colloqui tenuti negli anni con manager di fondi, si appurava che normalmente il valore terminale costituiva la parte più grande del valore intrinseco determinato dal modello. Detto in altre parole, la parte meno affidabile forniva la parte più grande del valore! In alcuni casi oltre il 70% del valore della società veniva dal terminal value. Un punto debole importante su cui questo elaborato vuole lavorare. Anche la letteratura ha registrato questo problema [(Athanasakos, 1995), (Damodaran, 2008)] e ha proposto varie soluzioni, tuttavia anch'esse con dei limiti importanti. In effetti, non si può non riconoscere che il fatto stesso che si stia tentando di determinare il valore intrinseco incorpori automaticamente l'incertezza futura. E, come il modello si spinge verso il futuro lontano, la stima diventa progressivamente più inaccurata e, paradossalmente, importante.

Una soluzione che si vuole proporre e su cui Graham (1951), Klarman (1991), Athanasakos (1995) e altri hanno lavorato consiste nel segregare le informazioni che influiscono sulla valutazione dividendole per classi di affidabilità, cosicché le informazioni più sicure non vengano inquinate da informazioni meno affidabili. In tal modo si evita un problema ben noto nell'area ingegneristica secondo cui aggiungere informazioni non accurate ad altre accurate crea dei nuovi dati altrettanto inaccurati.

All'inizio del paragrafo abbiamo detto che il nostro obiettivo in questo secondo passo è quello di determinare il valore della società che abbiamo definito valore intrinseco ma che possiamo anche ritrovare in letteratura sotto altri nomi come valore fondamentale (perché basato sui fondamentali dell'impresa) o valore economico.

Nel menzionare i limiti del modello multistadio tradizionalmente usato negli ambienti dell'alta finanza volevamo fare riferimento alla valutazione basata sui flussi di cassa (l'Earnings Power Value, o EPV).

Si è infatti parlato di tre fette di valore ottenute suddividendo i dati per ordine di affidabilità (Graham & Dodd, 1951):

- 1) **valore delle attività** (NAV = Net Asset Value) – è il criterio più affidabile;
- 2) **Earning Power Value** (EPV – NAV = Value of Franchise) – è il secondo più affidabile;

- 3) **valore della crescita** – è il meno affidabile di tutti. Viene spesso utilizzato come margine di sicurezza ulteriore dai gestori di fondi più esperti.

Questo approccio alla valutazione suddiviso in tre aree di valore da un' enfasi maggiore alle informazioni più certe e solide riguardanti la società e assegna un valore più realistico e meno ottimistico alle prospettive future (che verranno incorporate nelle stime). Ricordando che spesso gli analisti hanno degli incentivi a procedere con stime ottimistiche, l'utilizzo di questo approccio mette l'individuo che lo usa in una posizione non conforme a quella del resto della massa arrivando così ad ottenere una delle caratteristiche che si era descritta necessaria per ottenere risultati superiori a quelli del mercato: essere non-conformisti.

3.4.1 – VALUTAZIONE: il metodo di bilancio (il Net Asset Value – NAV)

Fette di valore della società:

- 1) Il **VALORE DELLE ATTIVITÀ** (NAV = Net Asset Value);
- 2) Il **EPV** (EPV – NAV = Value of Franchise);
- 3) Il **VALORE DELLA CRESCITA**.

Il metodo di bilancio costituisce il criterio più affidabile perché si basa su informazioni sicure o quasi. Queste informazioni provengono dallo stato patrimoniale dell'impresa e l'unica fonte di incertezza appare quando si procede a valutare le attività e passività al costo di sostituzione.

In sintesi la valorizzazione secondo il NAV:

- È una valutazione basata su dei dati contenuti nello stato patrimoniale.
- È la più affidabile ma per questo motivo risulta anche la strada più battuta e quindi è raro trovare opportunità di investimento guardando solo in questa fetta;
- Inizia con una semplice analisi dello Stato Patrimoniale passando dalle voci più tangibili a quelle meno tangibili;
- Esamina il valore delle attività al loro valore più recente:
 - Se settore non vitale: Attività al loro valore di liquidazione;
 - Se settore vitale: Attività valorizzate al costo di riproduzione:
 - In questo caso conoscenza del settore è fondamentale per corretta valutazione;
 - Necessaria analisi strategica.

Possiamo quindi dire che stiamo parlando del valore della società basandoci su dati attuali. Secondo il metodo originale di Graham & Dodd (1951) la valutazione di una società parte dallo stato patrimoniale. Graham stesso nella sua *investment partnership*, la Graham & Newman, affermava che nella sua attività d'investimento preferiva affidarsi quasi completamente alle attività correnti che potevano essere liquidate in meno di un anno e i cui valori contabili non potevano distanziarsi di molto dai soldi effettivamente incassabili dalla loro vendita. Da queste attività correnti Graham sottraeva infine tutte le passività dell'azienda, non solo le passività correnti quindi, per arrivare a quello che lui definiva il *Net-Net Working Capital* che gli dava il valore intrinseco della società. Questa misura era, come si può intuire, estremamente conservativa e prudente, e ben si accostava alla figura della persona Benjamin Graham (Graham, *The memoirs of the dean of Wall Street*).

Il NAV viene calcolato partendo dal valore più recente delle attività contabili così come viene riportato nei rapporti societari. Sappiamo che i valori contabili di certe attività saranno più accurati di altri. Come tale, si procederà verso il basso nello stato patrimoniale e si valuterà se mantenere o aggiustare appropriatamente i valori contabili riportati. Dopodiché si farà lo stesso lavoro per le passività. Una volta completato questo lavoro si procederà a sottrarre dalle attività propriamente aggiustate la somma delle passività anch'esse modificate dove opportuno, così da ottenere il valore netto delle attività.

Questo metodo non rende necessario prevedere il futuro perché le attività e passività esistono ai giorni nostri e i valori modificati sono anch'essi stimabili con una certa sicurezza da coloro che hanno dimestichezza del settore in cui la società opera. Alcune delle voci dello stato patrimoniale sono tangibili o quasi-tangibili e quindi possono essere valorizzate immediatamente con una grande precisione.

Partire dall'alto nello stato patrimoniale ha anche un altro vantaggio. Man mano che scendiamo e raggiungiamo quelle voci come l'avviamento, la cui determinazione del valore è spesso problematica, siamo sempre più consapevoli della minore affidabilità dei dati riportati. Questa consapevolezza risulterà fondamentale. Infatti, la consapevolezza è segnata dagli psicologi come uno dei punti più importanti per attivare una risposta attiva da parte della nostra mente cognitiva (Kahneman D. , *Thinking, Fast and Slow*, 2011). In pratica l'essere consapevoli di una cosa aumenta lo scetticismo che ci permetterà di evitare bias comportamentali comuni (Ariely, 2008).

Il NAV utilizza per diverse voci dello stato patrimoniale il concetto di riproduzione a costo del venduto per apportare le modificazioni di cui si è parlato. Tuttavia bisogna tenere presente che quel modo di procedere non potrà per forza

andare bene nel caso che l'azienda o il settore in cui si trova non siano in condizioni viabili o che siano in declino. In quel caso le attività dovranno essere valutate per quanto potrebbero rendere se vendute in condizioni di liquidazione. Dobbiamo anche ricordare che quanto più saranno specifiche le attrezzature o altri assets aziendali, tanto più alta sarà la discrepanza tra il valore contabile e quello realizzabile da un'eventuale vendita. In condizioni di crisi, quindi, la cassa e i crediti verso clienti saranno valutati in pieno, ossia al 100% del loro valore contabile mentre attrezzature, macchinari ed impianti avranno valutazioni notevolmente ridotte. L'avviamento in queste condizioni avrà un valore praticamente nullo od inesistente.

Al contrario se il settore in cui la società opera è in condizioni ottime allora le attività si potranno valutare al *costo del venduto*. Riprendendo le voci usate precedentemente, la cassa, i crediti e il magazzino avranno piena valutazione, ossia saremo attorno al 100% del valore contabile riportato. Le attrezzature e gli impianti avranno una valutazione superiore perché con un mercato attivo ci sono probabilità molto più alte che diversi concorrenti si interessino all'asset. Per il manager meno esperto nella valutazione di certe voci viene in suo aiuto la figura di valutatori professionali che possono dargli una stima ragionevolmente accurata del valore di quell'asset in quel dato momento. Un punto importante su cui si dovrà riflettere molto riguarderà la valutazione del vantaggio competitivo. Infatti la posizione strategica della società nel presente e negli anni a venire ci permette di arrivare a delle stime più accurate.

La valorizzazione secondo il NAV procede nel modo seguente nel caso di una società che opera in un settore viabile:

ATTIVITÀ	VALORE DI SOSTITUZIONE
Cassa	Valore contabile
Titoli negoziabili	Valore contabile
Crediti verso clienti	Valore contabile + fondo svalutazione crediti
Magazzino (FIFO)	Valore contabile
Imposte differite attive	Due casi: - se breve termine: valore contabile - se lungo termine: attualizzare al valore presente i flussi di cassa
Attività in leasing: leasing operativo	Valore presente dei pagamenti
Impianti & attrezzature	Costo storico +/- aggiustamenti
Immobili in eccesso (ossia che alla concorrenza non serve)	Valore di mercato al netto delle tasse

per lo svolgimento della propria attività)	
Avviamento (quello legato a fusioni)	Valore contabile (è punto complesso su cui occorre prestare maggiore attenzione)
Investimenti sussidiarie	Due casi: - se sussidiaria quotata: valore mercato - se non quotata: approssimazione basata sul valore non pubblico
Portafoglio prodotti	Valore dato da funzione di ammontare spesa ricerca & sviluppo e numero di anni
Rapporti con la clientela	Valore dato da funzione di ammontare spesa marketing e numero di anni in cui è stata mantenuta
Licenze	Valore di mercato non disponibile e quindi bisognerà ricercare il valore di ogni singola licenza ex-novo

Nel caso delle passività invece ci si muoverà nel modo seguente:

PASSIVITÀ	VALORE DI SOSTITUZIONE
Debiti (breve termine)	Valore contabile
Debiti verso fornitori	Valore contabile
Altre passività correnti	Valore contabile
Leases operativi	Valore presente dei pagamenti
Debiti (lungo termine)	Valore mercato
Imposte differite passive	Due casi: - se breve termine: valore contabile - se lungo termine: attualizzare al valore presente i flussi di cassa
Azioni privilegiate	Valore mercato
Partecipazioni di minoranza	Valore contabile
Piani stock option dipendenti	Valore mercato (utilizzo di Black Scholes)
Pensioni sotto (sopra)-finanziate	(-) valore netto al netto delle tasse
Capitale netto	Valore di sostituzione netto

In appendice IV riportiamo un caso di calcolo del NAV che è stato creato per questo elaborato nel corso della collaborazione con un panel di manager internazionali. La società, METKA, è quotata nel mercato greco.

3.4.2 – VALUTAZIONE: il metodo dei flussi di cassa (Earnings Power Value – EPV)

Fette di valore della società:

- 1) Il VALORE DELLE ATTIVITÀ (NAV = Net Asset Value);
- 2) Il EPV (EPV – NAV = Value of Franchise);
- 3) Il VALORE DELLA CRESCITA.

La seconda misura che si presenta per assegnare il valore intrinseco alla società viene dagli utili correnti, adeguatamente modificati. Questo metodo di misurare il valore economico dell'impresa è un po' meno affidabile del NAV ma non considera ancora il fattore crescita che verrà ripreso nell'ultima fetta. In letteratura si ritrovano diverse metodologie di calcolo del valore intrinseco tramite i flussi di cassa [(Damodaran, Valuing financial service firms, 2009), (Damodaran, Valuing Emerging Market Companies, 2009), (Damodaran, The Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications, 2015)] ma noi ci concentreremo sui modelli così come originariamente presentati (Graham & Dodd, 1951) e sviluppati (Greenblatt, 2010).

In sintesi l'Earnings Power value:

- È una valutazione basata su flussi di cassa (non utilizziamo i dati del rendiconto finanziario);
- È il secondo metodo più affidabile;
- Si affida sugli utili correnti dell'impresa, propriamente normalizzati;
- Assume che gli utili propriamente aggiustati rimangano costanti per sempre e che vengano scontati al presente ad un determinato tasso;
- Richiede dei calcoli per trovare il valore attuale e quindi è necessaria la stima del tasso del costo del capitale.

Avremo tre casi:

- | | | | | |
|--------------|-----|---------|-----|-------------|
| a) NAV > EPV | >>> | NPV < 0 | >>> | ROIC < WACC |
| b) NAV = EPV | >>> | NPV = 0 | >>> | ROIC = WACC |
| c) NAV < EPV | >>> | NPV > 0 | >>> | ROIC > WACC |

Come abbiamo già detto, l'EPV è un valore che può essere stimato con maggior certezza rispetto agli utili futuri o ai flussi di cassa futuri (con orizzonte temporale infinito). L'EPV ha inoltre una rilevanza superiore perché si basa sui valori attuali piuttosto che su dati storici. Abbiamo già visto come il modello multistadio utilizzato nel metodo tradizionale presenti dei limiti importanti dati dall'incertezza sul valore finale derivante da:

- flussi di cassa nel primo stadio e durata primo stadio;
- il costo del capitale;
- il tasso di crescita sostenibile;
- e quindi il Terminal Value.

Il terminal value inoltre determina una fetta troppo grande del valore economico della società, soprattutto se si tiene in considerazione la sua scarsa affidabilità data dall'impossibilità di prevedere con certezza il futuro, e meno che mai un orizzonte infinito. Per questo motivo la strategia che si utilizza in questo elaborato viene modificata per eliminare le controindicazioni maggiori del modello multistadio. Avremo quindi una situazione simile:

Modello multistadio (tradizionale):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_s)} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_s)^n} + \frac{TV}{(1 + K_s)^n} =$$

$$= \frac{D_1}{(1 + K_s)} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_s)^n} + \left(\frac{\frac{D_{n+1}}{K_s - g_c}}{(1 + K_s)^n} \right)$$

ovvero:

$$VAL_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E(FCF_t)}{(1 + k)^t} + \frac{TVF_n}{(1 + k)^n}$$

Modello Value Investing:

$$VAL_0 = \frac{FCF^*}{k}$$

dove:

FCF^* = flussi di cassa normalizzati (*adjusted earnings*)

k = costo del capitale (*WACC*)

La differenza principale che si nota tra il metodo tradizionale e quello attuale è l'assenza di quel valore terminale che ci permette quindi di fare a meno di stimare il tasso di crescita futura "g" e i flussi futuri. Sebbene ci siano numerosi esempi che si potrebbero portare sul peso eccessivo del terminal value nel valore intrinseco dell'impresa, si ricorda in letteratura il contributo di Athanassakos (Athanassakos, 1995).

Tuttavia, seppur il calcolo del valore economico con questa metodologia piuttosto che con quella tradizionale ci metta al riparo dalle insidie derivanti dal valore terminale, non si deve dimenticare come si tratti sempre di stime che richiedono determinate ipotesi dall'analista per stare in piedi. Siccome il modello si basa su queste ipotesi concernenti il rapporto tra flussi di cassa presenti e futuri (FCF^*) e il costo del capitale (k), le stime del valore intrinseco basate sugli utili saranno per forza di cose meno affidabili delle stime basate sul NAV.

Le ipotesi che metteremo sono (Graham & Dodd, 1951):

- Il valore attuale degli utili, propriamente aggiustati, corrisponde ad un livello di flussi di cassa sostenibile nel tempo;
- Questi utili avranno un valore che rimarrà costante nel tempo ($g = 0$).

Avremo quindi, in una notazione leggermente modificata, che:

$$VAL_0 = \frac{FCF^*}{k} = EPV = \frac{\text{Adjusted earnings}}{WACC}$$

La formulazione qui presentata è dunque quella di una rendita perpetua. Sulla procedura di normalizzazione degli utili si concentra il più del lavoro del manager che deve calcolare l'EPV. Le peculiarità dei diversi sistemi contabili, i continui aggiornamenti degli stessi, e le differenze esistenti tra i diversi settori rendono

fondamentale un livello molto alto di conoscenza del settore nel quale la società opera (Klarman, 1991). Continua ad essere oggetto di studio questo punto del modello, assai importante, del quale siamo però in grado di esprimere le linee guida generali. L'attività di normalizzazione consisterà principalmente in [(Greenwald & Santos, 2016), (Athanasakos, 2014)]:

- Rettifiche contabili di uscite “straordinarie” troppo frequenti, che secondo la teoria contabile non dovrebbero essere connesse allo svolgimento normale delle operazioni;
- Risolvere le discrepanze tra l'ammortamento indicato dai contabili e il valore effettivo che si dovrà sborsare a fine anno per riportare un'attività aziendale al suo stato di inizio anno. L'aggiustamento aggiungerà o toglierà questa differenza;
- Avere in considerazione il ciclo economico in cui ci si trova e altri effetti transitori. L'aggiustamento in questo caso ridurrà gli utili riportati nel periodo del boom e gli aumenterà se la società è in periodo di depressione.
- Altre modificazioni specifiche per paese e settore.

Il motivo per cui si procede con queste modificazioni è che si vuole arrivare ad una stima quanto più accurata possibile dei flussi di cassa (FCF^*) partendo dai dati riportati. Poiché nelle ipotesi abbiamo indicato che il livello dei flussi di cassa non crescerà nel tempo e sarà sostenibile, si dovrà arrivare ad una misura conservativa ma abbastanza accurata.

Il vantaggio dell'EPV è che, sebbene meno sicuro del NAV, è notevolmente più affidabile del modello multistadio usato costantemente nell'alta finanza.

L'EPV si basa interamente su dati disponibili a cui si affiancano le opportune modificazioni, ma non si procede ancora nell'incorporazione della crescita nel modello. Volendo schematizzare il procedimento che porta all'EPV, Athanasakos spiega più nel dettaglio questi aggiustamenti (Athanasakos, 1995) seppur tale ricerca necessiti di aggiornamenti dovuti ai cambiamenti dei principi contabili negli anni e l'aggiustamento al caso italiano.

Il caso di studio di METKA, già presentato in appendice IV per il NAV, torna ancora utile per mostrare un modello di normalizzazione degli utili, visibile nello stesso appendice.

La normalizzazione dei flussi di cassa è il primo passo per ottenere l'EPV. La seconda variabile che ci serve per procedere nel calcolo dell'Earnings Power Value è il costo del capitale ($VAL_0 = \frac{FCF^*}{k} = \frac{FCF^*}{WACC} = EPV$).

In finanza per praticamente tutto quello che si fa ci si riferisce ai valori attesi. Il nostro fine sarà dunque quello di trovare il valore atteso del costo del capitale (k) in modo da poter completare il fattore d'attualizzazione che ci permetterà di scontare i flussi di cassa nella formula della rendita perpetua che abbiamo visto nell'EPV. Ogni volta che questo tasso atteso cambierà ci saranno dunque variazioni dell'EPV. Trovare il costo medio ponderato del capitale ($WACC$) è dunque il prossimo passo (viene escluso il costo delle azioni privilegiate in questa fase per ulteriore semplificazione):

$$WACC = k_d(1 - T_c)(w_d) + k_s(w_s)$$

dove

$$w_d = B/V$$

$$w_s = S/V$$

$$V = B + S$$

Così come nella formulazione generale in cui abbiamo eliminato il valore terminale e quindi anche la problematica ricerca del tasso di crescita, in questa fase ci allontaneremo dai metodi tradizionalmente utilizzati per il calcolo del costo del capitale azionario (k_s) (Athanasakos, 1995).

La teoria ci mostra come esistono sostanzialmente tre modi per calcolare il valore del capitale [(Fama & French, 1998), (Fama & French, 2011), (Athanasakos, 1995), (Bodie, Kane, & Marcus, 2013)]. I metodi tradizionali usati nel mondo della finanza sono:

1) *CAPM (Capital Asset Pricing Model):*

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

2) *DGM (Dividend Growth Model):*

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Il terzo metodo invece è quello che si preferirà usare in questo elaborato per i motivi che illustreremo.

3) *Value Investing*:

$$k_s = (k_d) + (\text{Equity Risk Premium})$$

dove

Equity Risk Premium (ERP) = il premio per il rischio legato al tenere l'azionario rispetto all'obbligazionario

K_d = il tasso atteso che i detentori di obbligazioni si aspettano di ottenere per il debito a lungo termine della società. Avremo che:

$$k_d = R_f + \text{Bond Risk Premium}$$

La terza equazione può quindi essere ulteriormente scomposta come:

$$k_s = (R_f + \text{Bond Risk Premium}) + (\text{Equity Risk Premium})$$

Una volta elencate le tre equazioni per k_s possiamo commentarle, soffermandoci in particolare sui punti deboli delle prime due forme, quelle tradizionalmente utilizzate.

La prima forma incontrata è quella del CAPM, ossia:

CAPM:

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Questa equazione, a parere di scrive, di altri professionisti [(Buffett, 1984), (Marks, 2013), (Klarman, 1991)] e di accademici famosi [(Fernandez, 2015), (Athanasakos, 1995), (Shiller R. , 1992), (Greenwald, 2014)] presenta un grande punto debole che identifichiamo nel Beta. Il beta nella teoria rappresenta una soluzione elegante ed accurata ad un problema di calcolo ma nella realtà ottenere delle stime accurate del suo valore è estremamente problematico. Infatti, dando uno sguardo alle diverse variabili che dovrebbero permettere la sua determinazione:

$$\beta = \frac{COV(R_s, R_m)}{\sigma_{R_m}^2} = \rho_{R_s, R_m} \times \frac{\sigma_s}{\sigma_{R_m}}$$

Si può notare che il beta dipende in primo luogo da come calcoleremo i valori storici R_s e R_m . Ci sono però determinati problemi tra cui in particolare:

- La decisione di quale frequenza temporale usare (dati giornalieri, mensili, annuali...);
- Quanto sarà necessario tornare indietro nel tempo per la creazione della serie temporale;
- Che cosa si dovrà intendere per rendimento di mercato? Potremmo riferirci allo Standard&Poor 500, Nasdaq, FTSEMib, e così via;
- Il più grande problema viene dalla sensazione di accuratezza che il beta fornisce. La matematica del modello sembra solida e la grande disponibilità di dati dei tempi moderni unita ad una immensa capacità di calcolo fornita dai computer, fornisce la falsa sicurezza di poter ottenere un dato certo e accurato fino ai minimi dettagli.

In seguito ai colloqui di questi anni si notava inoltre una cosa interessante. Durante i workshop a cui il candidato a questa ricerca ha presieduto, spesso capitava che stesse idee di investimento provenissero da manager diversi. In determinati casi i manager fornivano beta anche sostanzialmente diversi per la stessa società. La stessa situazione è stata registrata dalla letteratura (Bruner, 1998), (Fernandez, 2015).

Pablo Fernandez, professore di finanza alla IESE Business School, in un elaborato veramente molto interessante (Fernandez, 2015) frutto di un sondaggio a cui hanno partecipato negli anni oltre 2.500 accademici, mostra come nel mondo universitario i professori utilizzino il beta nei propri lavori e insegnino agli studenti come determinarlo senza essere veramente convinti di questa misura. Una delle risposte più frequenti alla domanda “perché, una volta che se ne riconoscano effettivamente i limiti, lo continuo ad utilizzare” è stata che non esiste un’alternativa migliore. Tra le altre risposte fornite c’è stata anche che il beta viene utilizzato perché è comunque in uso nella quasi totalità del mondo accademico e professionale.

Lo stesso Fernandez riporta i diversi beta assegnati da diverse fonti alle stesse società, mostrando il quadro seguente:

Stesse società ma diversi beta

WEB / Database	COCA-COLA	WALT DISNEY	WAL MART STORES
Bloomberg	0.79	1.06	0.58
Cnbc	0.60	1.00	0.30
Damodaran	0.61	0.88	0.19
Datastream	0.31	0.72	0.13

Ft.Com	0.80	1.06	0.57
Google Finance	0.60	1.03	0.26
Hoovers	0.60	1.00	0.20
Infomercados	0.33	1.39	0.31
Msn Moneycentral	0.54	1.03	0.16
Quote	0.54	1.13	0.19
Reuters	0.53	1.01	0.17
Smartmoney	0.61	1.03	0.26
Thomson Banker	0.55	1.09	0.38
Value Line	0.55	1.00	0.60
Vernimmen Website	-	1.08	0.71
Yahoo Finance	0.63	0.99	0.28
Max	0.80	1.39	0.71
min	0.31	0.72	0.13

(Fernandez, 2015) – Data: 12 maggio 2009

Non possiamo dunque non essere colpiti da questa nuova testimonianza che pone nuovi dubbi sul metodo tradizionale di valutazione del valore intrinseco delle società. E seppur la ricerca è prolifica sulle modalità di determinazione del beta, non siamo al momento in grado di utilizzare questo indicatore con la relativa sicurezza che ci si aspetta.

Per quanto riguarda la versione del Dividend Growth Model (DGM) di k_s , abbiamo già criticato precedentemente quando è stato incontrato nella determinazione del valore terminale, l'incertezza legata al tasso di crescita sostenibile "g".

DGM:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Viene difatti difficile immaginare un tasso di crescita che rimarrà statico per un orizzonte temporale indefinito.

Questi dubbi sulle modalità di trovare k_s ci portano al terzo metodo su cui abbiamo parlato, ossia:

$$k_s = (R_f + \text{Bond Risk Premium}) + (\text{Equity Risk Premium})$$

La prima domanda a cui ci proponiamo di rispondere è cercare di capire da dove provenga il premio per il rischio. Come viene indicato da Damodaran e Athanassakos il premio nasce per coprire principalmente il:

1. Business Risk (rischio dell'attività aziendale);
2. Financial Risk (rischio finanziario).

Il *business risk* non è altro che il rischio che circonda l'attività dell'impresa, o altrimenti il rischio sulla sua operatività. Differentemente da come abbiamo fatto quando abbiamo criticato la definizione data nella teoria di Markowitz (Markowitz H. M., 1959) e dei mercati efficienti (Fama, 1970) dove la volatilità è usata come proxy del rischio (Marks, 2013), per il business risk la volatilità rappresenta effettivamente un rischio. Come tale possiamo quantificare la volatilità dell'EBIT ed utilizzarla come proxy di questo tipo di rischio. Gli ambienti in cui si trova ad operare la società creeranno più o meno volatilità. Una situazione di monopolio riduce la volatilità dell'EBIT e quindi anche il business risk. Viceversa, un mercato fortemente concorrenziale senza barriere in ingresso o in uscita renderà gli utili operativi molto più instabili aumentando così il business risk. Il rischio dell'attività aziendale è il rischio che viene direttamente dalle attività dello stato patrimoniale perché il tipo di attività che saranno presenti determineranno i costi operativi dell'azienda.

Quando invece ci riferiamo al rischio proveniente dal lato delle passività nel bilancio ci stiamo riferendo al *financial risk*. Quando una società finanzia l'acquisto di un'attività ricorrendo al debito saremo vincolati a pagare quel prestito a prescindere dal ciclo economico. Questa situazione può essere quantificata valutando la volatilità del reddito netto e tale misura sarà usata quindi come proxy del rischio finanziario.

Nella ricerca per determinare il k_s che permetterà di arrivare al *WACC*, con cui potremo completare il calcolo dell'EPV, quello che resta da determinare è l'equity risk premium. La letteratura sull'argomento è molto ampia [(Damodaran, 2015), (Athanasakos, 2009)] e ci si riserva di ritornare su questo aspetto in un momento successivo della ricerca, vista l'importanza che la determinazione di codesta variabile avrà per trovare l'earnings power value finale. Il legame tra il business risk, il financial risk, i vari k_s e k_d , i pesi w_s e w_d , è ancora oggetto di studio ed è diventato una parte importante del modello. Si è ripartiti dalle ricerche su questo argomento di Athanasakos (1995) e Greenwald (Greenwald & Santos, 2016).

Dopo la normalizzazione dei flussi di cassa e la stima del costo del capitale, il manager sarà in grado di ottenere una stima del valore intrinseco della società (EPV). La differenza tra EPV e NAV, visibilmente indicata nell'istogramma riportante le tre fette di valore nella figura 20, è data dal valore del franchise. Abbiamo parlato all'inizio di tre possibili situazioni:

$$\text{a) } NAV > EPV \gg \gg \text{ NPV} < 0 \gg \gg \text{ ROIC} < \text{WACC}$$

- b) $NAV = EPV \ggg NPV = 0 \ggg ROIC = WACC$
c) $NAV < EPV \ggg NPV > 0 \ggg ROIC > WACC$

Il punto “c” è quel caso in cui l’azienda operante nel mercato goda di vantaggio competitivo durevole dato dalla presenza di barriere in ingresso che lo proteggono dall’insorgenza della competizione che ridurrebbe i margini di profitto. Questo vantaggio competitivo è quello che crea il franchise della società. Quello che caratterizza il franchise è dunque il fatto che permette alla società di ricavare più di quello che spende per gli investimenti, creando quindi una situazione in cui:

Return on Invested Capital > Weighted Average Cost of Capital

Una cosa che dovremmo considerare a questo punto è il cosiddetto evento catalizzatore, ossia l’evento che dovrebbe permettere ad una società sottovalutata di ritornare al suo valore corretto. Un catalizzatore potrebbe essere dato dal cambio dell’amministratore delegato, di altre figure chiave nella gestione dell’azienda, determinate azioni prese per risolvere un problema che stava affossando la società. A volte questo evento non dipende direttamente dalle azioni dell’impresa ma può provenire dall’esterno, come ad esempio modifiche di alcune leggi che toccavano particolarmente il core business dell’impresa, o fattori macroeconomici su cui nulla si poteva fare dall’interno. A volte un evento catalizzatore può venire dall’esito delle battaglie legali e così via. Uno dei compiti del manager che cercherà opportunità dove altri non guardano, sarà prima di tutto capire perché la società è stata ignorata e, secondariamente, quale potrebbe essere l’occorrenza che cambierà le sorti della società.

3.4.3 – VALUTAZIONE: il valore della crescita

Fette di valore della società:

- 1) Il VALORE DELLE ATTIVITÀ ($NAV = \text{Net Asset Value}$);
- 2) Il EPV ($EPV - NAV = \text{Value of Franchise}$);
- 3) Il VALORE DELLA CRESCITA.

A questo punto non si può non parlare del fattore crescita nella valutazione della società. Fino ad adesso abbiamo isolato la crescita per due ragioni.

In primo luogo, questo ultimo elemento è il più difficile da stimare (motivo per il quale questa fase della valutazione non verrà trattata in questo elaborato di ricerca in quanto oggetto di studio al momento attuale). Questa stima diventa ancora

più difficile da calcolare quanto più ci si allontana nel tempo. Proprio l'incertezza riguardo alla crescita futura è di solito la ragione principale per cui le valutazioni delle società basate sui fattori di attualizzazione sono così prone all'errore (Greenwald, 2014). L'aver isolato questo elemento ci ha invece permesso di ottenere due stime più affidabili del valore intrinseco della società (quella basata sul NAV e l'altra basata sull'EPV).

In secondo luogo, in determinate condizioni strategiche la crescita non aggiunge nulla al valore intrinseco della società [(Athanasakos, 2014), (Athanasakos, 2013)]. Questa conclusione sembra andare contro a una credenza comune nel mondo della finanza, secondo la quale si pensa che la crescita sia un bene qualunque sia la condizione in cui essa avviene.

Per questa fetta della valutazione si deve tener conto che:

- È la meno affidabile di tutte;
- La crescita in assenza di vantaggio competitivo non ha valore ($ROIC=WACC$). Per generare crescita sono necessari continui investimenti che creano nuove Attività nel bilancio, tuttavia i nuovi investimenti producono rendimenti che sono uguali al costo del capitale;
- La crescita in situazione di svantaggio competitivo invece distrugge valore ($ROIC<WACC$).

Quest'ultima fetta di valore è la meno affidabile perché è necessario fare previsioni sulla crescita. Tali stime sono estremamente sensibili alle ipotesi che si fanno. Un altro problema è dato dal fatto che in genere nel mercato c'è tendenza a pagare in eccesso per la crescita.

Nel modello presentato invece la crescita viene usata come ultimo criterio di valutazione e diventa rilevante solo come «margine di sicurezza», un approccio molto diverso da quello che spesso si trova in letteratura che tende invece a considerare la crescita come una parte determinante del valore (Damodaran, 2008).

3.5 – Terzo passo: Decisione e gestione del rischio

Benjamin Graham (Graham & Dodd, 1951), David Swensen (Swensen, 2005), che ricordiamo è il CIO del fondo d'investimento universitario di Yale, Seth Klarman (Klarman, 1991), Warren Buffett (Buffett, 1984), e altri presentano come uno dei pilastri centrali della value investing sia il *margin of safety*, il margine di sicurezza. Con questo termine vogliono indicare il cuscino protettivo nel valore che

si crea nel momento dell'acquisto di azioni in una società considerevolmente sottovalutata dal mercato. Più nel dettaglio Graham (Graham, 1973) afferma:

“The margin of safety idea becomes [most] evident when we apply it to the field of undervalued or bargain securities. We have here, by definition, a favorable difference between price on the one hand and indicated or appraised value on the other. That difference is the safety margin. It is available for absorbing the effect of miscalculations or worse than average luck. The buyer of bargain issues places particular emphasis on the ability of the investment to withstand adverse developments. For in most such cases he has no real enthusiasm about the company’s prospects. True, if the prospects are definitely bad the investor will prefer to avoid the security no matter how low the price. But the field of undervalued issues is drawn from the many concerns—perhaps a majority of the total—for which the future appears neither distinctly promising nor distinctly unpromising. If these are bought on a bargain basis, even a moderate decline in the earning power need not prevent the investment from showing satisfactory results. The margin of safety will then have served its proper purpose.”

Sul concetto di rischio si è già parlato nelle prime parti del capitolo. Ripetiamo come non vogliamo limitare all'uguaglianza rischio-volatilità data da Markowitz un concetto così importante. Piuttosto, quello che a noi interessa è la protezione dal rischio inteso come perdita permanente del capitale (Klarman, 1991). In seguito a seminari con diversi gestori di fondi d'investimento del nord America si ritiene corretto considerare il rischio come perdita permanente di capitale e muoversi di conseguenza per la presa delle decisioni d'investimento.

La scelta del margine di sicurezza come primo strumento di gestione del rischio verrà alla fine del processo valutativo della società. Oltre al MoS (margin of safety) un'altra caratteristica di gestione del rischio che a nostro parere caratterizza la value investing riguarda la diversa concentrazione dei portafogli. La ricerca accademica ha dato dei risultati interessanti in questo campo. Kacperczyk, Sialm & Zheng (2005) e Kacperczyk & Seru (2007) hanno condotto una ricerca per vedere se manager dotati di capacità superiori esistevano effettivamente. Mettendo assieme una base di dati che comprendeva circa 1.700 fondi a gestione attiva negli Stati Uniti nel periodo 1984-99 e 1993-2002, hanno trovato che più i fondi erano

concentrati, e quindi meno diversificati, meglio si comportavano in termini di performance. Hanno mostrato che questa outperformance era il risultato di una scelta dei settori e delle azioni giusti nei quali investire, e non dipendeva da tecniche di market timing, punto che a noi interessa particolarmente sottolineare per l'argomento sviluppato in questo elaborato. Questo modello si baserà particolarmente sulla concentrazione del portafoglio attorno ad un certo numero limitato di azioni (dalle interviste ottenute negli anni questo numero è situato attorno a 20) veramente sottovalutate e selezionate con cura. Come detto anche da Keynes: *“Una volta che si arriva ad un livello di competenza più che adeguato, la diversificazione diventa meno desiderabile”*.

Non solo Warren Buffett riprende questo punto sull'importanza di avere un portafoglio più concentrato. Anche i manager di cui abbiamo parlato nell'appendice II hanno portafogli più concentrati di quello che la teoria dei mercati efficienti consiglia (in un seminario tenuto nel 2006 alla Columbia University il CIO di Himalaya Capital, Li Lu, afferma come nelle grandi banche di investimenti le posizioni sono calcolate in numeri base, sono quindi posizioni infinitesimali). Ma un portafoglio costruito rispettando il margine di sicurezza è già di per sé un portafoglio più prudente. Come tale, dopo una valutazione attenta della società, questi manager spesso procedono ad aggiungere una determinata partecipazione al portafoglio che non supera in genere le 20 società. Si tratta tuttavia di posizioni tenute per il lungo termine.

Diamo adesso un'idea in cosa questa euristica per la presa di decisioni di investimento consista presentando i vari passaggi del modello in un quadro più lineare. In tale modo riusciremo ad arrivare alla fase conclusiva del modello riguardante la presa della decisione d'investimento. Il processo generale che si è descritto in questo elaborato di ricerca consiste:

- 1) Screening: Nella prima fase del modello abbiamo cercato azioni potenzialmente sottovalutate con un processo di screening basandoci sulle ricerche presenti in letteratura (Shiller R. , 1988), (Athanassakos, 2013), (Conover, Bauman, & Cox, 2002), (Conover, Bauman, & Cox, 1998), (Fama & French, 1997). Al termine del processo di screening non si può ancora dire niente sul fatto che una certa società è un strong buy o no, quindi nessuna decisione di investimento verrà presa in questo momento;
- 2) Nella seconda fase si procede con l'analisi del settore e della società senza far ricorso a previsioni. Come menzionato alla conclusione del paragrafo sull'EPV, la ricerca del costo medio ponderato del capitale diventa un passaggio fondamentale nella valutazione e per raggiungere tale scopo

bisognerà individuare anche il business risk e il financial risk (Greenwald & Santos, 2016), (Athanasakos, 1995). L'obiettivo di questo punto è dunque di individuare il rischio dell'operatività aziendale (business risk) e il rischio finanziario (financial risk). Si presume che un determinato legame, in studio al momento attuale, sia esistente tra questi rischi e la procedura di determinazione del WACC, la cui conoscenza ci tornerà utile nel momento della determinazione dell'Earnings Power Value come spiegato nell'elaborato;

- 3) Valutazione: Si procede con il calcolo del valore intrinseco della società utilizzando le informazioni, aggiustate al costo di riproduzione dove necessario, contenute nello stato patrimoniale (NAV per azione);
- 4) Valutazione: si arriva al calcolo dell'EPV per azione e si individua in che situazione ci si trova:

a) $NAV > EPV >>>$	$NPV < 0$	$>>>$	ROIC	<
WACC				
b) $NAV = EPV >>>$	$NPV = 0$	$>>>$	ROIC	=
WACC				
c) $NAV < EPV >>>$	$NPV > 0$	$>>>$	ROIC	>
WACC				

- 5) A questo punto si dovrebbe discutere dell'evento catalizzatore, ossia ciò che dovrebbe cambiare le sorti della società, e del valore del franchise quando presente, ovvero nella circostanza che $EPV > NAV$;
- 6) Valutazione: solo a questo punto si procederà con la valutazione della crescita. Costituisce uno dei punti più difficili della valutazione per l'incertezza legata alla non conoscenza del futuro. Abbiamo dunque isolato questa fase del processo per non inquinare l'intera valutazione (mostriamo graficamente le tre fasi di valutazione nella figura 21);

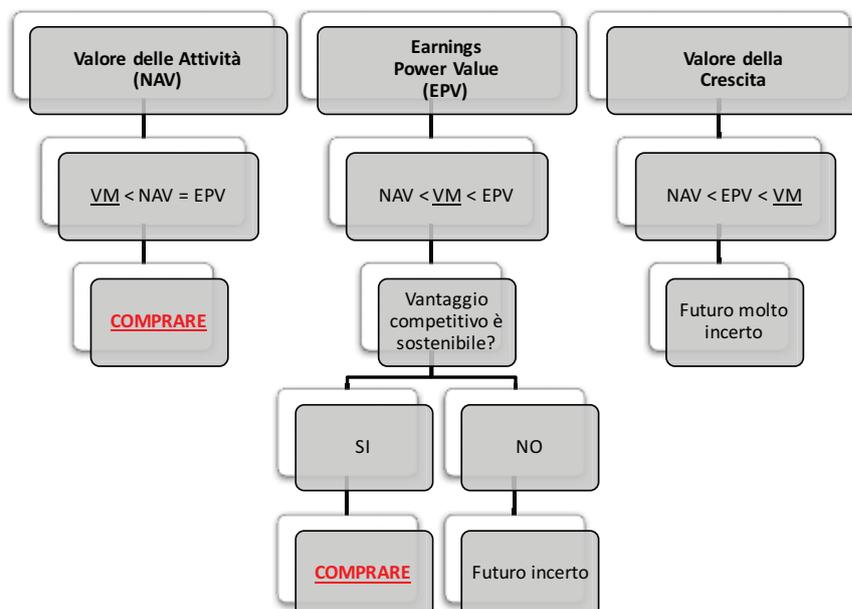


Figure 21

- 7) Una prima gestione del rischio avviene dal margine di sicurezza. In genere i manager intervistati (oltre 60) hanno impostato un MoS del 30% minimo, con diversi casi in cui ha raggiunto il 50%;

- 8) Decisione: Una volta calcolato il valore intrinseco della società secondo il modello di valutazione presentato si procederà a ridurlo per il margine di sicurezza (1/3 del valore economico della società). Si otterrà così un prezzo d'ingresso che si potrà confrontare al prezzo attuale di mercato, permettendo così di giungere ad una conclusione finale. Tutto il lavoro deve portare a questo punto: una decisione definitiva (appendice IV). La presa di decisioni d'investimento è implicitamente soggetta ad errori legati a bias cognitivi degli agenti. Il modello che si è presentato ha come fine quello di prevenire l'insorgenza dei bias cognitivi tramite la presentazione di un modello che è stato sviluppato negli anni basandosi su altre ricerche e sull'attività quotidiana di grandi professionisti di Wall Street.

- Capitolo IV - SVILUPPI FUTURI DELLA RICERCA

4.1 - In accademia

Grazie alla collaborazione di questi anni con accademici esteri e con il centro di ricerca della Ivey Business School, e agli innumerevoli seminari della Columbia University e di Ivey, è stato valutato come la ricerca abbia raggiunto una dimensione compiuta e coerente nella forma complessiva. Tale risultato è stato ottenuto grazie ai feedback ricevuti negli anni. Tuttavia si ritiene di fondamentale importanza che essa sia sviluppata in alcune sue parti che saranno oggetto di pubblicazioni successive. Uno dei risultati più importanti raggiunti viene dalla consapevolezza della strada intrapresa che porta con maggior determinazione nella stesura di un modello che si basi su strategie value a lungo termine.

Mentre l'attività iniziale di ricerca era volta al modello long-value per la presa di decisioni di investimento, si notava che gli interlocutori negli anni erano spesso essi stessi gestori di fondi ed in alcuni casi di fondi istituzionali. Una naturale comparazione tra lo scenario delle università italiane e anglosassoni è venuto dunque a galla. I problemi di finanziamento delle università che sono sorti negli ultimi anni e il quadro problematico che si delinea nel futuro hanno creato il legame tra la ricerca iniziale e la sua applicazione al caso italiano.

La fase successiva della ricerca non potrà che soffermarsi su certi aspetti toccati nel corso di questo elaborato e su cui si sta già lavorando con professionisti ed accademici. In particolar modo:

- WP01:
concentrazione sui bias comportamentali tipici nel contesto di un fondo di dotazione universitario. Sappiamo [(Ariely, 2008), (Swensen, 2009), (Bushee, 2001)] che le pressioni a cui deve sottostare un manager di un fondo universitario presentano delle peculiarità che devono essere studiate nel dettaglio. La presentazione di un'euristica per la presa delle decisioni d'investimento permette la riduzione dei bias cognitivi (Gigerenzer & Gaissmaier, Heuristic Decision Making, 2011). In psicologia la letteratura

mostra come le euristiche siano strumenti importanti per semplificare il processo decisionale quando esso si dimostri complesso. Le situazioni di incertezza in cui gli individui si trovano ad operare in condizioni di informazioni e razionalità limitata sono affrontate in modo diverso in presenza di un'euristica (Kahneman, Tversky, & Slovic, 1982). Non appartenente alla letteratura accademica ma di grande interesse nel mostrare il concetto di euristica e come essa possa aiutare nel processo decisionale in determinate condizioni, si vuole menzionare anche il testo *The Checklist Manifesto: How to Get Things Right*, di Atul Gawande (2011). Anche se non menzionata esplicitamente, l'idea che il testo vuole fare passare è che un modo di controllare i bias cognitivi nascosti consista nello sviluppo di un'euristica funzionale (nel caso del libro, la checklist) in anticipo e poi imparare ad applicarla con disciplina.

- WP02:

John Maynard Keynes è stata una figura illuminata in un periodo molto buio del ventesimo secolo. Dotato di un altissimo livello morale e un grande intelletto, a parer di chi scrive, Keynes più di qualunque altro ha impersonificato come dovrebbe essere un politico, un economista e un intellettuale. Tramite una ricerca storiografica, svolta in persona presso il King's College e la London School of Economics in Inghilterra, si è trovato un naturale legame tra la vita dell'uomo e la sua attività come economista e investitore (in Inghilterra si è avuto accesso alla corrispondenza catalogata di Keynes). In particolar modo la grande etica di Keynes veniva trasmessa alle sue teorie in modo gentile e potente. Nel breve futuro si vuole completare un'analisi dell'attività come investitore di Keynes e si vogliono portare i collegamenti con la value investing che quasi contemporaneamente stava nascendo in America con Benjamin Graham. Il motivo di questa ricerca: le persone più grandi ed intelligenti del secolo che esercitavano attività d'investimenti si sono mosse in direzione della value investing e lontano dall'analisi tecnica. Parlavano tutte dell'aspetto psicologico umano nei mercati. Non si vuole credere che sia una coincidenza il fatto che arrivino tutti alle stesse conclusioni. Queste posizioni diventano delle critiche naturali alla teoria di portafoglio moderna e all'ipotesi dei mercati efficienti che costituiscono la posizione dominante in finanza seppur, a quanto pare, con diversi dubbi da parte di chi ne utilizza gli strumenti (Fernandez, 2015).

- WP03 (ricerca centrale):

Il modello presentato in questo elaborato non è entrato nei dettagli dei criteri di valutazione del Net Asset Value e dell'Earnings Power Value. I modelli di valutazione presentano peculiarità importanti per quanto riguarda i diversi settori in cui le imprese operano e i diversi standard contabili internazionali. I punti su cui la maggior parte dell'attività di ricerca futura si concentrerà riguarderanno:

- Caso italiano nella rivalutazione delle voci di bilancio per la determinazione del Net Asset Value (NAV). La letteratura su questo argomento per il caso americano (US GAAP) e canadese (IFRS) è importante (su tutti Damodaran e Athanassakos);
- Per quanto riguarda invece il costo medio ponderato del capitale si sta lavorando su un modello che ci permetta di ottenere una stima accurata di questa variabile basandoci su ricerche di Athanassakos (1995), Fama & French (2011), Santos e Greenwald (2016). Essendo:

$$WACC = k_d(1 - T_c)(w_d) + k_s(w_s)$$

una delle cose su cui si sta lavorando riguarda la metodologia con cui determinare w_d e w_s . L'approccio prevede in primo luogo la determinazione del *business risk* che verrà assegnato alla categoria alta, media o bassa. Questo passaggio dovrebbe permettere di determinare la struttura ottimale che la nostra azienda dovrebbe avere (spesso diversa da quella che effettivamente si ha al momento dell'analisi). Per trovare la struttura di capitale effettiva invece si procede da un'analisi degli ultimi 10 anni dei pesi che ha avuto la società utilizzando i valori contabili e non i valori di mercato (generalmente vengono usati quest'ultimi però il problema è che sono estremamente volatili e quindi rischiamo di prendere dei valori di riferimento errati). Inoltre i valori contabili hanno un valore più credibile per capire dove il management sta portando l'azienda nel lungo termine. A questo punto si procede nella comparazione dei pesi ottimali e quelli effettivi (o di lungo termine) w_d e w_s per poter assegnare il rischio finanziario all'impresa. Se il valore di lungo termine è nello stesso range di quello ottimo si assegnerà *financial risk*

medio. Questi intervalli (Athanasakos, 1995) sono dati in base a determinate ricerche;

- Per quanto riguarda invece il costo del capitale azionario (k_s) si sta lavorando su delle ricerche sull'Equity Risk Premium [(Damodaran, 2015), (Athanasakos, 2009), (Fama & French, 2000)] che partendo dal metodo che è stato introdotto in questo capitolo

$$k_s = (R_f + \text{Bond Risk Premium}) + (\text{Equity Risk Premium})$$

ovvero

$$k_s = k_d + (\text{Equity Risk Premium})$$

calcolano la stima del costo del capitale evitando l'utilizzo dell'approccio CAPM e DGM;

- L'EPV necessita di lavorare sui flussi di cassa e il WACC per riuscire ad ottenere una stima. Per quanto riguarda i flussi di cassa ripeteremo lo stesso discorso fatto precedentemente per il NAV.

4.2 - Fuori dall'accademia – messa in pratica del modello teorico. L'istituzione di un fondo d'investimento universitario

Si è mostrata nel primo capitolo la difficile situazione dell'università in Italia e la si è messa a confronto con quella degli altri paesi OCSE. Ci si chiede allora se il paese si sia dimenticato di cosa rappresenti l'università per il popolo italiano. Ricordiamolo. L'università rappresenta un:

1. centro di didattica;
2. centro di ricerca;
3. istituto di sostegno diretto al sistema economico e sociale.

L'università è un luogo dove le menti si aprono. Le sue mura racchiudono conoscenza e sono alla continua ricerca di nuovo sapere. Con il loro operato sostengono le fondamenta stesse della democrazia e portano le generazioni verso il futuro. L'università rappresenta tutto questo e tanto altro. La situazione di crisi che sta affrontando in Italia deve essere superata per amore delle cose a cui teniamo, per questo motivo la portata di questo lavoro non si ferma qui.

L'idea di sviluppare ulteriormente la ricerca dottorale sul modello d'investimento è nata in seguito a discussioni avute con docenti internazionali durante l'attività di affinamento del modello e delle conoscenze. Fu durante degli incontri, in particolare col professor Felipe Ruiz dell'università politecnica di Madrid e membro del consiglio di amministrazione del MIT negli USA, e col professor George Athanassakos, direttore del dipartimento di finanza sulla Value Investing alla Ivey School of Business in Canada, che si decise di estendere l'applicazione del modello al caso istituzionale. Sarebbe stata la contribuzione del dottorando al sostegno di un'università che, seppur non perfetta, ha dato tanto negli anni.

Se l'università vuole rispettare la sua terza funzione, ovvero quella di essere un istituto di sostegno al sistema economico e sociale, tale funzione deve partire da qualunque persona si trovi al suo interno, anche un semplice dottorando. Si è deciso dunque di approfondire la tematica presentata in questo lavoro e vedere se una sua applicazione è effettivamente possibile per le università di Sassari e Cagliari. La forma di istituzioni pubbliche costituisce un problema da superare ma oramai stiamo parlando di una situazione grave in cui le università del centro-sud faranno sempre più fatica a sopravvivere e dunque è tempo di mosse governative che permettano alle università di diventare più autosufficienti sul modello delle università anglosassoni.

In Italia abbiamo già esempi da università private che fanno ricorso alle donazioni, prendiamo il caso dell'università Bocconi:

“Perché donare ?

Tutti – Alunni, studenti, genitori, docenti, ricercatori, imprese ed enti – hanno ora la possibilità di contribuire allo sviluppo dell'Università e di diventare parte attiva nel futuro della nostra società e del nostro Paese. Come istituzione non-profit siamo in grado di ricevere donazioni e possiamo garantire la trasparenza gestionale dei fondi raccolti durante la Campagna. I nostri donatori, inoltre,

secondo la legge italiana possono usufruire della deducibilità fiscale.

Condividendo i progetti e facendo una donazione alla Bocconi, si sostiene il processo che guida l'innovazione e la crescita economica, con l'obiettivo di contribuire alla costruzione di una società più equa e sostenibile.

Saremo lieti di dialogare con tutti coloro che condividono le nostre aspirazioni. La Campagna offre diverse opportunità per investire nello sviluppo di una delle più prestigiose università in Europa. Vi invitiamo ad approfondire i contenuti della nostra strategia e saremo lieti di avere l'opportunità di esplorare con voi le modalità tramite cui è possibile collaborare alla realizzazione di questo obiettivo.

Insieme, è una sfida possibile.”

L'aspirazione dello scrittore dell'elaborato è dunque quella di vedere dei movimenti verso la creazione di endowment funds anche in Italia. La situazione normativa dovrebbe essere adeguata per permettere lo sviluppo ottimale di questo scenario.

Tuttavia, nell'attesa che un adeguamento normativo prenda corpo, i dipartimenti di economia italiani potrebbero seguire tramite i loro docenti progetti volti alla creazione di fondi d'investimento studenteschi. Lavorare su dei modelli simili a quello presentato in questo lavoro permetterebbe agli studenti di allargare le proprie conoscenze nel mondo pratico della finanza e degli investimenti. Alla conclusione degli studi universitari i ragazzi potrebbero portare al territorio italiano una nuova ricchezza. Infatti, il tessuto socio-imprenditoriale italiano riceve prevalentemente i finanziamenti dal mondo bancario. Uno scenario molto diverso da quello anglosassone dove è molto più comune per piccole e medie imprese arrivare in borsa e ottenere così nuovi fonti di finanziamento dai mercati. Un'apertura verso il mondo finanziario potrebbe dunque beneficiare sia lo studente, che in un futuro breve dovrà muoversi nel mondo del lavoro, sia il tessuto imprenditoriale italiano, che vedrebbe immessa nel sistema una risorsa nuova e importante.

Il modello che è stato presentato ha inoltre colto l'interesse fuori dall'accademia di alcuni membri della Banca Europea degli Investimenti, verso la

quale il candidato dottorando si sta indirizzando per un inizio di collaborazione in virtù delle conoscenze maturate negli anni della ricerca dottorale. La BEI (Banca Europea degli Investimenti) è un'istituzione dell'Unione Europea, perlopiù autofinanziata, che investe miliardi di euro nel continente e anche al di fuori di esso, per sostenere progetti di crescita e sviluppo. È un'istituzione che investe nel lungo termine così come vuole suggerire il modello sviluppato.

- Capitolo V - CONCLUSIONI

5.1 - Considerazioni conclusive

La situazione dell'università italiana allo stato attuale si presenta problematica. Mentre tra i punti di forza si rileva un buon posizionamento tra i paesi OCSE per la qualità della ricerca, i tagli progressivi dei fondi al sistema stanno portando l'università in una situazione difficile. Tra le difficoltà maggiori riscontrate abbiamo la maggior incertezza legata alle prospettive di carriera accademica. Preoccupano l'aumento dei tassi di abbandono e di trasferimento all'estero dei dottori di ricerca e degli assegnisti, i docenti di domani, dovuto all'incertezza retributiva stimata ad un livello peggiore rispetto a quella degli altri paesi OCSE. La carenza di fondi per la ricerca e l'istruzione sta iniziando a farsi sentire più profondamente nel sistema che non riesce più a garantire in maniera eguale il diritto allo studio, con differenze importanti tra le macro-aree italiane. Tutte queste problematiche sono da ricollegarsi alla riduzione dei fondi pubblici dedicati all'istruzione terziaria. Un aggiustamento del sistema in direzione di una maggiore autonomia e responsabilità finanziaria si reputa necessario. Basandosi sul modello degli endowment funds anglo-americani si è proposta una possibile soluzione al problema, portando ad esempio il caso di università americane più piccole di quelle di Sassari e Cagliari che mostrano come si possano coniugare efficienza, stabilità e qualità quando si può fare affidamento su un fondo di dotazione ben gestito. Si è proposto un modello d'investimento long-value per il fondo di dotazione universitario che tenesse conto degli ultimi contributi apportati alla letteratura da diversi premi Nobel nei campi delle scienze finanziarie e comportamentali. L'ulteriore contribuzione di professionisti nella gestione di fondi d'investimento è stata fondamentale per la stesura del modello. Abbiamo mostrato come la strategia value, nelle sue varianti, è stata adottata da decenni con successo dalle migliori università americane e come ha avuto nella storia un illustre esponente in Inghilterra con John Maynard Keynes. Mostrando come alcune delle menti più illustri del XX secolo giungessero alla stessa conclusione riguardo agli investimenti, in alcuni casi anche senza entrare in contatto tra di loro, si è voluto mostrare quanto ancora più importante siano le conclusioni che suggerisce questa ricerca. L'elaborato ha sviluppato un'euristica per la presa di decisioni

d'investimento articolata su tre passaggi (screening, valutazione e decisione) mostrando l'originalità di ciascun punto rispetto al metodo tradizionale, e ha infine presentato le sue critiche alla teoria dominante dei mercati efficienti portando, tra gli altri, il problema psicologico ed emotivo nella finanza alla luce. Gli psicologi hanno da tempo mostrato come gli agenti ricorrono ad euristiche intuitive nel momento che devono affrontare problemi complessi e come tale situazione richieda delle attenzioni particolari. Un modo di ridurre i casi in cui l'individuo è soggetto ai bias cognitivi è di specificare in anticipo un processo decisionale come quello mostrato a cui l'agente dovrà disciplinatamente aderire. Non ci si aspetta che questa ricerca fornisca un metodo di arricchimento veloce e affidabile basandosi sulle inefficienze che sono state segnalate. Ottenere risultati migliori di quelli del mercato richiede non solo conoscenze approfondite dei diversi segmenti e settori ma anche tratti psicologici ed emotivi specifici che permettano al manager di andare contro-corrente, essere paziente e credere nelle proprie analisi anche quando tutto il resto del mercato si comporterà diversamente. Con questo modello si vuole quindi fornire uno strumento in più per la riuscita nella difficile impresa di battere il mercato partendo dal lavoro accademico e professionale dei migliori nei loro rispettivi campi.

- INDICE BIBLIOGRAFICO -

- ADI - Associazione dottorandi e dottori di ricerca italiani. (2016). *VI Indagine ADI su Dottorato e Post-Doc*.
- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*.
- ANVUR. (2016). *Rapporto Biennale Sullo Stato Del Sistema Universitario E Della Ricerca*.
- Archibold, R. C. (2006). Off the Beaten Path.
- Arenson, K. (1998). Q&A. Modest proposal. An Economist asks, does Harvard really need \$15 billion? . *New York Times*.
- Ariely, D. (2008). *Predictably Irrational: The Hidden Forces that Shape Our Decisions*. HarperCollins Publishers.
- Athanassakos, G. (1995). *Equity Valuation. A guide to discounted cash flow and relative valuation methods*. Ivey School of Business.
- Athanassakos, G. (1995). The discounted cash-flow based valuation methodology as tested by a public market transaction.
- Athanassakos, G. (2008). Seasonal Patterns in Canadian Financial Markets and the Impact of Professional Portfolio Rebalancing: Evidence of Profitable Opportunities. *Journal of Financial and Economic*.
- Athanassakos, G. (2009). Value vs. Growth Stock Returns and the Value Premium.
- Athanassakos, G. (2009). Value vs. Growth Stock Returns and the Value Premium. The Canadian Experience 1985-2005. *Canadian journal of administrative sciences*.
- Athanassakos, G. (2011). Do Value Investors Add Value? *The Journal of Investing*.

- Athanassakos, G. (2013). Forward vs. trailing P/E ratios: Which metric has better predictive power when it comes to stock returns. *The Canadian Investment Review*.
- Athanassakos, G. (2013). Separating winners from losers among value and growth stocks in Canada. Another step in the value investing process. *Journal of applied research on accounting and finance*.
- Athanassakos, G. (2014). Seminar On Value Investing And The Search For Value.
- Athanassakos, G. (2014). Separating winners from losers among value and growth stocks in different US exchanges: 1969-2011. *Journal of investment management*.
- Athanassakos, G. (2015). The Scrutinized-firm Effect, Portfolio Rebalancing, Stock Return Seasonality, and the Pervasiveness of the January Effect in Canada.
- Barucci, E., Benassi, M., Donzelli, F., & Turri, M. (2009). *Il sistema universitario italiano: analisi e proposte*.
- Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price to earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*.
- Battini, S. (2011). *La nuova governance delle università*,.
- Biema, V., Benello, & Carlisle. (2016). *Concentrated Investing: Strategies of the World's Greatest Concentrated Value Investors*.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2013). *Investments*. McGraw-Hill.
- Bourguignon, F., & Jong, M. d. (2003). Value versus Growth. *Journal of Portfolio Management*.
- Brandes, C. H. (2004). *Value Investing Today*. McGraw-Hill.
- Bruner, R. (1998). *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*.
- Buffett, W. (1984). The superinvestors of Graham and Doddsville . *Columbia Business School Magazine*.

- Bushee, B. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research*.
- Bushee, B., Bradshaw, M., & Miller, G. (2004). Accounting Choice, Home Bias, and US Investment in Non-US Firms. *Journal of Accounting Research*.
- Capano, G., & Regini, M. (2011). *Tra didattica e ricerca. Quale assetto organizzativo per le università italiane?* CRUI.
- Cassese, S. (2003). *Trattato di diritto amministrativo*.
- Cassidy, J. (2009). *How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities*.
- Chambers, D., & Dimson, E. (2013). John Maynard Keynes, the Investment Innovator.
- Chambers, D., & Dimson, E. (2015). *The British Origins of the US Endowment Model*.
- Chambers, D., Dimson, E., & Foo, J. (2013). Keynes The Stock Market Investor: A Quantitative Analysis.
- Chan, Hamao, & Lakonishok. (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan.
- Chan, L., & Lakonishok, J. (2004). Value and Growth Investing: Review and Update. *Financial Analysts Journal*.
- Cialdini, R. (2007). *Influence: The psychology of persuasion*.
- Clarke, P. (2009). *Keynes: the Twentieth Century's Most Influential Economist*.
- Conover, M. C., Bauman, W. S., & Cox, D. R. (1998). Growth versus Value and Large-Cap versus Small-Cap Stocks in International Markets. *Financial Analysts Journal*.
- Conover, M. C., Bauman, W. S., & Cox, D. R. (2002). Are the Best Small Companies the Best Investments? *Journal of Financial Research*.
- Correa, C. (2014). *DREAM BIG: How the Brazilian Trio behind 3G Capital - Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles and Beto Sicupira - acquired Anheuser-Busch, Burger King and Heinz*.

- Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2008). The Origins of Growth.
- Damodaran, A. (2009). Valuing financial service firms.
- Damodaran, A. (2009). Valuing Emerging Market Companies.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work*.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. Wiley.
- Damodaran, A. (2012). Where is value in "Value Investing"?
- Damodaran, A. (2015). The Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications.
- Dhatt, M. S., Kim, Y. H., & Mukherji, S. (1999). The Value Premium for Small-Capitalization Stocks. *Financial Analysts Journal*.
- Einstein, A. (1949). *The World as I See It*.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*.
- Fama, E. (1976). *Foundations of Finance* .
- Fama, E. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*.
- Fama, E. (2014). Why Small Caps and Value Stocks Outperform.
- Fama, E., & French, K. (1992). The Cross Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*.
- Fama, E., & French, K. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*.
- Fama, E., & French, K. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*.

- Fama, E., & French, K. (1997). Value Versus Growth: The International Evidence.
- Fama, E., & French, K. (1998). The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment.
- Fama, E., & French, K. (2000). The Equity Premium.
- Fama, E., & French, K. (2011). Capital Structure Choices.
- Fama, E., & French, K. (2014). A five-factor asset-pricing model. *Journal of Financial Economics*.
- Fama, E., & Thaler, R. (2016). Are markets efficient? *Chicago Booth Review*.
- Fernandez, P. (2015). Betas used by Professors: a survey with 2,500 answers.
- Gawande, A. (2011). *The Checklist Manifesto: How to Get Things Right*.
- Genuessi, Pellegrini, M., & Molaschi. (2015). *Come cambia la governance*.
- Gigerenzer, G. (1997). Bounded Rationality: Models of Fast and Frugal Inference. *Swiss Journal of Economics and Statistics*.
- Gigerenzer, G., & Gaissmaier, W. (2011). Heuristic Decision Making. *The Annual Review of Psychology*.
- Graham, B. (1949). *The Intelligent Investor*.
- Graham, B. (1973). *The intelligent investor*. Harper Business.
- Graham, B. (1996). *The memoirs of the dean of Wall Street*.
- Graham, B. (2009). *The Intelligent Investor, Rev. Ed.*
- Graham, B., & Dodd, D. (1934). *Security Analysis*.
- Graham, B., & Dodd, D. (1951). *Security Analysis*.
- Greenblatt, J. (2010). *The Little Book That Still Beats the Market*.
- Greenblatt, J. (2014). Return distributions. In H. Marks, *The most important thing*.
- Greenwald, B. (2001). *Value Investing. From Graham to Buffett and beyond*. Wiley.

- Greenwald, B. (2014). Value Investing and the Mis-measures of Modern Portfolio Theory.
- Greenwald, B. (2016). Benjamin Graham's 'Intelligent Investing' Approach: 3 Stocks to Buy. *Forbes* .
- Greenwald, B., & Santos, T. (2016). Value Investing Seminar.
- Greenwood, & Nagel. (2009). *Inexperienced Investors and Bubbles*.
- Griffith, A., & Rask, K. (2007). The Influence of the US News and World Report Collegiate Rankings on the Matriculation Decision of High-Ability Students: 1995–2004. *Economics of Education Review*.
- Hansmann, H. (1990). Why Do Universities Have Endowments? *The Journal of Legal Studies* .
- Harrod, R. F. (1951). The Life of John Maynard Keynes. *The Economic Journal* .
- Johnson, E. (1960). Keynes' Attitude to Compulsory Military Service. *The Economic Journal*(70).
- JP Morgan Asset Management. (2009). Non-normality of Market Returns. A framework for asset allocation decision-making. *CFA Publication*.
- Kacperczyk, M., & Seru, A. (2007). Fund Manager Use of Public Information: New Evidence on Managerial Skills. *Journal of Finance*.
- Kacperczyk, Sialm, & Zheng. (2005). On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds. *Journal of Finance*.
- Kahneman, & Tversky. (1972). Subjective probability: A judgment of representativeness . *Cognitive Psychology*.
- Kahneman, D. (1991). Judgment and decision making: A personal view. *Psychological Science*.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*.

- Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). On the Study of Statistical Intuitions. *Cognition*.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1983). Extensional versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgment. *Psychological Review*.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1986). Rational choice and the framing of decisions. *Journal of Business*.
- Kahneman, D., Tversky, A., & Slovic, P. (1982). Judgment under Uncertainty: Heuristics & Biases. *Cambridge University Press*.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Palgrave Macmillan.
- Klarman, S. (1991). *Margin of Safety*.
- Kochard, & Rittereiser. (2008). *Foundation and endowment investing: Philosophies and strategies of top investors and institutions*.
- Kwag, S. W., & Lee, S. W. (2006). Value Investing and the Business Cycle. *Journal of Financial Planning*.
- Lewellen. (2011). Institutional investors and the limits of arbitrage.
- Lowe, J. (2007). *Damn Right!: Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger*.
- Lowenstein, R. (2000). *The rise and fall of Long-term capital management. When Genius Failed*. Random House.
- Lowenstein, R. (2008). *Buffett: The Making of an American Capitalist*.
- Lu, L. (1990). *Moving the Mountain: My Life in China from the Cultural Revolution to Tiananmen Square*.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*.
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. John Wiley & Sons.
- Markowitz, H. M. (1990). Foundations Of Portfolio Theory. *Nobel Lecture*.

- Marks, H. (2001). Alpha. *Oaktree Capital Memo*.
- Marks, H. (2006). Dare to be great . *Oaktree Capital Memo*.
- Marks, H. (2013). *The most important things*.
- Marks, H. (2014). Dare to be great 2 . *Oaktree Capital Memo*.
- Marks, H. (2014). Risk rvisited. *Oaktree Capital Memo*.
- Massachusetts Institute of Technology . (2016). *Report of the Treasurer*.
Massachusetts Institute of Technology .
- Midiri, F. (2004). *L'istruzione universitaria tra servizio pubblico ed autonomia funzionale*.
- Mini, P. (1995). *Keynes' Investments: Their Relation to the General Theory*.
- Moggridge, D. (1957). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*.
- Moggridge, D. (1992). *Maynard Keynes: An Economist's Biography*.
- Montier, J. (2009). *Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment*. John Wiley & Sons.
- Morningstar. (2005). Morningstar Fund Investor . 13(11).
- National Association of College and University Business Officers. (s.d).
NACUBO. Tratto da <http://www.nacubo.org/>
- Newman. (2005). *Nonprofit essentials: Endowment building* .
- OCSE. (2015). *Education at a glance*.
- OCSE. (2016). *Education at a glance*.
- Otte, M. (2008). *Investieren statt sparen: Wie man mit Aktien ein Vermögen aufbaut*.
- Pabrai, M. (2009). *The Dhandho Investor: The Low-Risk Value Method to High Returns*.
- Partnoy, F. (1999). *FIASCO*.

- Pellegrini, M. (2014). Il ruolo dell'università nella storia. il caso italiano ed il contesto europeo. In S. Paleari, *Il futuro dell'università italiana dopo la riforma*.
- Pompian, M. M. (2012). *Behavioral Finance and Wealth Management – How to Build Investment Strategies That Account For Investor Biases*. John Wiley & Sons.
- Scharfstein, D., & Stein, J. (1990). Herd Behaviour and Investment. *The American Economic Review*.
- Schneider, DiMeo, & Cluck. (1997). *Asset management for endowments and foundations: Improving investment performance and reducing management costs*.
- Schroeder, A. (2008). *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*.
- Shiller, R. (1981). The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency. *Journal of Finance* .
- Shiller, R. (1988). Stock Prices, Earnings and Expected Dividends. *Journal of Finance* .
- Shiller, R. (1992). *Market Volatility*. MIT Press.
- Shiller, R. (1992). Stock Prices and Bond Yields: Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models? *Journal of Monetary Economics* .
- Shiller, R. (1995). Conversation, Information, and Herd Behavior. *American Economic Review*.
- Shiller, R. (1999). Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. In J. Taylor, & M. Woodford, *Handbook of Macroeconomics*,.
- Shiller, R. (2001). Exuberant Reporting. *Harvard International Review*.
- Shiller, R. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*.
- Shiller, R. (2004). Behavioral Finance, Irrational Markets, and the Search for Value. *Greenwich Roundtable Quarterly*.

- Shiller, R. (2004). Figuring out Financial Markets: More Psychology than Economics. (P. Loungani, Intervistatore) IMF Survey.
- Shiller, R. (2006). *Irrational Exuberance* (2nd edition ed.).
- Shiller, R. (2015). *Irrational Exuberance*.
- Shiller, R. (2015). Where to look for value next .
- Shiller, R., & Akerlof, G. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. New Jersey, Princeton University Press.
- Shiller, R., & Campbell, J. (1988). Stock Prices, Earnings and Expected Dividends. *Journal of Finance*.
- Shiller, R., & Kon-Ya, F. (1991). Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: The Case of Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*.
- Skidelsky, R. (1983). *John Maynard Keynes: Hopes Betrayed*.
- Skidelsky, R. (1992). *John Maynard Keynes: The Economist as Saviour*.
- Skidelsky, R. (2000). *John Maynard Keynes: Fighting for Britain*.
- Skidelsky, R. (2005). *John Maynard Keynes: 1883-1946: Economist, Philosopher, Statesman*.
- Skidelsky, R. (2009). *Keynes: the Return of the Master*.
- Smith, V. (2005). *Bargaining and Market Behavior: Essays in Experimental Economics*.
- Smith, V. (2009). Why governments can't stop market crashes . *The Globe and Mail*.
- Smith, V. (2011). Double Bubbles in Assets Markets with Multiple Generations .
- Soros, G. (2007). *The Alchemy of Finance*.
- Springer, & Verlag. (1989). *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets* .

- Stambaugh, Yu, & Yuan. (2012). The short of it: Investor sentiment and anomalies.
- Swensen, D. (2005). *Unconventional success. A fundamental approach to personal investment.*
- Swensen, D. (2009). *Pioneering Portfolio Management.*
- Taleb, N. N. (2010). *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable.*
- Thaler, R. (2011). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics.*
- Tilson, W. (2016). *Berkshire Hathaway Valuation.* Tratto da Kase Capital:
<http://www.tilsonfunds.com/BRK.pdf>
- Tobin, & Brainard. (1968). Pitfalls in Financial Model Building. *American Economic Review.*
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking.*
- Tobin, J. (1974). Endowment Funds. *Papers and Proceedings of the Eighty-sixth Annual Meeting of the American Economic Association.*
- Tobin, J. (1974). What is permanent endowment income? *American Economic Review.*
- Walters. (2006). Long-term forecast for state spending on higher education is gloomy. *The Chronicle of Higher Education, Government and Politics.*
- Wolbrom, J. (2015). *The Relation Between University Endowment Fund Size and University Reputational Rankings.*
- Yale College Undergraduate Admissions database. (2012). *Financial aid budget increasing to \$120 million, supporting commitment to keep Yale College affordable for all.* Tratto da <http://news.yale.edu/2012/03/13/financial-aid-budget-increasing-120-million-supporting-commitment-keep-yale-college-affor>
- Zweig, J. (2016). The Best Investor You've Never Heard Of.

Bibliografia collegata: Robert J. Shiller

Pubblicazioni scientifiche rilevanti per questo elaborato di ricerca ma non menzionate direttamente nel rapporto. Non contiene l'indice intero delle pubblicazioni del dottor Shiller.

2014

“Speculative Asset Prices,” *American Economic Review* (June 2014), 104(6): 1486-1517 [CFP 1424]

2013

“Capitalism and Financial Innovation,” *Financial Analysts Journal* (January/February 2013), 69(1)

2011

“Economists as Worldly Philosophers” (with Virginia M. Shiller), *American Economic Review, Papers and Proceedings* (May 2011), 103(3): 171-175

“Spotting Bubbles,” *The International Economy* (Spring 2011), 34-35

2010

“Crisis and Innovation,” *The Journal of Portfolio Management* (Spring 2010), 36(3): 14-19

“Encouraging Saving: Lessons for Developed and Developing Countries,” *Yale Journal of International Affairs* (Winter 2010), 5(1): 153-156

2006

“Irrational Exuberance Revisited.” CFA Institute Conference Proceedings Quarterly (September 2006), 23(3): 16-25. Also in Rodney N. Sullivan and Jeffrey Diermeier, eds., *Global Perspectives on Investment Management*, CFA Institute, 2006

“Tools for Financial Innovations: Neoclassical versus Behavioral Finance,” *The Financial Review* (2006), 41: 1-8 [CFP 1180]

2005

“Behavioral Economics and Institutional Innovation,” *Southern Economic Journal* (2005), 72(2): 269-283 [CFP 1150]

“Distinguished Guest Lecture: Behavioral Economics and Institutional Innovation,” *Southern Economic Journal* (2005), 72(2): 269-283

“Valuation Ratios and the Long Run Stock Market Outlook: An Update” (with John Y. Campbell), in Richard H. Thaler, *Advances in Behavioral Finance II*, Princeton: Princeton University Press, 2005. [CFDP 1295]

2003

“From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance,” *Journal of Economic Perspectives* (2003), 17(1) [CFP 1055]

2002

“Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion,” *Financial Analysts Journal* (May/June 2002), 58(3): 18–26; reprinted in *The ICFAI Journal of Behavioral Finance* (India) (September 2004), 1(3): 7–17. [CFDP 1303]

2001

“Exuberant Reporting.” *Harvard International Review* (Spring 2001), 23(1): 60-65

2000

“The Significance of the Market Portfolio” (with Stefano G. Athanasoulis), *The Review of Financial Studies* (Summer 2000), 13(2): 301–329. [CFP 997]

1999

“Human Behavior and the Efficiency of the Financial System,” in J.B. Taylor and M. Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, pp.1305–40, 1999. [CFP 1025]

1998

“Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook” (with John Y. Campbell), *Journal of Portfolio Management* (Winter 1998), 24(2):11–26.

1997

“Expanding the Scope of Individual Risk Management: Moral Hazard and Other Behavioral Considerations,” *Economic Notes* (1997), 26(2): 361–78. [CFDP 1145]

1996

“Speculative Booms and Crashes,” Henry B. Thornton Lecture, City University, London, 1989, in Forrest Capie and Geoffrey E. Wood (eds.), *Monetary Economics in the 1990s.*, Macmillan, 1996, pp. 58–74.

“Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection” (with Fumiko Kon-Ya and Yoshiro Tsutsui), *Review of Economics and Statistics* (1996), 78: 156–64. [CFDP 1012, CFP 922]

1995

“Conversation, Information, and Herd Behavior,” *American Economic Review* (1995), 85(2): 181–85. [CFDP 1092 & CFP 909]

“Speculative Behavior and the Functioning of Risk Markets,” *Moneda y Crédito* (1995).

1992

“Volatility in U.S. and Japanese Stock Markets,” *Journal of Applied Corporate Finance* (1992), 5(1): 25–29. Excerpt reprinted in Stephen Lofthouse (ed.), *Readings in Investments*, Wiley, Chichester, 1994, pp. 315–318.

1991

“Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: The Case of Japan” (with Fumiko Kon-Ya and Yoshiro Tsutsui), *Journal of the Japanese and International Economies* (1991), 5: 1–13, 1991.

“The Significance of the Growth of Institutional Investing,” in *New York Stock Exchange, Institutional Investor Fact Book 1991*, New York, pp. 21–26.

“Yield Spreads and Interest Rate Movements: A Bird’s Eye View” (with John Y. Campbell), *Review of Economic Studies* (1991), 58: 495–514.

1990

“Cointegration and Tests of Present Value Models,” (with John Campbell), *Journal of Political Economy* (1987), 95: 1062–1088. Reprinted in R.F. Engle and C.W.J. Granger, eds., *Long-Run Economic Relationships*. Oxford University Press, 1991. [CFDP 785]

“Market Volatility and Investor Behavior,” *American Economic Review, Papers and Proceedings* (1990), 80(2): 58–62.

“Speculative Prices and Popular Models,” *Journal of Economic Perspectives* (Spring 1990), 4(2): 55–65.

1989

“Causes of Changing Financial Market Volatility,” in *Financial Market Volatility*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1988, pp. 1–22.

“The Dividend Ratio Model and Small Sample Bias: A Monte Carlo Study” (with John Campbell), *Economics Letters* (1989), 29: 325–331.

“The Dividend–Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors,” (with John Campbell), *Review of Financial Studies* (1988), 1(3): 195–228. [CFDP 812]

“The Efficiency of the Market for Single Family Homes” (with Karl E. Case), *American Economic Review* (March 1989), 79(1): 125–37. Reprinted in John M. Quigley, ed., *The Economics of Housing*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, 1997.

1987

“Are Institutional Investors Speculators?” *Journal of Portfolio Management* (1987), 13(3): 46–52.

“Expectations,” in John Eatwell, Murray Milgate and Peter Newman (eds.), *The New Palgrave*, New York: Stockton Press, 1987.

“Fashions, Fads and Bubbles in Financial Markets,” in Jack Coffee, ed., *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*. Oxford University Press, 1987.

1985

“Testing the Random Walk Hypothesis: Power Versus Frequency of Observation” (with Pierre Perron), *Economics Letters* (1985), 18: 381–386. [CFDP 732]

1981

“The Determinants of the Variability of Stock Market Prices” (with Sanford Grossman), *American Economic Review* (1981), 71: 222–227.

“Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?”, *American Economic Review* (June 1981), 71(3): 421–436. Reprinted in Paul Whitely, ed., *Economic Policy*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Ltd., 1996, and in *The History of Management Thought*, Aldershot Hants, UK: Dartmouth Publishing Company, 1997.

“The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency,” *Journal of Finance* (1981), 36: 291–304.

1978

“Rational Expectations and the Dynamic Structure of Macroeconomic Models: A Critical Review,” *Journal of Monetary Economics* (1978), 4: 1–44.

Appendice I

U.S. and Canadian Institutions Listed by Fiscal Year 2015 Endowment Market Value.

Rank	Institution	2015 Endowment Funds (\$000s)
1	Harvard University	36.448.817
2	Yale University	25.572.100
3	The University of Texas System	24.083.150
4	Princeton University	22.723.473
5	Stanford University	22.222.957
6	Massachusetts Institute of Technology	13.474.743
7	The Texas A&M University System and Foundations	10.477.102
8	Northwestern University	10.193.037
9	University of Pennsylvania	10.133.569
10	University of Michigan	9.952.113
11	Columbia University	9.639.065
12	University of Notre Dame	8,566,952
13	University of California	7.997.099
14	The University of Chicago	7,549,710
15	Duke University	7,296,545
16	Washington University in St. Louis	6,818,748
17	Emory University	6,684,305
18	University of Virginia	6,180,515
19	Cornell University	6,037,546
20	Rice University	5,557,479
21	University of Southern California	4,709,511
22	Dartmouth College	4,663,491
23	Vanderbilt University	4,133,542
24	The Pennsylvania State University	3,635,730
25	The Ohio State University	3,633,887
26	University of Pittsburgh	3,588,775
27	New York University	3,576,180

28	Johns Hopkins University	3,412,617
29	University of Minnesota & Foundations ⁱⁱ	3,297,460
30	University of Washington	3,076,226
31	Brown University	3,073,349
32	University of North Carolina at Chapel Hill & Foundations	2,988,806
33	University of Wisconsin Foundation	2,465,051
34	Purdue University	2,397,902
35	Williams College	2,395,100
36	University of Illinois & Foundation ⁱⁱⁱ	2,388,469
37	University of Richmond	2,371,810
38	Michigan State University	2,274,813
39	Boston College	2,219,600
40	California Institute of Technology	2,198,887
41	Amherst College	2,193,511
42	Pomona College	2,098,704
43	University of Rochester	2,050,199
44	The Rockefeller University	1,987,027
45	Indiana University & Foundations	1,974,215
46	The UCLA Foundation	1,864,605
47	Georgia Institute of Technology & Related Foundations	1,858,977
48	Wellesley College	1,853,503
49	Swarthmore College	1,845,799
50	Grinnell College	1,787,775
51	Smith College	1,781,763
52	Case Western Reserve University	1,775,999
53	Carnegie Mellon University ^{iv}	1,739,474
54	University of Toronto [#]	1,726,051
55	Boston University	1,644,117
56	Virginia Commonwealth University	1,638,147
57	The George Washington University	1,616,357
58	Tufts University	1,593,019
59	University of Florida Foundation, Inc.	1,555,703
60	University of Nebraska	1,538,071

61	Georgetown University	1,528,869
62	University of Oklahoma	1,523,024
63	Texas Christian University	1,514,296
64	Southern Methodist University	1,505,296
65	The Kansas University Endowment Association	1,500,402
66	University of Missouri System	1,476,959
67	Washington and Lee University	1,471,274
68	Bowdoin College	1,392,760
69	University of Delaware	1,341,373
70	University of Iowa & Foundation	1,263,043
71	University of Alabama System	1,238,954
72	Tulane University	1,220,464
73	Lehigh University	1,213,207
74	University of Cincinnati	1,195,899
75	Trinity University	1,185,370
76	Texas Tech University System	1,178,300
77	Baylor University	1,168,242
78	Wake Forest University	1,167,400
79	University of British Columbia [#]	1,167,044
80	Syracuse University	1,166,109

Original data:

<http://www.nacubo.org/Research/NACUBO-Commonfund Study of Endowments/Public NCSE Tables/Total Market Value of Endowments.html>

Appendice II

Le performance nell'arco di diversi decenni ottenute dai manager della scuola Graham e Dodd:

Warren Buffett Partnership (1° fase) (lunghezza performance = 11 anni)

Table 3 • Buffett Partnership, Ltd.			
Year	Overall Results From Dow (%)	Partnership Results (%)	Limited Partners' Results (%)
1957	- 8.4	10.4	9.3
1958	38.5	40.9	32.2
1959	20.0	25.9	20.9
1960	- 6.2	22.8	18.6
1961	22.4	45.9	35.9
1962	- 7.6	13.9	11.9
1963	20.6	38.7	30.5
1964	18.7	27.8	22.3
1965	14.2	47.2	36.9
1966	- 15.6	20.4	16.8
1967	19.0	35.9	28.4
1968	7.7	58.8	45.6
1969	- 11.6	6.8	6.6
On a cumulative or compounded basis, the results are:			
1957	- 8.4	10.4	9.3
1957-58	26.9	55.6	44.5
1957-59	52.3	95.9	74.7
1957-60	42.9	140.6	107.2
1957-61	74.9	251.0	181.6
1957-62	61.6	299.8	215.1
1957-63	94.9	454.5	311.2
1957-64	131.3	608.7	402.9
1957-65	164.1	943.2	588.5
1957-66	122.9	1156.0	704.2
1957-67	165.3	1606.9	932.6
1957-68	185.7	2610.6	1403.5
1957-69	152.6	2794.9	1502.7
Annual Compounded Rate	7.4	29.5	23.8

source: The Superinvestors of Graham-and-Doddsville

Performance annuale Buffett Partnership			
Year	Dow Jones	Partnership	Ltd Partners
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1958	38.5%	40.9%	32.2%
1959	20.0%	25.9%	20.9%
1960	-6.2%	22.8%	18.6%
1961	22.4%	45.9%	35.9%
1962	-7.6%	13.9%	11.9%
1963	20.6%	38.7%	30.5%
1964	18.7%	27.8%	22.3%
1965	14.2%	47.2%	36.9%
1966	-15.6%	20.4%	16.8%
1967	19.0%	35.9%	28.4%
1968	7.7%	58.8%	45.6%

Performance su base cumulata e composta			
Year	Dow Jones	Partnership	Ltd Partners
1957	-8.4%	10.4%	9.3%
1957-58	26.9%	55.6%	44.5%
1957-59	52.3%	95.9%	74.7%
1957-60	42.9%	140.6%	107.2%
1957-61	74.9%	251.0%	181.6%
1957-62	61.6%	299.0%	215.1%
1957-63	94.9%	454.5%	311.2%
1957-64	131.3%	608.7%	402.9%
1957-65	164.1%	943.2%	588.5%
1957-66	122.9%	1156.0%	704.2%
1957-67	165.3%	1606.9%	932.6%
1957-68	185.7%	2610.6%	1403.5%
Compound Rate	9.1%	31.6%	25.3%

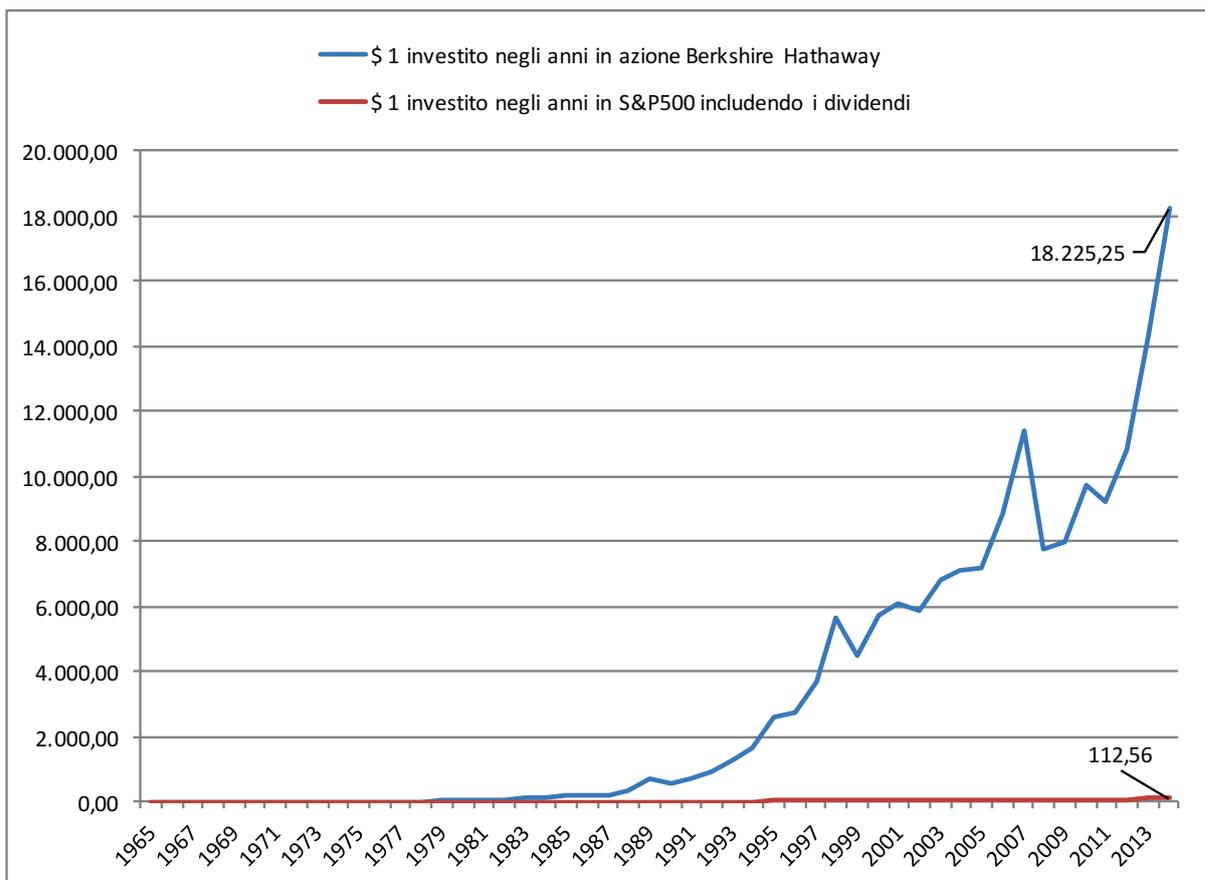
Warren Buffett – Berkshire Hathaway (2° fase)		
(lunghezza performance = 50 anni)		
\$ 1 investito negli anni in azione Berkshire Hathaway	Anno	\$ 1 investito negli anni in S&P500 includendo i dividendi
1		1
1.5	1965	1.1
1.44	1966	0.97
1.64	1967	1.27
2.91	1968	1.41
3.47	1969	1.29
3.31	1970	1.34
5.98	1971	1.54
6.47	1972	1.83
6.3	1973	1.56
3.23	1974	1.15
3.31	1975	1.57
7.6	1976	1.95
11.16	1977	1.8
12.78	1978	1.92
25.87	1979	2.27
34.36	1980	3
45.29	1981	2.85
62.67	1982	3.46
105.92	1983	4.23
103.06	1984	4.49
199.63	1985	5.91
227.97	1986	7.01
238.46	1987	7.37
379.87	1988	8.59
701.24	1989	11.31
539.25	1990	10.96
731.23	1991	14.31
949.13	1992	15.39
1,318.34	1993	16.95
1,647.93	1994	17.17
2,593.84	1995	23.62
2,754.66	1996	29.06
3,716.04	1997	38.76
5,655.81	1998	49.85
4,530.30	1999	60.32
5,735.37	2000	54.83
6,108.16	2001	48.3
5,876.05	2002	37.63
6,804.47	2003	48.43
7,097.06	2004	53.71
7,153.84	2005	56.34
8,877.91	2006	65.24
11,425.88	2007	68.83
7,792.45	2008	43.36
8,002.84	2009	54.85
9,715.45	2010	63.13
9,258.83	2011	64.46
10,814.31	2012	74.77
14,350.59	2013	99
18,225.25	2014	112.56

“Fo

me”

Berkshire Hathaway vs S&P500	Δ% Valore contabile azione Berkshire Hathaway	Δ% Valore mercato azione Berkshire Hathaway	Δ% S&P500 reinvestendo dividendi
Rendimento annuo composto (1965-2014)	19.4%	21.6%	9.9%
Rendimento totale (1964-2014)	751,113%	1,826,163%	11,196%

Warren Buffett (2° fase) – Berkshire Hathaway
(lunghezza performance = 50 anni)



Walter Schloss
(lunghezza performance fino a 1984 = 28 anni)

Table 1 • Walter J. Schloss

Year	S&P Overall Gain, Including Dividends (%)	WJS Ltd Partners Overall Gain per year (%)	WJS Partnership Overall Gain per year (%)	
1956	7.5	5.1	6.8	Standard & Poor's 28 1/4 year compounded gain
1957	-10.5	- 4.7	- 4.7	
1958	42.1	42.1	54.6	WJS Limited Partners 28 1/4 year compounded gain
1959	12.7	17.5	23.3	
1960	- 1.6	7.0	9.3	WJS Partnership 28 1/4 year compounded gain
1961	26.4	21.6	28.8	
1962	-10.2	8.3	11.1	Standard & Poor's 28 1/4 year annual compounded rate
1963	23.3	15.1	20.1	
1964	16.5	17.1	22.8	WJS Limited Partners 28 1/4 year annual compounded rate
1965	13.1	26.8	35.7	
1966	-10.4	0.5	0.7	WJS Partnership 28 1/4 year annual compounded rate
1967	26.8	25.8	34.4	
1968	10.6	26.6	35.5	
1969	- 7.5	-9.0	-9.0	
1970	2.4	- 8.2	- 8.2	
1971	14.9	25.5	28.3	
1972	19.8	11.6	15.5	
1973	-14.8	- 8.0	- 8.0	
1974	-26.6	- 6.2	- 6.2	
1975	36.9	42.7	52.2	
1976	22.4	29.4	39.2	
1977	- 8.6	25.8	34.4	
1978	7.0	36.6	48.8	
1979	17.6	29.8	39.7	
1980	32.1	23.3	31.1	
1981	- 6.7	18.4	24.5	
1982	20.2	24.1	32.1	
1983	22.8	38.4	51.2	
1984 1st Qtr.	- 2.3	0.8	1.1	

During the history of the Partnership it has owned over 800 issues and, at most times, has had at least 100 positions. Present assets under management approximate \$45 million.

Dati provenienti da "The superinvestors of Graham and Doddsville" (Buffett, 1984)

Comparison of the Investment Return of the Sequoia Fund (from inception) vs. the Standard & Poor's 500		
Average annual total return:	14.34%	10.65%
Change for the entire period:	42586%	9608%
Period Ending	Sequoia Fund	S&P 500
09/30/2015	1.97%	-5.29%
12/31/2014	7.56%	13.69%
12/31/2013	34.58%	32.39%
12/31/2012	15.68%	16.00%
12/31/2011	13.19%	2.11%
12/31/2010	19.50%	15.06%
12/31/2009	15.38%	26.46%
12/31/2008	-27.03%	-37.00%
12/31/2007	8.40%	5.49%
12/31/2006	8.34%	15.80%
12/31/2005	7.78%	4.91%
12/31/2004	4.66%	10.88%
12/31/2003	17.12%	28.69%
12/31/2002	-2.64%	-22.10%
12/31/2001	10.52%	-11.89%
12/31/2000	20.06%	-9.10%
12/31/1999	-16.54%	21.04%
12/31/1998	35.25%	28.57%
12/31/1997	43.20%	33.34%
12/31/1996	21.74%	22.99%
12/31/1995	41.38%	37.53%
12/31/1994	3.34%	1.30%
12/31/1993	10.78%	10.06%
12/31/1992	9.36%	7.62%
12/31/1991	40.00%	30.45%
12/31/1990	-3.80%	-3.14%
12/31/1989	27.91%	31.65%
12/31/1988	11.05%	16.57%
12/31/1987	7.40%	5.22%
12/31/1986	13.38%	18.70%
12/31/1985	27.95%	31.76%
12/31/1984	18.50%	6.26%
12/31/1983	27.31%	22.56%
12/31/1982	31.12%	21.59%
12/31/1981	21.49%	-4.93%
12/31/1980	12.66%	32.51%
12/31/1979	12.05%	18.63%
12/31/1978	23.93%	6.51%
12/31/1977	19.88%	-7.20%
12/31/1976	72.37%	23.96%
12/31/1975	61.84%	37.30%
12/31/1974	-15.48%	-26.52%
12/31/1973	-24.80%	-14.72%
12/31/1972	3.61%	18.98%
12/31/1971	13.64%	14.29%
12/31/70*	12.11%	20.60%
Includes dividends, and in the case of the Sequoia Fund, capital gains distributions as if reinvested.		

* From July 15, 1970

Sequoia Fund
(lunghezza performance = 45 anni)

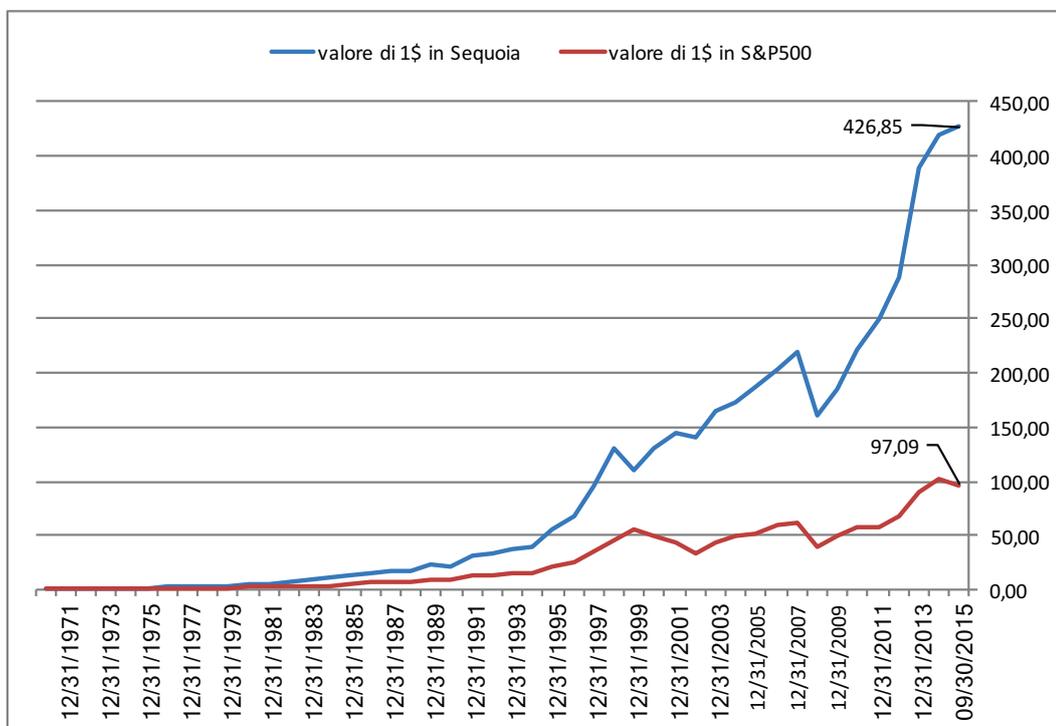
valore di 1\$ in Sequoia	valore di 1\$ in S&P500
426.85	97.09
418.60	102.51
389.18	90.17
289.18	68.11
249.98	58.71
220.85	57.50
184.81	49.97
160.18	39.52
219.51	62.73
202.50	59.46
186.91	51.35
173.42	48.95
165.70	44.14
141.48	34.30
145.32	44.03
131.48	49.98
109.51	54.98
131.22	45.42
97.02	35.33
67.75	26.50
55.65	21.54
39.36	15.66
38.09	15.46
34.38	14.05
31.44	13.05
22.46	10.01
23.35	10.33
18.25	7.85
16.44	6.73
15.30	6.40
13.50	5.39
10.55	4.09
8.90	3.85
6.99	3.14
5.33	2.58
4.39	2.72
3.90	2.05
3.48	1.73
2.81	1.62
2.34	1.75
1.36	1.41
0.84	1.03
0.99	1.40
1.32	1.64
1.27	1.38
1.12	1.21

1

1

stità italiane”

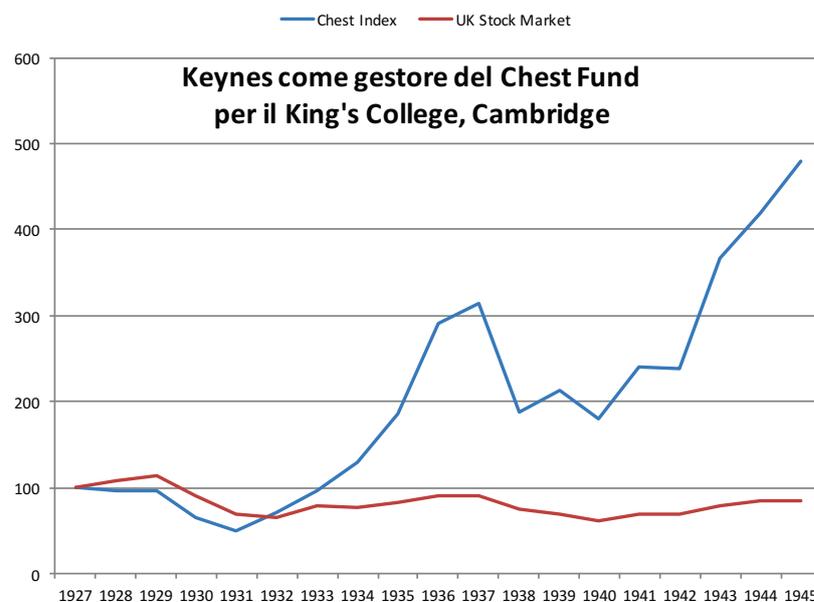
Sequoia Fund
(lunghezza performance = 45 anni)



John Maynard Keynes - King's College
(lunghezza performance qua riportata = 19 anni)

Riportiamo i dati per Keynes perché, sebbene non essendo stato un allievo di Graham e Dodd, il suo stile d'investimento è comparabile a quello Value a lungo termine proprio della scuola Graham & Dodd.

Year	Chest Index	UK Stock Market
1927	100	100
1928	96.6	107.9
1929	97.4	115
1930	65.8	91.7
1931	49.6	68.8
1932	71.8	64.8
1933	97	78.7
1934	129.1	78.1
1935	186.3	82.3
1936	290.6	90.7
1937	315.4	90.2
1938	188.9	75.7
1939	213.2	70.2
1940	179.9	61.2
1941	240.2	68.8
1942	238	69.4
1943	366.2	80.2
1944	419.3	84.5
1945	480.3	85.2



Appendice III

Screening DATABASE utilizzati:

BLOOMBERG: database internazionale molto vasto. Ben fornito per quanto riguarda dati e strumenti analitici, tra cui dati su equity, reddito fisso e derivati. Interfaccia semplice da usare. Non possibile esportazione dei dati.

DATASTREAM: database internazionale ben fornito ma con meno strumenti per ricerche analitiche rispetto a bloomberg. Interfaccia più complessa ma possibilità di download dei database su excel.

STANDARD E POOR: disponibilità ampia di report finanziari e di statistiche sulle negoziazioni dei titoli. Include dati su reddito fisso e permette scaricamento su excel.

MERGENT ONLINE: contiene rapporti internazionali di società e altri documenti inviati dalle società quotate alle authority di competenza. Contiene inoltre rapporti per ogni settore utili per l'analisi della competizione in ogni area. Possibilità di scaricamento su excel.

INVESTEXT: database internazionale contenente i rapporti degli analisti e specifici di diversi settori.

MORNINGSTAR: tracker di portafogli molto famoso. Permette di determinare quanto sia stato allocato bene il portafoglio nelle diverse aree geografiche, settori e stili (value vs growth)

INVESTOR.REUTERS.CA: utile per identificare azioni il cui rating è stato abbassato e fornisce informazioni su vendite istituzionali e short selling dove possono crearsi delle nicchie opportunistiche.

GURUFOCUS & COATTAILINVESTOR.COM: permette di seguire gli acquisti e le vendite dei più famosi managers mondiali tra cui Warren Buffett, George Soros o altre società d'investimento più piccole che generano buoni rendimenti.

I database istituzionali ufficiali utilizzati sono stati:

EDGAR: database contenente tutti i documenti inviati dalle società USA alla SEC

SEDAR: database contenente tutti i documenti inviati dalle società CANADESI all'autorità di vigilanza.

Athanassakos' criterias + Damodaran's multi-step screening method for Value

Source: Reuters, FINECO

Date 05/03/2015

Screening Criteria (1st pass)

Company Type: Public Company

Geographic Locations: Italy

trailing P/E ≤ 13

Market cap: small – medium – large

Sector: Industrials, Cyclical Consumer Goods & Services, Non-Cyclical Consumer Goods & Services, Financials, Technology, Telecommunications Services

Industry: Aerospace & Defense, Industrial Machinery & Equipment, Construction & Agricultural Machinery, Electrical Components & Equipment, Heavy Electrical Equipment, Construction – Supplies & Fixtures, Engineering & Construction, Diversified Trading & Distributing, Environmental Services, Commercial Printing Services, Commercial Services & Supplies, Industrial Conglomerates, Marine Transportation, Marine Port Services, Rails & Roads – Passengers, Rails & Roads – Freights, Highways & Railtracks, Auto & Truck Manufacturers, Auto / Truck / Motorcycle Parts, Tires & Rubber Products, Homebuilding, Consumer Electronics, Appliances, Tools & Housewares, Home Furnishing, Leisure Products, Textiles & Leather Goods, Apparel & Accessories,

Footwear, Hotels, Motels & Cruise Lines, Restaurants, Casinos & Gaming, Leisure & Recreation, Advertising / Marketing, Broadcasting, Entertainment Production, Publishing, Media Diversified, Retail – Department Stores, Retail – Discount Stores, Retail – Catalog & Internet Order, Retail – Apparel & Accessories, Retail – Computers & Electronics, Retail – Specialty, Beverages – Brewers, Beverages – Distillers & Wineries, Beverages – Non-Alcoholic, Fishing & Farming, Food Processing, Tobacco, Household Products, Personal Products, Personal Services, Retail – Drugs, Food Distribution & Convenience Stores, Banks, Consumer Financial Services, Investment Services, Financials – Specialty, Financial Services – Diversified, Insurance – Multiline, Insurance – Property & Casualty, Insurance – Life & Health, Reinsurance, Real Estate Operations, REIT – Residential & Commercial, Investment Trusts, Office Equipment, Integrated Telecommunications Services, Wireless Telecommunications Services

1st pass, Specifics :

sorted low to high trailing P/E (no enterprise value multiple inserted)

Energy, basic materials and utilities* excluded

Utilities: natural gas, electric, multiline, water & others

not screened for Operational risk and liquidity risk (yes Damodaran, no George)

Define circle of competence on 2nd pass (George's 2nd)

Screen for financial risk on 3rd step (George's 3rd)

$N \geq 30$, no LSN biases due to sample size

*Dottorato in Diritto ed Economia dei Sistemi Produttivi - Indirizzo Economico
XXVIII Ciclo
Università degli Studi Di Sassari*

n.	Name	Ticker	Country	Market Cap	Price/Earnings	Sector	Industry
1	Investmnt Prtcpzn S.p.A.	SII.MI	Italy	2.87M EUR	0.38	Financials	Investment Trusts
2	Investimenti e Sviluppo S.p.A.	IES.MI	Italy	3.18M EUR	1.03	Financials	Investment Trusts
3	Rai Way SpA	RWAY.MI	Italy	1.19B EUR	3.05	Telecommunications Services	Integrated Telecommunications Services
4	First Capital SpA	FICP.MI	Italy	24.77M EUR	5.62	Financials	Investment
5	UnipolSai Assicurazioni SpA	US.MI	Italy	6.96B EUR	6.73	Financials	Insurance - Property & Casualty
6	UnipolSai Assicurazioni SpA	UStah.MI	Italy	6.96B EUR	6.73	Financials	Insurance - Property & Casualty
7	Vianini Lavori S.p.A.	VIAI.MI	Italy	254.09M EUR	7.23	Industrials	Engineering & Construction
8	Methorios Capital SpA	MTHC.MI	Italy	68.05M EUR	7.39	Financials	Investment Services
9	Alba Private Equity SpA	ALPE.MI	Italy	29.26M EUR	7.97	Financials	Investment Services
10	Trevi-Finanziaria Industriale SpA	TFI.MI	Italy	428.44M EUR	8.78	Industrials	Engineering & Construction
11	Vittoria Assicurazioni SpA	VITI.MI	Italy	653.58M EUR	9.09	Financials	Insurance - Property & Casualty
12	Bialetti Industrie S.p.A.	BIA.MI	Italy	41.63M EUR	9.12	Cyclical Consumer Goods	Appliances, Tools & Housewares
13	Banco di Desio e della Brianza SpA	DESI.MI	Italy	406.76M EUR	9.30	Financials	Financial Services - Diversified
14	Muenchener Rueckversicherungs-Ges. AG	MUV2.MI	Italy	30.25B EUR	9.56	Financials	Reinsurance
15	Muenchener Rueckversicherungs-Ges. AG	MUV2tah.MI	Italy	30.25B EUR	9.56	Financials	Reinsurance
16	Societa Cattolica di Assicurazione	CASS.MI	Italy	1.33B EUR	9.89	Financials	Insurance - Life & Health
17	CSP International Fashion Group S.p.A.	CSP.MI	Italy	57.87M EUR	9.92	Cyclical Consumer Goods	Apparel & Accessories
18	Banca IFIS SpA	IF.MI	Italy	987.43M EUR	9.98	Financials	Consumer Financial Services
19	Danieli & C Officine Meccaniche S.p.A.	DANI.MI	Italy	1.56B EUR	10.34	Industrials	Industrial Machinery & Equipment
20	Servizi Italia SpA	SERIT.MI	Italy	142.00M EUR	10.66	Industrials	Commercial Services & Supplies
21	ASTM SpA	ATMI.MI	Italy	1.12B EUR	10.72	Industrials	Highways & Railtracks
22	Allianz SE	ALV.MI	Italy	69.74B EUR	11.28	Financials	Insurance - Multiline
23	Allianz SE	ALVtah.MI	Italy	69.74B EUR	11.28	Financials	Insurance - Multiline
24	Axa SA	AXA.MI	Italy	55.46B EUR	11.66	Financials	Insurance - Life & Health
25	Axa SA	AXAtah.MI	Italy	55.46B EUR	11.66	Financials	Insurance - Life & Health
26	Leone Film Group SpA	LFG.MI	Italy	42.28M EUR	11.69	Cyclical Consumer Goods	Entertainment Production
27	Bayerische Motoren Werke AG	BMW.MI	Italy	68.33B EUR	12.01	Cyclical Consumer Goods	Auto & Truck Manufacturers
28	Bayerische Motoren Werke AG	BMWtah.MI	Italy	68.33B EUR	12.01	Cyclical Consumer Goods	Auto & Truck Manufacturers
29	CNH Industrial NV	CNHItah.MI	Italy	10.61B EUR	12.97	Industrials	Construction & Agricultural Machinery
30	CNH Industrial NV	CNHI.MI	Italy	10.61B EUR	12.97	Industrials	Construction & Agricultural Machinery

2nd pass, Specifics:

“Cleaned from “Financial””.
Financials Banks
Consumer Financial Services
Investment Services
Financials – Specialty
Financial Services – Diversified
Insurance – Multiline
Insurance – Property & Casualty
Insurance – Life & Health
Reinsurance
Real Estate Operations
REIT – Residential & Commercial
Investment Trusts”

Mkt cap > 350M (medium – large, specific for italy)
Price / Book $\leq 1,2$ (George equity multiple, FINECO data)
Price / tangible Book $\leq 1,4$ (Damodaran, FINECO data)

NEEDS 3rd STEP (CLEANING FOR FINANCIAL RISK)

Athanassakos: sort out high leveraged companies, etc (Financial Risk continues in valuation) then proceed to valuation.

Damodaran for value: define sector specific measure. Breakdown of risks needed.

Use Enterprise value multiple in last pass screening.

n.	Name	Ticker	Country	Market Cap	Price/Earnings	Price/Book	Sector	Industry
1	Rai Way SpA	RWAY.MI	Italy	1.19B EUR	3.05	7,729	Telecommunications Services	Integrated Telecommunications
2	Vianini Lavori S.p.A.	VIAI.MI	Italy	254.09M EUR	7.23	0,3852	Industrials	Engineering & Construction
4	Trevi-Finanziaria Industriale SpA	TFI.MI	Italy	428.44M EUR	8.78	0,6604	Industrials	Engineering & Construction
5	Bialetti Industrie S.p.A.	BIA.MI	Italy	41.63M EUR	9.12	7,2523	Cyclical Consumer Goods & Services	Appliances, Tools & Housewares
6	CSP International Fashion Group S.p.A.	CSP.MI	Italy	57.87M EUR	9.92	0,8243	Cyclical Consumer Goods & Services	Apparel & Accessories
7	Danielli & C Officine Meccaniche S.p.A.	DANI.MI	Italy	1.56B EUR	10.34	1,0462	Industrials	Industrial Machinery & Equipment
8	Servizi Italia SpA	SERIT.MI	Italy	142.00M EUR	10.66	1,2806	Industrials	Commercial Services & Support
9	ASTM SpA	ATMI.MI	Italy	1.12B EUR	10.72	0,7069	Industrials	Highways & Railroads
10	Leone Film Group SpA	LFG.MI	Italy	42.28M EUR	11.69	1,3097	Cyclical Consumer Goods & Services	Entertainment
11	Bayerische Motoren Werke AG	BMW.MI	Italy	68.33B EUR	12.01	1,7	Cyclical Consumer Goods & Services	Auto & Truck Manufacturers
12	Bayerische Motoren Werke AG	BMWtah.MI	Italy	68.33B EUR	12.01	1,7	Cyclical Consumer Goods & Services	Auto & Truck Manufacturers
13	CNH Industrial NV	CNHItah.MI	Italy	10.61B EUR	12.97	2,0572	Industrials	Construction & Agricultural Machinery
14	CNH Industrial NV	CNHI.MI	Italy	10.61B EUR	12.97	2,0572	Industrials	Construction & Agricultural Machinery

Appendice IV

Presentazione di un caso: METKA (aprile 2015) SCREENING

Preliminary Check				
Stock Price	€	8.68		
CHEAP	YES			
P/E	4.30		EV/EBIT	1.20
P/B	0.89			
SIZE	MID CAP			
Market Cap (M)	€	450.93		
OBSCURE	YES			
HATED	YES		<u>Greek Company</u>	
COMPETITIVE ADV	NO			
CONCLUSION:	Yes		Next step: Analysis of the company.	

NET ASSET VALUE calcolato per METKA (aprile 2015)

	2014	2013	2012 ADJUSTED	Comment
000 Eur				
Non-current assets	€ 131,521	€ 101,019	€ 79,643	
Tangible Assets	€ 49,400	€ 54,161	€ 57,541	€ 178,706 See "PPE" Tab for details
Goodwill	€ 1,831	€ 1,831	€ 1,831	Not taken into account
Intangible Assets	€ 4	€ 23	€ 30	Book value
Investments in Subsidiary Companies	€ -	€ -	€ -	
Investments in Associate Companies	€ 501	€ 567	€ 2,157	€ 501 Book Value
Other Investments				
Deferred Tax receivables	€ 1,513	€ 7,317	€ 6,476	€ 1,362 Book Value x 0.9
Financial Assets Available for sale	€ 31	€ 32	€ 32	€ 23 AT Book Value
Other Long Term receivables	€ 78,241	€ 37,088	€ 11,576	€ 78,241 Book value
Operating Leases				€ 6,301 See "Operating Leases" tab for detail
Hidden Assets				€ 22,069 See "Hidden Assets" tab for details
Current Assets	€ 750,063	€ 689,272	€ 683,593	€ 752,463
Total Stock	€ 50,562	€ 31,456	€ 37,358	€ 51,562 Book Value +Provision
Trade and other Receivables	€ 305,686	€ 433,259	€ 451,996	€ 307,705 Book Value + Impairments
Other Receivables	€ 103,001	€ 98,848	€ 92,227	€ 103,001 Book Value +Provision
Financial Assets at fair value through profits and loss	€ 2,500	€ 1,167	€ 1,967	€ 1,881 AT Book Value
Derivatives				
Cash and Cash Equivalents	€ 288,314	€ 134,542	€ 100,045	€ 288,314 Book Value
Equity	€ 507,790	€ 449,867	€ 369,983	€ 553,199
Share Capital	€ 16,624	€ 16,624	€ 16,624	
Other Reserves	€ 23,167	€ 28,568	€ 28,485	
Translation Reserves	€ -	€ 713	€ -	
Retained Earnings	€ 468,329	€ 388,547	€ 309,827	
Non Controlling Interests	€ 237	€ 16,841	€ 17,154	€ 237
Non-current liabilities	€ 61,026	€ 104,365	€ 12,6754	€ 65,204
Long term debt	€ 2,090	€ 2,403	€ 2,716	€ 2,090 Book Value
Derivatives				
Deferred tax Liability	€ 18,928	€ 36,324	€ 43,949	€ 17,035 Book Value x 0.9
Liabilities for pension plans	€ 932	€ 988	€ 1,208	€ 701 AT Book Value of liability
Other Long Term Liabilities	€ 38,186	€ 63,640	€ 77,001	€ 38,186 Book Value
Provisions	€ 890	€ 1,010	€ 1,880	€ 890 Book Value
Operating Leases				€ 6,301 See "Operating Leases" tab for details
ESOP				No Stock Options in place
Current liabilities	€ 312,767	€ 246,059	€ 265,962	€ 312,767
Trade and other payables	€ 294,665	€ 231,571	€ 207,710	€ 294,665 Book Value
Tax payable	€ 12,559	€ 2,824	€ 4,745	€ 12,559 Book Value
Short term debt	€ 2,350	€ 7,252	€ 48,436	€ 2,350 Book Value
Current portion of non current liabilities				
Derivatives	€ -	€ 307	€ 0	€ - Book Value
Other Payables	€ 3,193	€ 4,101	€ 5,064	€ 3,193 Book Value
Current portion of non current provisions	€ -	€ 4	€ -	€ - Book Value

EARNINGS POWER VALUE calcolato per METKA (aprile 2015)

	Scenario 1	Last year, lower than 10 year average
EPV		
Normalized Operating Profit	€ 100,230.00	
OTA	-	
Plus Adj. For Operating Leases	€ 836.52	
Adjusted EBIT =	€ 101,066.52	
Less Adj. EBIT Tax	€ 25,006.51	
Adjusted NOPLAT =	€ 76,060.01	
Impairment of Goodwill	-	
Adjusted NOPLATPA =	€ 76,060.01	
Plus Deprec. Of FA & Amort. Of Intangibles	€ 3,848.00	
Less Zero Growth CAPEX (Incl. Intangibles)	€ 3,650.89	
Plus A/T Non-Consolidated Subsidiary Adjustment	€ 172.35	Average last 10 years
Adjusted Earnings (No Growth FCF) =	€ 76,429.47	
PV (Adjusted Earnings) =	€ 453,779.47	
Plus		
Excess Cash and Marketable Securities incl Net Derivatives Position	€ 290,845.00	
Investments & Advancements	€ 501.00	
Overfunded PF	-	
Excess RE, Assets Held for Sales A/T	-	
Less		
Book Value of STD	€ 2,350.00	
Value of OP. Leases	€ 6,300.93	
Mkt value of LTD	€ 2,090.00	
Minority Interests	€ 237.00	
Underfunded PF	€ 701.40	
Employee Stock Options/convertible bonds	-	
Provision for Contingent Tax Liability	-	
Value of Equity =	€ 733,446.14	
Shares Outstanding	51,951	
Value of Equity per Share =	€ 14.12	

“Fondi d’Investimento Universitari: modello long value per le università italiane”

