

VESPUCCI HOLDING

Desidero iniziare la prima lettera annuale della Vespucci Holding ringraziandoVi, azionisti ed amici, perché con la Vostra fiducia e sostegno avete reso possibile l'inizio di questo viaggio.

Qualcuno di voi saprà che il mio interesse per le aziende quotate e gli investimenti non è congenito, bensì è nato quasi per caso nell'aprile 2017. Tra i suggerimenti che offriva *YouTube* quel giorno mi venne proposto un documentario HBO, "*Becoming Warren Buffett*". Non conoscevo la storia del famoso investitore e non ricordo come mai fui incuriosito a scoprirla, quello di cui sono certo è che quel giorno ha segnato uno spartiacque nella mia vita.

Con le dovute proporzioni, ho subito pensato a mio nonno materno. Anche lui, come Warren, alla soglia dei 90 anni, lo potevi trovare alla sua scrivania, a leggere serenamente, per lavoro o semplicemente per tenersi aggiornato. Con ammirazione ho guardato la loro dedizione allegra verso le loro professioni. Mentre il nonno era avvocato, un mestiere che non incontrava le mie attitudini e interessi, Warren invece è un investitore, attività che fin da subito ha suscitato in me interesse. Da quel giorno non ho smesso di domandarmi come potevo anche io diventare un ultranovantenne felice e sereno.

Recentemente ho ritrovato una fotografia di me piccolino, seduto proprio sulla scrivania del nonno. Mi ha colpito il mio sorriso: sembravo divertito, come se fossi consapevole di occupare un posto importante – quello del nonno. Riguardare quella foto oggi mi fa sorridere ancora di più, perché in fondo continuo ad essere seduto su una sedia importante: quella dell'Amministratore del capitale dei soci della Vespucci Holding.

Ho un compito bellissimo con la nostra Holding: unire il risparmio delle famiglie al capitale delle imprese, mettendoli al servizio della crescita e dello sviluppo. In questo modo, investiamo oggi nella creazione di valore per il domani, contribuendo a un futuro virtuoso di cui saremo tutti beneficiari. Se fatta bene, è una professione bellissima.

Il mio impegno è quindi quello di allocare il capitale disponibile della Vespucci con intelligenza e prudenza, selezionando le migliori opportunità, evitando i rischi di perdite permanenti, mantenendo un'adeguata diversificazione e un orizzonte di lungo periodo.

Mi auguro che questo sarà un viaggio ricco di soddisfazioni e di crescita. Vi ringrazio uno ad uno per il supporto perché con Voi la Vespucci è potuta salpare, ed io sono felice come quel bambino seduto al posto del nonno.

La Vespucci Holding:

La Vespucci è una società di investimento che acquista, vende e detiene partecipazioni in aziende e gruppi industriali. Non offrendo servizi né prodotti, la Vespucci non ha clienti. La mia famiglia ed io, come voi, siamo soci della Vespucci e, per mezzo delle nostre quote, deteniamo partecipazioni in altre aziende.

Il nostro obiettivo è quello di proteggere il potere d'acquisto a lungo termine del capitale investito nella Holding e successivamente generare ritorni soddisfacenti. È un'ambizione: quella di conseguire, nel corso degli anni, risultati complessivamente migliori rispetto al mercato generale. Per ambire a tale obiettivo acquisteremo partecipazioni in aziende che rispecchiano i criteri elencati nella lettera di presentazione della Vespucci – che potete trovare sul sito vespucciholding.com.

L'attività della Vespucci si concentra sulle aziende quotate, ma con l'aumentare del capitale disponibile potremo esprimere appieno il potenziale della Holding, investendo anche in aziende private. Disporre di due oceani in cui navigare migliora le possibilità di un grande viaggio.

Oggi scegliamo i nostri migliori investimenti tra le oltre 50,000 aziende quotate in tutto il mondo: è un vasto oceano che ci garantisce una scelta sufficientemente ampia per individuare le aziende adatte alla Vespucci.

Essere soci della Vespucci significa, tra le altre cose, affinare la pazienza. Ogni giorno, la borsa offre l'opportunità di acquistare o vendere titoli e strumenti a prezzi in costante evoluzione. Il controvalore delle nostre partecipazioni, insieme al resto del mercato, si muove incessantemente.

Nel tempo il mercato tende a trasferire valore dall'investitore impaziente guidato dall'andamento dei *prezzi* e un orizzonte temporale di breve periodo all'investitore paziente che investe guardando al *valore* e al lungo periodo.

~

	<u>MSCI World</u>	<u>S&P 500</u>	<u>World ex USA</u>	<u>FTSE Italia Star</u>	<u>Vespucci Holding</u>
2024.....	17.2%	24.3%	4.2%	-5.6%	17.0%

La Vespucci e il mercato:

Insieme ai risultati della Vespucci pubblicheremo, coerentemente con il nostro universo investibile, i risultati dell'indice MSCI World All County, indicatore del mercato generale. L'indice MSCI World segue l'andamento di 2,645 aziende, ben diversificate, quotate in 47 paesi. In aggiunta al MSCI World, includeremo altri indici utili a contestualizzare i risultati della Vespucci.

L'anno appena trascorso è stato caratterizzato da un'accelerazione degli Stati Uniti d'America, rappresentati dall'S&P 500 che è avanzato del 24%. Il resto del mondo è cresciuto più modestamente del 4%, mentre l'indice Italia STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) - segmento di Borsa da cui abbiamo selezionato le partecipazioni della Vespucci - si è addirittura contratto del 6%.

In questo contesto di mercato, pur avendo investito principalmente in Italia e senza alcuna esposizione agli Stati Uniti, la Vespucci ha registrato una crescita del 17% nel 2024. Senza esitazione, possiamo considerarlo un anno fortunato.

Mi viene in mente il monologo iniziale del film *Match Point* di Woody Allen:

«The man who said “I’d rather be lucky than good” saw deeply into life. People are afraid to face how great a part of life is dependent on luck. It’s scary to think so much is out of one’s control. There are moments in a match when the ball hits the top of the net and for a split second it can either go forward or fall back. With a little luck it goes forward and you win. Or maybe it doesn’t, and you lose.»

Cari soci ed amici, non mi spaventa ammettere che, con un portafoglio così concentrato, in un mercato italiano in contrazione, ottenere una performance analoga a quella dell’MSCI World - che ha il 60% del suo peso negli USA – sia stato un evento fortunato, oltre che casuale.

La rapidità con cui certi nostri titoli si sono apprezzati compensando i titoli che invece, al contrario, si sono deprezzati, è qualcosa ben al di fuori del nostro controllo. Ralleghiamoci che quest’anno, rimbalzando sulla rete, la palla è andata nel campo dell’avversario e abbiamo guadagnato il punto; perché in altri anni la pallina rimbalzerà sul nostro campo e perderemo il punto, ma non per questo saremo stati meno bravi.

L’illusione che vorrei superare è quella per cui il nostro risultato annuale sia frutto di una particolare bravura, perché in dodici mesi qualsiasi risultato è indistinguibile dal caso. Anzi, scegliere di investire nelle piccole e medie imprese italiane, in un mercato che decresce, potrebbe persino essere considerato come un errore, almeno finché (per ora) gli USA continueranno la loro corsa.

La crescita di un albero:

Alcuni risultati richiedono tempo, pazienza e disciplina. Non importa quanto impegno o risorse mettiamo: non si può ottenere una foresta secolare piantando cento giovani alberi.

Investire per il lungo periodo è un po’ come piantare un seme e poi osservare crescere un albero. Per un po’ sembra che i nostri sforzi non diano frutto, anzi, a volte vediamo le nostre partecipazioni diminuire. Eppure, anche in quei momenti, le radici si stanno rafforzando. Poi – d’un tratto – nasce il fusto.

Allo stesso modo, i nostri investimenti subiranno sia le intemperie del mercato che le oscillazioni del consenso degli operatori. Se sapremo rimanere equanimi rispetto all’andamento di breve periodo della Vespucci, saremo in prima fila quando, sul nostro albero, inizierà a spuntare la chioma.

La nostra natura:

Secondo Darwin, il successo evolutivo della specie *sapiens* è dovuto, in parte, alla nostra straordinaria capacità di adattamento all’ambiente. Questa resilienza, affinata in oltre 300.000 anni di evoluzione, ci ha dotati di pregiudizi cognitivi che un tempo erano essenziali per la sopravvivenza, ma che oggi, nel mondo attuale, non sempre ci offrono una guida affidabile.

Ad esempio, il cosiddetto *loss aversion bias* (l'avversione alla perdita) è stato cruciale quando vivevamo in piccoli gruppi, in ambienti naturali ostili. Davanti all'incertezza, come nel caso di funghi o frutti potenzialmente velenosi, era preferibile rinunciare al pasto piuttosto che rischiare l'avvelenamento.

Investendo, viene sollecitato costantemente il nostro pregiudizio cognitivo rispetto alla perdita. Tendiamo ad apprezzare maggiormente ciò che è generalmente percepito come un investimento apprezzato dal mercato rispetto ad altre opportunità, generando così distorsioni di prezzo, anche grandi.

Ci hanno insegnato che è meglio un uovo oggi che una gallina domani...

Questa visione di breve periodo, alimentata dal *loss aversion bias*, è ben visibile nei mercati. Osserviamo spesso come la maggior parte degli operatori preferisca ciò che appare certo: investimenti "sicuri", ovvero sospinti da un vento favorevole, ma che rischiano di essere sopravvalutati, esponendo chi li acquista a perdite nel lungo periodo.

Allo stesso tempo, vengono evitati – o venduti – settori e aziende percepiti come "incerti", anche solo temporaneamente, nonostante le prospettive di lungo termine siano solide, semplicemente perché potrebbero perdere valore nel breve. Creando così opportunità per gli investitori pazienti.

Per natura: è ben più semplice acquistare le azioni che salgono, che guadagnano, piuttosto che venderle. Vendere ciò che ha un andamento al ribasso, che ci fa perdere, ci dà sollievo. È così che l'avversione alla perdita ci spinge a sacrificare il potenziale futuro in nome di una rassicurante (ma illusoria) certezza presente.

Condivido quando si dice che, per il buon investitore, la qualità più importante non è il suo quoziente intellettivo, ma il suo temperamento. Gli investitori che riusciranno ad accogliere una maggiore volatilità nel breve periodo godranno di risultati maggiori nel lungo termine.

Arbitraggio di talenti e capitali:

La mia decisione di fondare una holding d'investimento concentrandola inizialmente su piccole e medie imprese quotate italiane ha sollevato più di qualche sopracciglio. Oggi l'attenzione tende a concentrarsi su fondi di *venture capital* o *private equity* e, quando si pensa al mercato quotato, ci si aspetta quantomeno tecnologia e algoritmi.

Eppure, a differenza delle gare di ginnastica o dei tuffi - dove l'esecuzione di un movimento difficile è premiata - nel mondo degli investimenti non esiste alcun premio per la complessità.

Personalmente, ho sempre pensato che inseguire aree molto affollate non sia il miglior utilizzo delle mie energie. Preferisco quindi, a parità di complessità, esplorare spazi meno competitivi e più ricchi di opportunità.

La Vespucci è nata in risposta a un arbitraggio che, a mio avviso, esiste in certe aree del mercato azionario. Molti giovani laureati, oggi, danno per assodato che i mercati siano efficienti e che i fondi passivi rappresentino il futuro. Attirati da carriere più ambiziose nel *venture capital* o nel *private equity*, hanno lasciato spazi aperti proprio nel mercato quotato.

È in risposta a questa area di minore attenzione che è nata la Vespucci.

Gli Asset della Holding:

A conferma dello scetticismo di molti - per il quinto anno di seguito - gli indici FTSE Small-Cap Italia e STAR, hanno perso terreno sia relativamente agli altri, che in assoluto (*ouch!*). Ad oggi, la performance quinquennale di questi indici è di -13% per il FTSE Small Cap e -30% per il FTSE STAR.

Al contrario, gli Stati Uniti hanno goduto cinque anni di crescita robusta: +83% per l'indice Standard & Poors 500 e uno straordinario +118% per l'indice tecnologico NASDAQ. Una festa con tutt'altra musica, per chi ha preferito il mercato a stelle e strisce. Ricordate la *loss aversion bias*?

Noi cerchiamo attivamente i nostri investimenti in Italia, in aziende il cui controvalore di Borsa è inferiore al miliardo di euro. Credo che il mio tempo sia ben speso in quest'area del mercato: poco frequentata dai grandi fondi, periferica e difficile.

Investire in Italia mi consente di incontrare molte di queste aziende in riunioni private o in piccoli gruppi: occasioni preziose per imparare direttamente dagli amministratori, e poter fare (spesso tante) domande.

Durante questi incontri, guardandomi intorno penso: *“Siamo in pochi investitori e spesso sempre gli stessi...non mi sorprende che la scarsa attenzione possa creare opportunità”*.

Mi sento come si potrebbe sentire un appassionato d'arte che esplora mercati secondari, dove si possono nascondere quadri importanti, confusi tra dipinti dilettantistici. Una volta acquistati e portati in galleria di una grande città, possiamo essere certi che il mercato saprà riconoscerne il valore.

Con oltre 300 aziende quotate con capitalizzazione inferiore al miliardo di euro, il mercato italiano ci offre un universo sufficientemente ampio da monitorare. Sono orgoglioso di valorizzare aziende Italiane e felice che, in questo momento storico, si trovino tante opportunità.

La concentrazione geografica dei nostri investimenti è compatibile con l'obiettivo di avere una Holding ben diversificata, perché sia le aziende che i settori in cui operano sono tra loro molto diversi. Abbiamo investito in diversi settori, tra i quali: l'editoria, la manifattura di lusso, l'energia, la nautica, oltre a diverse società di servizi e finanziari.

Inoltre, le aziende in cui abbiamo investito sono diversificate anche perché alcune servono clienti domestici, altre hanno la quasi totalità del fatturato fuori dall'Italia. I diversi stadi di maturazione e delle relative realtà economiche cicliche, non-cicliche e anticicliche, rendono i risultati delle nostre imprese, di fatto, poco correlati tra loro.

Quest'anno le nostre aziende hanno visto crescere i loro utili e ridurre, dove presente, il debito che avevano. Grazie al loro eccellente ritorno sul capitale investito hanno potuto reinvestire gli utili per la crescita, alcune completando acquisizioni e, in quasi tutti i casi, ci hanno remunerato con dividendi e riacquisto di azioni proprie.

Gli ETF e l'efficienza di mercato:

Premettendo che, se la storia fosse indicativa del futuro, la Borsa sarebbe piena di librai, noto una narrativa dominante per la quale il risparmio sarebbe intelligente se investito in indici di borsa tramite ETF (Exchange-Traded Funds), preferendo l'S&P500 o l'MSCI World, avendo storicamente sovraperformato

la maggior parte delle gestioni attive e ottenuto ritorni annualizzati nominali del 9% e reali (ovvero al netto dell'inflazione) circa del 6%.

Questa narrativa credo sia diventata *mainstream* perché, ad oggi, il risparmio privato è maggiormente investito in questi fondi passivi (ETF) rispetto ai fondi attivi. Infatti, secondo uno studio dell'Investment Company Institute, nel 2024 il risparmio mondiale era allocato per il 57% in indici azionari ETF, rispetto al 36% nel 2016.

Ogni giorno aumenta la quota parte investita in questi fondi passivi, perché la maggior parte dei nuovi risparmi vi confluisce, mentre vengono venduti fondi attivi a favore degli ETF. Il rischio è quello tipico dei comportamenti da gregge: inizialmente qualcuno acquista fondi passivi perché battono le alternative e successivamente, al ripetersi di questi acquisti, i ritorni attesi tendono a decrescere, fino a diventare negativi.

Acquistare in massa lo stesso paniere di azioni, vederle salire, quindi pensare di aver fatto un buon investimento e ripetere l'operazione – magari consigliandola ad altri – non migliora in alcun modo le caratteristiche delle aziende sottostanti. Anzi, può rendere il mercato più instabile.

Inizialmente l'effetto è piacevolmente positivo, i nostri ETF aumentano di prezzo e, come un ciclo che si autoalimenta, sempre più investitori decidono di investire, avvicinandoci pericolosamente ad altri periodi storici dove gli investitori e i mercati sono finiti per rincorrersi a vicenda.

Trovo rischiose le aree del mercato che beneficiano di questi flussi, alimentati dalla convinzione che acquistare un indice azionario - a qualsiasi prezzo - possa essere una scelta intelligente. Attualmente i ritorni prospettici a lungo termine di molti strumenti mi sembrano poco attraenti. Staremo a vedere.

Noi ci terremo ben lontani da questa dinamica, rinunciando agli aspetti positivi ma proteggendoci dalle inevitabili sorprese. Continuando a tenerci occupati con le nostre aziende, valorizzate sotto il miliardo, un po' dimenticate, sapendo che - proprio come per la moda - tutto torna.

Considerazioni finali:

L'obiettivo della Vespucci Holding è di proteggere il potere d'acquisto a lungo termine del capitale investito e quindi investire - all'interno del mio cerchio di competenza - in aziende ben gestite, con poco o nessun debito e un vantaggio competitivo sostenibile che si traduce in un alto ritorno sul capitale investito. Questo dovremo paragonarlo ad un prezzo di mercato che offra un margine di sicurezza per noi che investiamo.

Nel corso del tempo, la Vespucci sarà chiamata ad affrontare ogni tipo di intemperie in mercato e quindi misurarsi con periodi in cui il vento sarà sfavorevole oltre a quelli dove il vento sarà di poppa. Se investiremo per lungo tempo subiremo inevitabilmente una discesa del controvalore dei nostri investimenti. Questo è ciò che accadrà ai *prezzi*.

Il *valore* delle aziende, invece, è una variabile indipendente dagli umori e dalla liquidità del mercato. Il *valore intrinseco* di un'azienda non subisce oscillazioni così drastiche. Pensate all'azienda inglese di pianoforti Broadwood & Sons, fondata nel 1728: se fosse quotata, anche lei vedrebbe scendere il controvalore delle sue azioni. All'alba dei suoi trecento anni di storia, quell'anno in cui subisse il sottrarsi della liquidità in mercato, varrebbe forse di meno? Io non credo.

Il successo della nostra partnership dipenderà dalla qualità degli investimenti e dalla pazienza dei suoi investitori. Affronteremo periodi di espansione come periodi di recessione, con risultati che, nel breve termine, potranno essere positivi o negativi, migliori o peggiori rispetto al mercato. Tuttavia, mantenendo un'attitudine di distacco dall'andamento dei prezzi di breve periodo, siamo fiduciosi di conseguire risultati soddisfacenti per lungo tempo.

Grazie per la fiducia.

Siete invitati all'incontro annuale Vespucci Holding 2025

Giovedì 3 aprile 2025 alle 18:30 a Milano

Dopo una breve presentazione della Vespucci:

Risultati del primo trimestre 2025 e spazio per domande e approfondimenti.

RSVP

Vi aspetto con piacere,

Milano, 29 Marzo 2025

Vespucci Holding S.r.l.
Mario Cupello Castagna