

Introduzione

Il libro è il risultato di quattro anni di insegnamento del corso di Investimenti finanziari agli studenti del triennio dell'Università Bocconi. Le linee-guida che sono state seguite nella stesura del volume, e nella predisposizione del corso, sono le seguenti:

- trattare in maniera semplice, ma rigorosa e adatta ad un corso universitario, i fondamenti dell'analisi economica degli strumenti finanziari, con particolare attenzione alla determinazione dei rendimenti attesi e alla valutazione degli stessi, data la stretta interconnessione esistente tra valori e rendimenti attesi;
- dare conto dei margini di dibattito esistenti tra gli studiosi per quanto riguarda i modelli che sono più utili per comprendere l'andamento dei prezzi di mercato, sia dal punto di vista del confronto tra modelli strettamente basati su alcuni assiomi che definiscono secondo la teoria economica le regole di "razionalità" degli investitori e modelli che tentano invece di incorporare alcuni degli elementi che tipicamente descrivono il comportamento effettivo degli investitori, sia dal punto di vista del confronto tra modelli che incorporano variabili diverse per spiegare le variabili oggetto di analisi;
- fungere da guida per comprendere gli strumenti a disposizione degli investitori per la scelta finanziaria, non tanto dal punto di vista della selezione delle singole componenti del portafoglio, quanto da quello della composizione del portafoglio nel suo complesso, bilanciando classi di attività finanziarie tenendo conto delle loro prospettive di rendimento e del loro contributo al rischio complessivo di portafoglio;
- combinare elementi di rigore metodologico con la possibilità di apprendere le idee principali dei modelli e le loro possibilità di applicazione. Le dimostrazioni sono state ridotte al minimo e sono spesso contenute nelle note o in appendici specifiche, in modo da consentire al lettore di seguire il filo logico dal punto di vista finanziario senza essere costretto a seguire la logica matematica. Allo stesso tempo, laddove è stato possibile, sono stati fatti esempi che riguardano l'applicazione dei modelli a casi reali, anche se in forma molto semplificata. La maggior parte dei capitoli contiene esercizi risolti che aiutano il lettore a meglio comprendere gli elementi principali dal punto di vista tecnico.

Il risultato è un libro che può essere utilizzato come testo in un corso di base di Finanza riguardante gli strumenti finanziari e i mercati, complementare ad un corso base che approfondisca le modalità di funzionamento degli intermediari finanzia-

ri. Il corso presso l'Università Bocconi comprende 8 crediti formativi e 64 lezioni da 1,5 ore ciascuna. Il libro può anche essere utilizzato per un corso di 6 crediti e 48 ore di lezione, facendo delle scelte e ignorando il contenuto di alcuni capitoli che contengono materiale di tipo intermedio, ad esempio quello sull'allocazione di lungo periodo, oppure materiale che può essere approfondito in corsi più specialistici, ad esempio quello sul real estate.

Il libro è diviso in quattro parti. La prima parte descrive gli elementi fondamentali per comprendere gli strumenti e i mercati finanziari. Dopo una introduzione generale a mercati e strumenti, si considera la descrizione dei rendimenti dal punto di vista statistico, e l'immediata applicazione degli strumenti statistici alla misurazione del rischio. Comprendere e misurare il rischio pone il problema del benefico legato all'assunzione del rischio, e quindi la necessità di capire come descrivere il modo in cui gli investitori effettuano le scelte finanziarie. Gli ultimi capitoli della prima parte illustrano l'approccio basato sulle assunzioni di razionalità e quello basato sulla finanza comportamentale.

La seconda parte effettua la transizione dalla logica dell'investitore individuale a quella del mercato. Mentre l'investitore singolo prende i prezzi e i rendimenti attesi di equilibrio come dati, il mercato serve a determinare prezzi e rendimenti attesi. Questa parte dedica vari capitoli a questa transizione, per dirla in termini microeconomici, dallo studio della domanda alla determinazione dell'equilibrio, iniziando dal caso semplificato in cui sono presenti solo un'attività senza rischio e un'attività rischiosa e i portafogli sono quelli che possono essere ottenuti combinando in varia proporzione gli asset presenti. Questo caso è semplice ma è sorprendentemente potente: i capitoli successivi dimostrano come il caso generale con N attività rischiose possa essere descritto, dal punto di vista matematico, grafico e anche sostanziale, in termini simili a quelli del caso introdotto all'inizio.

La terza parte riguarda il pricing vero e proprio. Si inizia dal classico modello di determinazione dei rendimenti attesi dei singoli titoli azionari, il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo cui il premio al rischio di un titolo è pari al prodotto del premio al rischio di mercato moltiplicato per la sua quantità di rischio, misurata dal coefficiente beta. Le analisi empiriche hanno per negli ultimi decenni illustrato l'esistenza di numerose deviazioni dalle previsioni del CAPM, che sono state descritte in termini generali con il termine «anomalie». Il modello teorico dell'Arbitrage Pricing Theory è stato introdotto al fine di comprendere in un quadro teoricamente fondato l'esistenza delle varie anomalie e misurare l'impatto dei fattori di rischio diversi da quello di mercato. La terza parte si conclude con la descrizione dei modelli utilizzati per la determinazione del valore dei titoli azionari, e un'analisi finale sull'efficienza del mercato e le implicazioni delle varie teorie sulla scelta di portafoglio di lungo periodo.

La quarta parte riguarda il mercato del reddito fisso, alcuni asset alternativi (real estate e arte), e la rilevanza della sostenibilità per l'investimenti. L'introduzione di arte e real estate è un elemento di originalità rispetto alle trattazioni tipicamen-

te trovate nei testi di finanza, ma giustificata sulla base della rilevanza del settore immobiliare nel patrimonio complessivo di ogni paese e quindi nel portafoglio di qualsiasi investitori. Trattandosi di un mercato con caratteristiche di segmentazione e specificità di ogni unità, le tematiche rilevanti trattate nel capitolo riguardano temi come il calcolo degli indici dei prezzi e il ruolo di arte e real estate nell'ambito di un portafoglio ottimizzato. I capitoli relativi all'analisi del reddito fisso sono più standard, partono dalla determinazione dei prezzi delle obbligazioni in ipotesi semplificate per ampliare poi l'orizzonte alla struttura dei tassi di interesse, al calcolo della sensibilità dei prezzi alle variazioni dei tassi, agli strumenti per la misurazione e la copertura dei principali rischi per chi detiene titoli obbligazionari nei portafogli. Il capitolo sulla sostenibilità riprende temi importanti del dibattito corrente, e li collega a quanto in economia e finanza si discuteva dagli anni ottanta in poi. Contrariamente a quanto si possa pensare infatti sia il dibattito accademico sia le azioni degli operatori hanno considerato importante analizzare il ruolo delle esternalità, positive e negative, nell'attività di investimento.

Ogni capitolo inizia con il riferimento a una canzone o a volte film. In genere si tratta di riferimenti che sono rilevanti per gli argomenti trattati nel capitolo.

Ringrazio le studentesse e gli studenti che negli anni mi hanno mandato commenti sul libro. L'opera è stata scritta, e rivista nel corso del tempo, per loro.