

I33

# Scelta e gestione degli investimenti finanziari

L'investitore, il consulente,  
il gestore di fronte alle decisioni  
di investimento

Prefazione di Rainer Masera

Postfazione di Alberto Albertini  
e Guido Giubergia

**Alberto Albertini** è amministratore delegato di Banca Albertini Syz.

**Guido Giubergia** è amministratore delegato di Ersel Sim.

**Rainer Maserà**, D.Phil. in Economics all'Università di Oxford, dove ha collaborato con il Premio Nobel John Hicks, è professore di Politica Economica e Preside della Facoltà di Economia nell'Università Guglielmo Marconi di Roma. È stato membro del Gruppo ad alto livello istituito dalla Commissione e dal Consiglio europeo per la riforma del sistema di regolazione finanziaria in Europa.

**Gino Gandolfi**, Ph.D., è professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali dell'Università di Parma, dove è coordinatore del corso di laurea in Economia e Finanza. È docente senior dell'Area Intermediazione Finanziaria e Assicurazioni della SDA Bocconi School of Management.

**Alessandro Angeli** ricopre la carica di Chief Operating Officer presso una struttura di gestione patrimoniale a Lugano e da numerosi anni è relatore di Analisi Tecnica Finanziaria all'Università di Parma e all'Università di Milano-Bicocca.

**Maria Cristina Arcuri**, Ph.D., è cultore della materia Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Parma e SDA Fellow presso la SDA Bocconi School of Management.

**Elisa Bocchialini**, Ph.D., è ricercatrice di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali dell'Università di Parma.

**Vincenzo Capizzi**, Ph.D., è professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Studi per l'Economia e l'Impresa dell'Università del Piemonte Orientale. È professor di Banking and Finance alla SDA Bocconi School of Management.

**Gian Marco Chiesi**, Ph.D., è ricercatore presso il Dipartimento di Studi per l'Economia e l'Impresa dell'Università del Piemonte Orientale.

**Danilo Drago** è professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso la Facoltà di Economia dell'Università della Calabria.

**Giampaolo Gabbi** è professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università degli Studi di Siena.

**Federica Ielasi**, Ph.D., è professore associato presso il Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa dell'Università degli Studi di Firenze.

**Alberto Lanzavecchia**, Ph.D., M.Sc. in Financial Management presso l'University of London - SOAS (UK), è revisore legale, ricercatore in Finanza Aziendale e coordinatore della International Winter School in Nepal "Microfinance in Action" presso l'Università di Padova.

**Manou Monteux** è Market Risk Manager, Vice President, alla SMBC Nikko Capital Markets Ltd, investment firm incorporata nel Regno Unito parte del Gruppo Sumitomo Mitsui Banking Corporation.

**Stefano Pasquali** è Managing Director and Head of Liquidity Research Group presso BlackRock Solutions.

**Lucia Poletti**, Ph.D., è ricercatrice di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Parma.

**Massimo Regalli**, Ph.D., è professore associato di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Parma.

**Beatrice Ronchini**, Ph.D., è professore associato di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Parma.

**Monica Rossolini**, Ph.D., è ricercatrice di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali e Diritto per l'Economia dell'Università degli Studi di Milano-Bicocca.

**Gabriele Sampagnaro**, Ph.D., è professore straordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso la Facoltà di Economia dell'Università di Napoli Parthenope. È membro del Collegio dei docenti del dottorato di ricerca in Banca e Finanza presso l'Università di Roma Tor Vergata.

**Giulio Tagliavini** è professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali dell'Università di Parma.

**Mario Valletta** è professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università del Piemonte Orientale Amedeo Avogadro.

• Gino Gandolfi (*a cura di*) •

# Scelta e gestione degli investimenti finanziari

**L'investitore, il consulente,  
il gestore di fronte alle decisioni  
di investimento**

Prefazione di Rainer Masera

Postfazione di Alberto Albertini  
e Guido Giubergia

*A Tiziana, Giulia, Gloria e Vittorio Romano*

# Sommario

<b>Prefazione</b>	11
<i>Rainer Masera</i>	
<b>Introduzione</b>	15
<i>Gino Gandolfi</i>	
<b>1. I principali lineamenti della Teoria del Mercato dei Capitali</b>	21
<i>Elisa Bocchialini, Vincenzo Capizzi, Gian Marco Chiesi, Manou Monteux, Maria Cristina Arcuri</i>	
Premessa	21
1.1 Rendimento e rischio	21
1.2 La Portfolio Selection di Markowitz	31
1.2.1 Le ipotesi del modello	32
1.2.2 Il modello a due titoli in portafoglio (caso elementare)	33
1.2.3 Il modello a N titoli in portafoglio (caso generale)	39
1.3 Il Capital Asset Pricing Model: introduzione	42
1.4 Il Capital Asset Pricing Model: assunzioni e concetti di base	43
1.4.1 La Capital Market Line	44
1.4.2 La Security Market Line	48
1.5 La stima del tasso di rendimento privo di rischio	51
1.5.1 Il concetto di risk free rate: cenni	51
1.5.2 Criteri alternativi di determinazione del tasso di rendimento privo di rischio	53
1.6 La stima dell'equity risk premium	55
1.6.1 Generalità	55
1.6.2 La scelta dell'indice di mercato	56
1.6.3 Il processo di normalizzazione dei rendimenti	60
1.6.4 La determinazione del periodo di riferimento	61
1.7 La stima del parametro beta	63
1.7.1 La stima dei beta tramite analisi di regressione	63
1.7.2 L'analisi del parametro beta: aspetti tecnici del procedimento di stima	63
1.7.2.1 La dipendenza dei beta dai parametri della regressione	63
1.7.2.2 Alcuni metodi per la correzione dei beta stimati	66
1.7.3 I limiti dei beta stimati tramite regressioni	68
1.7.3.1 Il problema dell'indice di mercato	68
1.7.3.2 Il problema dell'errore statistico	70
1.7.3.3 Il problema della variabilità nel tempo delle caratteristiche aziendali	71
1.8 Metodologie alternative di determinazione del parametro beta	72
1.8.1 I beta empirici	72
1.8.2 I beta delle società comparabili	74

## Scelta e gestione degli investimenti finanziari

1.8.2.1	Beta levered e beta unlevered	74
1.8.3	I beta operativi	77
1.9	Limiti teorici e applicativi del CAPM: considerazioni conclusive	79
1.10	L'Arbitrage Pricing Theory	80
1.11	Appendice. Market risk factors e risk factor investing	94
1.11.1	Inquadramento teorico	95
1.11.2	Alpha, beta e smart beta	97
1.11.3	I rischi connessi al risk factor investing	98
1.11.4	Fattori di rischio di mercato: un tentativo di classificazione	99
1.11.4.1	Gli asset "tradizionali"	100
1.11.4.2	Le strategie Carry	101
1.11.4.3	Le strategie Value	102
1.11.4.4	Le strategie Momentum	103
1.11.4.5	Le strategie Volatility	104
1.11.5	Risk factor. Approccio di portafoglio	107
1.11.6	Risk factor. Style analysis e performance attribution	108
	Bibliografia	111

## **2. La dinamica dei prezzi di borsa** 117

*Beatrice Ronchini, Giulio Tagliavini*

	Premessa	117
2.1	La teoria del mercato efficiente	119
2.1.1	Le ipotesi dei mercati efficienti	119
2.1.2	Implicazioni operative della teoria del mercato efficiente	124
2.1.3	Le verifiche empiriche a supporto della teoria del mercato efficiente	125
2.1.3.1	Evidenza dell'ipotesi di mercato efficiente in forma debole. Le regole filtro e i test dell'indipendenza seriale	126
2.1.3.2	Evidenza dell'ipotesi di mercato efficiente in forma semi-forte	129
2.1.3.3	Le verifiche empiriche dell'ipotesi di efficienza forte	131
2.1.4	Le anomalie: alcune prove contrarie all'ipotesi di mercato efficiente	132
2.1.4.1	Anomalie tecniche	132
2.1.4.2	Altre anomalie	134
2.1.4.3	Alcune prove contro la razionalità del mercato	135
2.2	La finanza comportamentale	137
2.2.1	Investor sentiment e comportamenti individuali	138
2.2.2	I fondamenti empirici della finanza comportamentale	145
2.2.2.1	La finanza comportamentale e il comportamento degli investitori	146
2.2.2.2	La finanza comportamentale e l'andamento dei mercati	147
2.2.2.3	La finanza comportamentale e la dinamica di prezzo dei titoli	150
2.3	L'andamento dei prezzi di borsa: una possibile visione di sintesi?	151
2.3.1	Premessa	151
2.3.2	Le variazioni dei prezzi sono casuali o solo apparentemente tali?	152
2.3.3	La teoria della riflessività	154
2.3.4	Andamento del mercato come effetto del dissenso circa il giudizio di valore	156
	Bibliografia	161

<b>3. Analisi tecnica finanziaria</b>	167
<i>Alessandro Angeli, Gino Gandolfi</i>	
3.1 Introduzione	167
3.2 Analisi tecnica grafica	180
3.3 Analisi tecnica algoritmica	201
3.4 Applicazioni pratiche: alcune esemplificazioni	217
Bibliografia	221
<b>4. Le tecniche di selezione dei singoli investimenti mobiliari: le obbligazioni</b>	223
<i>Danilo Drago, Gino Gandolfi, Stefano Pasquali, Mario Valletta</i>	
4.1 Gli indicatori di rendimento dei titoli obbligazionari	223
4.1.1 Il rendimento di un investimento finanziario: aspetti introduttivi	223
4.1.2 Il rendimento dei titoli senza cedola (o zero-coupon bond)	225
4.1.3 Il rendimento dei titoli con cedola fissa	228
4.2 La liquidità e gli indicatori di rischio dei titoli obbligazionari	232
4.2.1 La liquidità delle obbligazioni	232
4.2.2 Il Machine Learning come strumento per misurare il liquidity risk	233
4.2.2.1 Cos'è il Machine Learning	234
4.2.2.2 Un fenomeno multidimensionale: il rischio liquidità	236
4.2.2.3 Un'idea per misurare il liquidity risk	241
4.2.3 Il rischio delle obbligazioni	243
4.2.3.1 Il rischio di reinvestimento e il rischio di prezzo	244
4.2.3.2 Il rischio di credito: aspetti concettuali e riscontri di mercato	253
4.3 La valutazione delle obbligazioni a cedola variabile	275
4.3.1 Caratteristiche tecniche	275
4.3.2 La valutazione dei floater: un caso particolare	277
4.3.3 Indicatori di rendimento	282
4.3.3.1 Current margin	283
4.3.3.2 Simple margin	284
4.3.3.3 Adjusted simple margin	285
4.3.3.4 Discount margin	287
4.3.3.5 Relazioni tra discount margin e spread dei bond a cedola fissa	290
4.3.4 Indicatori di esposizione al rischio	292
4.3.4.1 La sensibilità alle variazioni dei tassi di mercato	293
4.3.4.2 La definizione dell'index duration	297
4.3.4.3 La spread duration	300
4.3.4.4 Il comportamento del prezzo al variare dei fattori di rischio	303
Bibliografia	306
<b>5. La struttura dei rendimenti e l'asset pricing</b>	311
<i>Giampaolo Gabbi</i>	
Introduzione	311
5.1 Le teorie tradizionali	312
5.1.1 La term structure e le aspettative degli operatori	312
5.1.2 Il premio per il rischio	315
5.1.3 Gli altri fattori esplicativi della term structure	317
5.1.3.1 La segmentazione degli investitori	317
5.1.3.2 I fattori reali	318
5.1.4 L'habitat preferito	319

Scelta e gestione degli investimenti finanziari	
5.2 Le teorie moderne	320
5.2.1 I modelli di non arbitraggio	321
5.2.2 I modelli di stima basati sulla yield curve	325
5.3 Il pricing delle attività finanziarie e dei contratti derivati	330
5.4 Conclusioni	335
Bibliografia	336
<b>6. Il valore dei titoli azionari: l'analisi fondamentale e di mercato</b>	<b>341</b>
<i>Alberto Lanzavecchia, Massimo Regalli</i>	
Introduzione	341
6.1 L'approccio basato sui flussi di risultato: i metodi finanziari	342
6.1.1 Il Discounted Cash Flow Model con terminal value	343
6.1.2 Modelli di valutazione finanziaria alternativi	363
6.2 L'approccio basato sui flussi di risultato: il metodo reddituale	372
6.3 L'approccio di mercato: il metodo dei multipli di borsa	376
6.4 L'approccio patrimoniale	384
6.5 Anomalie o conferme dai mercati?	386
6.5.1 L'effetto gennaio e l'effetto lunedì	386
6.5.2 Il prezzo a "sconto" delle holding e dei titoli immobiliari	388
6.5.3 Il prezzo a "sconto" delle azioni con voto limitato	390
6.5.4 I test sulla validità del CAPM	391
6.5.5 La politica dei dividendi	392
6.5.6 Il ruolo della governance e della trasparenza informativa	393
Bibliografia	396
<b>7. Gli strumenti derivati: caratteristiche, logiche di pricing e finalità di utilizzo</b>	<b>399</b>
<i>Gino Gandolfi, Federica Ielasi</i>	
7.1 Gli strumenti derivati: elementi definitivi e criteri di classificazione	399
7.1.1 Premessa	399
7.1.2 Caratteri e tassonomia degli strumenti derivati	400
7.1.2.1 Contenuto opzionale/incondizionato	400
7.1.2.2 Mercati di negoziazione	406
7.1.2.3 Uscite di cassa	413
7.1.2.4 Tipologia di sottostante	415
7.1.2.5 Meccanismi di settlement	418
7.1.2.6 Finalità	420
7.2 I future su titoli azionari e indici azionari: pricing e strategie operative	429
7.2.1 Il pricing dei financial future	429
7.2.2 Le strategie realizzabili con i contratti future	433
7.2.2.1 L'utilizzo dei contratti future per la realizzazione di strategie speculative	433
7.2.2.2 L'utilizzo dei contratti future per la realizzazione di strategie di copertura	435
7.2.2.3 L'utilizzo dei contratti future per la realizzazione di strategie di arbitraggio	439
7.3 Opzioni su titoli azionari e indici: pricing e strategie operative	441
7.3.1 Gli elementi che incidono sul valore di un'opzione	441
7.3.2 Il pricing di un'opzione	445
7.3.2.1 Limiti superiori e inferiori dei prezzi delle opzioni	445



7.3.2.2	La put call parity	445
7.3.2.3	Gli alberi binomiali e l'equazione B&S	449
7.3.3	Le strategie implementabili con le opzioni	459
7.3.3.1	L'arbitraggio con le opzioni	459
7.3.3.2	La copertura con le opzioni	461
7.3.3.3	Il trading con le opzioni	478
	Bibliografia	491
<b>8.</b>	<b>Il personal financial planning e il processo di asset allocation</b>	<b>493</b>
	<i>Giulio Tagliavini, Gabriele Sampagnaro</i>	
8.1	Il personal financial planning e l'individuazione del portafoglio ottimo per un investitore	493
8.1.1	Premessa	493
8.1.2	Il primo profilo di analisi: il rendimento	494
8.1.3	Il secondo profilo: complessità e conflitti di interesse	495
8.1.4	Il terzo profilo: la sopportabilità del rischio	497
8.1.5	Gli obiettivi della politica di investimento	499
8.1.6	L'approccio statistico	500
8.1.7	Qualche idea (probabilmente) sbagliata	501
8.2	L'attività di asset allocation: inquadramento del tema	505
8.3	Tassonomia delle dimensioni di asset allocation	509
8.3.1	L'asset allocation strategica	509
8.3.2	L'asset allocation tattica	513
8.3.3	L'asset allocation tattica (o market timing) e le attività di security selection: profili di separatezza	517
8.3.4	L'asset allocation integrata	519
8.3.5	L'integrazione tra analisi qualitative e quantitative nell'attività di asset allocation	524
8.4	La rilevanza delle dimensioni di asset allocation nel processo di investimento: profili di performance attribution	526
8.5	Gli approcci per la costruzione del portafoglio: top-down e bottom-up approach	532
	Bibliografia	540
<b>9.</b>	<b>Lo stile e le tecniche di gestione di un portafoglio finanziario</b>	<b>543</b>
	<i>Gabriele Sampagnaro, Maria Cristina Arcuri, Manou Montoux</i>	
9.1	Premessa	543
9.2	La tassonomia degli stili: cenni	545
9.3	Il dibattito teorico sullo stile di gestione del portafoglio	547
9.4	Lo stile di gestione passiva	552
9.5	Lo stile di gestione attiva del portafoglio	558
9.6	Le tecniche di gestione del portafoglio: schema di classificazione	563
9.7	Il ribilanciamento del portafoglio e le tecniche dinamiche	563
9.7.1	La strategia del ribilanciamento a proporzione costante	567
9.7.1.1	Frequenza di ribilanciamento e costi di transazione	569
9.7.2	La strategia di ribilanciamento a proporzione costante con assicurazione di portafoglio	571
9.7.3	Il confronto di convenienza tra le strategie dinamiche	576
9.8	La combinazione degli stili di investimento: la core-satellite strategy	580
9.8.1	La gestione core-satellite: aspetti quantitativi	582

## Scelta e gestione degli investimenti finanziari

9.8.2	L'integrazione tra core-satellite e CPPI	587
	Appendice. Esempificazione numerica di integrazione tra core-satellite e CPPI	588
9.9	Exchange Traded Funds	590
9.9.1	Introduzione, mercato e prospettive	590
9.9.2	ETF: i meccanismi di funzionamento	592
9.9.2.1	I meccanismi di creazione e riscatto	593
9.9.2.2	I meccanismi di creazione e riscatto: un esempio	594
9.9.3	Le diverse tipologie	595
9.9.3.1	Equity	595
9.9.3.2	Bond	596
9.9.3.3	Commodities	597
9.9.3.4	Smart Beta, Specialty & Alternatives	598
9.9.4	La valutazione degli ETF	600
9.9.4.1	I costi: expense ratio e management fee	601
9.9.4.2	I costi: bid-ask spread	601
9.9.4.3	Premium & discount	602
9.9.5	ETF: i rischi	603
9.9.5.1	Tracking error	603
9.9.5.2	Liquidità	604
9.9.5.3	Rischio controparte	604
9.9.5.4	Rischi rispetto alle aspettative: Leveraged e Inverse ETF (effetto compounding), effetto Contango e Backwardation	606
9.9.5.5	Chiusura anticipata, sospensione dell'emissione di nuove quote, ETN delisting	610
	Bibliografia	611
<b>10.</b>	<b>La valutazione della performance</b>	<b>613</b>
	<i>Lucia Poletti, Monica Rossolini</i>	
	Premessa	613
10.1	Il rendimento di periodo	614
10.1.1	Il Money Weighed Rate of Return	616
10.1.2	Il Time Weighed Rate of Return	620
10.1.3	Le due metodologie a confronto	622
10.1.4	Il metodo delle quote	626
10.2	La persistenza dei rendimenti	628
10.3	Gli indicatori di efficienza e di abilità dei portfolio manager	629
10.3.1	Calcolare il rendimento e il rischio	630
10.3.2	Gli indicatori di rendimento corretto per il rischio	632
10.3.3	L'abilità del gestore	640
10.3.4	Le componenti della performance	645
10.4	La necessità di un giudizio sintetico: i rating e gli scoring	647
10.4.1	Il Morningstar Rating	648
10.4.2	Lo Standard & Poor's Rating	655
	Bibliografia	657
	<b>Postfazione</b>	<b>659</b>
	<i>Alberto Albertini, Guido Giubergia</i>	

# Prefazione

Rainer Masera

Questo volume sulla scelta e sulla gestione degli investimenti mobiliari, sapientemente curato da Gino Gandolfi, è stato concepito a cavallo della Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008. La redazione dei saggi ha potuto tener conto della crisi e degli accadimenti successivi. La pubblicazione è risultata particolarmente rilevante e significativa. A conferma del successo, il libro è andato esaurito. Questa seconda edizione – con ampliamenti, revisioni e aggiornamenti – conferma visione e solidità dell’impianto.

Sia il declino nel tempo del tasso di risparmio delle famiglie in Italia – che si è più che dimezzato negli ultimi venti anni ed è sceso al di sotto di quello medio degli altri principali Paesi europei – sia le modifiche nella composizione della ricchezza finanziaria – con la forte riduzione della quota detenuta in depositi e circolante e in titoli di Stato – accrescono l’esigenza di tutelare il risparmiatore dall’assunzione scarsamente consapevole dei rischi. È esaltata la necessità di educazione finanziaria a tutti i livelli. I risparmiatori italiani mostrano ancora un livello insoddisfacente di comprensione e di valutazione delle operazioni finanziarie e dell’allocazione del portafoglio di cui dispongono.

Ne sono purtroppo dimostrazione i recenti accadimenti in campo bancario, esaltati peraltro dalla carenza nel disegno e nella implementazione a livello europeo delle norme sulla “ordinata risoluzione” delle banche in crisi (il cosiddetto *bail in*).

La ricomposizione dei portafogli, che sta già avvenendo a seguito del graduale abbandono sui due lati dell’Atlantico delle politiche monetarie di *quantitative easing*, con acquisti senza precedenti di titoli di Stato, sottolinea l’esigenza di un’attenta rivisitazione dei rischi finanziari per le diverse *asset classes*.

A questa esigenza diffusa e diversificata di cultura finanziaria, il volume risponde con un approccio estremamente efficace e al contempo rigoroso. Adottando una metodologia espositiva e didattica innovativa, il libro consente anche al lettore che non dispone di basi di partenza sofisticate di padroneggiare gradualmente i problemi. L’approccio sistematico è incardinato su livelli successivi di complessità tecnica, che permettono al lettore più esperto di procedere rapidamente ai gradi di approfondimento opportuni.

Si apprezza in particolare il solido e consolidato impianto analitico, che ha accuratamente evitato le infatuazioni di recenti testi anglosassoni di finanza nell’esame di talune forme di innovazione finanziaria. Una delle principali ragioni della grave crisi è stata proprio l’acritica applicazione di modelli analitici e statistici

complessi per la valutazione di prodotti finanziari strutturati, basati su derivati. La valutazione di questi prodotti si fondava su assunti irrealistici, che non hanno retto il confronto con gli eventi. Le limitazioni delle distribuzioni gaussiane, la carenza di serie storiche nell'applicazione della metodologia VaR, l'ipotesi tecnica di un mondo neutrale rispetto al rischio nello sconto dei cash-flow futuri trasformata in approssimazione operativa, la modellazione inadeguata della convergenza delle correlazioni per misurare i rischi di illiquidità e di rifinanziamento in condizioni di stress, la sostanziale differenza negli assunti dei modelli connessa al passaggio delle grandi banche di investimento da *price taker* a *price maker* sono solo alcuni esempi specifici dell'affermazione precedentemente esposta. In termini più generali, le ipotesi di efficienza in forma forte di mercati finanziari in grado di autoregolarsi e di correggere bolle speculative, evitando manifestazioni rilevanti di *market failure*, sono "esplose" mostrandone l'inadeguatezza.

Sono emerse così la fallacia e la pericolosità di modelli e di validazioni che sembravano sovvertire i modelli tradizionali, mettendo in discussione gli stessi approcci CAPM e APT. La cartolarizzazione sintetica non regolata era addirittura sembrata in grado di "spostare" le frontiere efficienti. In particolare, si era ritenuto che potesse essere superato un concetto base della finanza "tradizionale", secondo il quale il rischio di default per i titoli obbligazionari richiede di tener conto della probabilità che si manifesti una grande perdita senza una probabilità confrontabile di ampio guadagno. Da questo assunto tradizionale discende la conseguenza che la diversificazione ottimale deve avvenire con un numero di titoli molto più elevato di quello richiesto da un portafoglio azionario.

Eguali attenzione e rigore si trovano nei capitoli del volume rivolti alla valutazione delle azioni, particolarmente attuali e importanti.

Il famoso economista americano Irving Fisher, nel 1929, poco prima dell'inizio della Grande Depressione, aveva sostenuto, sulla base di analisi fondate su serie storiche di dati che partivano dagli inizi del 1800, che nel lungo periodo il ritorno dell'investimento in azioni superava comunque quello dell'investimento in obbligazioni. Con questa motivazione giustificava e riteneva sostenibili i prezzi elevati delle azioni allora prevalenti, misurati attraverso i meccanismi di *price-earnings*. Si ricorderà che, al termine della Grande Depressione, i prezzi delle azioni americane erano scesi di quasi il 90% rispetto a quelli che erano risultati essere i picchi dell'inizio del 1929.

Considerazioni analoghe avevano sospinto molti analisti e consulenti finanziari, e alcuni accademici, a suggerire di investire in azioni nella fase più acuta della crisi finanziaria. Le obbligazioni avevano viceversa rappresentato un rifugio per molti investitori, anche per il sostegno dei corsi derivanti dal prolungato *quantitative easing* monetario. Eppure, dieci anni dopo, anche in conseguenza dei tassi di interesse nominali negativi, l'investimento in azioni è stato mediamente vincente. Come sopra indicato, si è ora aperta una fase delicata di ricomposizione dei portafogli finanziari.

Il volume curato da Gandolfi offre una panoramica esaustiva e rigorosa dei modelli di valutazione delle azioni e invita comunque alla necessaria precauzione nell'investimento di titoli a rischio, sia per il possibile default, sia per l'intrin-

seca volatilità. Al termine della lettura dei dieci capitoli del libro, il lettore ha ben chiaro che la presenza di molte tipologie di rischio – mercato, credito, liquidità, finanziamento, ecc. – richiede una visione olistica della gestione del rischio. Ne derivano rilevanti complicazioni nel perseguimento di una diversificazione ottimale dei portafogli; viene esaltata comunque l'importanza di non concentrare la ricchezza su un unico titolo, in un settore, in una valuta, o in una asset class.

La prima edizione del volume ha svolto, e la nuova edizione svolgerà, un ruolo importante nella diffusione di questi principi, favorendo lo sviluppo di un paradigma che aiuti gli investitori non particolarmente proni al rischio a proteggere il proprio risparmio da shock negativi e da elevata volatilità. Occorre in particolare rendere sempre esplicito al pubblico che il singolo titolo diverso dal benchmark è comunque a rischio.

Sono questi concetti fondamentali non solo per il risparmiatore, ma anche per gli addetti agli sportelli delle banche, per gli stessi consulenti e promotori finanziari. Occorre ribadire che non vi è possibilità di battere il tasso *risk free* se si vuole un rendimento veramente sicuro, ma si possono ottimizzare le scelte con tecniche e strumenti adeguati, come dimostrano i diversi capitoli del libro.



# Introduzione

Gino Gandolfi

Il titolo del presente volume “Scelta e gestione degli investimenti finanziari. L’investitore, il consulente, il gestore di fronte alle decisioni di investimento” sintetizza i contenuti e lascia trasparire i possibili destinatari. In particolare, il libro intende rivolgersi sia agli studenti universitari dei corsi di Economia del Mercato Mobiliare, sia all’ambiente non propriamente universitario, ossia a coloro che intendono disporre di un testo esaustivo che affronti le tematiche relative agli investimenti finanziari con un taglio anche operativo, sia per interesse personale (investitori individuali), oppure in ragione dell’attività professionale svolta (bancari, promotori finanziari, *private bankers* e gestori).

Per cercare di rispondere a tali esigenze, il volume propone un percorso articolato in dieci capitoli, ciascuno dei quali è idealmente suddiviso in tre parti: la prima contiene le nozioni basilari, utili per un investitore individuale non professionale, la seconda e la terza, in aggiunta alla prima, sono destinate al consulente finanziario, al gestore professionale e allo studente universitario, i quali sono chiamati a dominare tutte e tre le parti proposte. Ne consegue che la prima parte è semplice e di fatto introduttiva, la seconda di media difficoltà, la terza di tenore sicuramente più “denso”.

L’idea di procedere alla stesura di un libro – che si pone l’ambizioso obiettivo di rivolgersi a un pubblico così vasto e diversificato – è nata parlando con alcuni colleghi, in particolare, con Luciano Munari e con Giulio Tagliavini. In effetti, ancora oggi, la maggior parte dei testi universitari si rivolge alla sola platea degli studenti universitari e si caratterizza per un taglio molto rigoroso ma, spesso, criptico per il non specialista.

Tale constatazione, associata alla necessità di contribuire al rafforzamento di una corretta educazione finanziaria, nell’interesse di tutte le fasce della popolazione, ha persuaso i vari autori circa l’opportunità di procedere nel solco così delineato. In effetti, come rilevato su base nazionale da numerose indagini, una quota rilevante della popolazione italiana possiede un livello conoscitivo inadeguato per poter affrontare scelte consapevoli in campo finanziario; e ciò anche in ragione della recente e crescente complessità degli strumenti e dei servizi finanziari.

Nel tentativo di voler rispondere alle esigenze del risparmiatore “non esperto” e, al tempo stesso, degli studenti universitari e degli operatori di mercato, la trattazione dei singoli argomenti viene affrontata, laddove è possibile, con il ricorso a numerose esemplificazioni. L’auspicio è quello di consentire al lettore di cogliere le logiche sottostanti ai singoli processi valutativi e, soprattutto, di sa-

per interpretare correttamente il risultato derivante dall'applicazione dei singoli modelli, facendo prevalentemente ricorso all'intuizione e alla logica.

Il lavoro, come anticipato, è organizzato in dieci capitoli.

Nel capitolo 1 vengono prospettati i principali lineamenti della teoria del mercato dei capitali. In particolare, dopo aver introdotto il concetto di rendimento e di rischio a livello di singolo strumento finanziario, nel primo paragrafo viene affrontato il tema della diversificazione di Markowitz che, essendo alla base della moderna teoria di portafoglio, si ritiene debba costituire il punto di partenza dell'intero manuale. Nella seconda parte, dopo aver richiamato gli assunti e i concetti chiave caratterizzanti il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), vengono analizzati i vari problemi, di natura sia concettuale sia applicativa, e proposte alcune possibili soluzioni utilizzabili per la stima di ogni elemento di cui si compone il CAPM: la scelta del tasso *risk free*, la definizione del premio al rischio (*equity risk premium*) e la determinazione dei beta, ossia dei parametri espressivi della rischiosità dell'investimento. Il capitolo termina, infine, con l'*Arbitrage Pricing Theory* (APT), che è da considerarsi un modello alternativo al CAPM al fine di giungere alla determinazione del rendimento atteso dei titoli finanziari. Mentre quest'ultimo modello postula l'esistenza di una situazione di equilibrio del mercato finanziario, l'APT si basa su assunzioni meno restrittive che vengono adeguatamente argomentate.

Nel capitolo 2 si analizzano tre tematiche logicamente distinte, ma tra loro legate per le finalità alle quali si ispirano: la spiegazione del comportamento dei soggetti che operano nei mercati finanziari e della dinamica dei prezzi che in essi si formano. Nella prima parte viene descritta la teoria dei mercati efficienti, concepita da Eugene Fama tra gli anni Sessanta e Settanta, e se ne discute la fondatezza. Nella seconda parte viene descritta la *Behavioral Finance*, filone di ricerca che, alla luce di un'ampia evidenza empirica, giunge a stabilire che gli individui assumono decisioni in modo non sempre razionale, poiché tendono a compiere errori sistematici dettati da anomalie di ragionamento e di comportamento, circostanza che potrebbe indurre i mercati a deviare dalla condizione di efficienza. La terza parte, infine, propone uno spunto di sistematizzazione dei contributi offerti dalla letteratura finanziaria per spiegare la dinamica dei prezzi di borsa.

Il capitolo 3, traendo spunto dalle considerazioni formulate nel precedente capitolo, affronta il tema dell'analisi tecnica applicata ai mercati finanziari. Questa analisi, infatti, è definibile come un metodo empirico di indagine economica che può essere in grado di evidenziare analogie di comportamento nelle dinamiche dei prezzi, grazie alla sua idoneità a descrivere la psicologia degli operatori. In particolare, dopo aver descritto gli elementi essenziali della *Dow Theory*, vengono affrontati, nell'ordine, l'analisi tecnica grafica, che consiste nell'analisi dei grafici relativi all'andamento dei prezzi al fine di individuare le tendenze, i livelli di supporto e resistenza o le configurazioni particolarmente ricorrenti, nonché l'analisi tecnica algoritmica che, invece, si basa sull'applicazione di alcuni algoritmi ai prezzi e ai volumi storici, con l'obiettivo di cogliere possibili segnali circa la dinamica dei prezzi medesimi. Il capitolo termina con un'esemplificazione pratica relativa a una possibile tecnica di trading.



Il capitolo 4 è interamente dedicato alle obbligazioni. Nella prima parte l'attenzione è rivolta agli indicatori di rendimento dei titoli senza cedola e con cedola fissa; la seconda parte affronta la valutazione delle obbligazioni con cedole variabili; la terza parte analizza la misurazione della liquidità e del rischio dei titoli obbligazionari. Vengono affrontati, nell'ordine, il rischio di reinvestimento e il rischio di prezzo per i titoli senza cedola, con cedola fissa e con cedola variabile e, infine, il rischio di credito, indagato nelle seguenti fattispecie: il rischio di insolvenza, il rischio di "migrazione" e il rischio Paese.

Il capitolo 5 costituisce l'ideale prosecuzione del precedente in quanto ad esso intrinsecamente connesso, ed è dedicato alla *term structure*, ossia alla struttura dei rendimenti per scadenza, che rappresenta la distribuzione continua dei rendimenti dei titoli privi di cedola in funzione della relativa scadenza, titoli omogenei per tutte le caratteristiche tranne, ovviamente, per la scadenza. Nella prima parte vengono presentate le teorie tradizionali di analisi della *term structure*, proposte fino agli anni Sessanta e basate sostanzialmente sul ruolo del rischio e sul comportamento degli investitori; nella seconda vengono analizzati i modelli più moderni, sviluppati a partire dagli anni Settanta e riconducibili alla teoria della finanza che determina il processo di evoluzione dei tassi in termini stocastici o ad albero; infine, nella terza parte viene dimostrato come la conoscenza della *term structure* consente di valutare i diversi strumenti finanziari, con particolare riferimento ai titoli obbligazionari e ad alcune tipologie di strumenti derivati.

Nel capitolo 6 vengono descritti i principali metodi di valutazione dei titoli azionari, con lo specifico obiettivo di evidenziarne gli aspetti teorici e, al tempo stesso, di proporre alcune indicazioni o avvertenze, provenienti dalla prassi operativa, che possono essere seguite nella loro applicazione. Posto che l'individuazione del valore teorico di un titolo azionario è influenzato dall'individuazione della metodologia ritenuta più idonea in funzione del caso specifico, è altrettanto evidente quanto la scelta della metodologia debba tenere in considerazione le finalità ricercate dal destinatario finale della valutazione, nonché il contesto nel quale essa si sviluppa: i mercati finanziari, la fiscalità di impresa, la cornice normativo-regolamentare. Alla luce di tali premesse, il capitolo affronta i seguenti tre approcci fondamentali: l'approccio basato sui flussi di risultato con metodo finanziario, reddituale e del valore (extra profitti); l'approccio di mercato con metodo dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili; l'approccio patrimoniale con metodo semplice e complesso.

Il capitolo 7 è dedicato agli strumenti derivati e, di fatto, chiude il trittico che analizza le tecniche di valutazioni dei singoli strumenti finanziari. Nella prima parte, dopo aver fornito gli indispensabili elementi definatori, vengono analizzate le caratteristiche strutturali di base dei diversi contratti derivati e vengono proposte alcune modalità di classificazione degli stessi. Nelle due parti successive viene fornito un approfondimento sulle tecniche di pricing e sulle diverse strategie operative (speculazione, copertura e arbitraggio) realizzabili mediante l'utilizzo di alcuni strumenti derivati: i future, su titoli azionari e su indici azionari, e i contratti a contenuto opzionale.

Il capitolo 8 affronta le tematiche del *personal financial planning* e del pro-

cesso di *asset allocation*. Più precisamente, la prima parte propone una serie di riflessioni di carattere qualitativo con una focalizzazione mirata alla fase delle indicazioni propositive su portafogli e sui titoli da parte di un consulente finanziario a un potenziale investitore, nonché al problema dell'abbinamento tra caratteristiche dell'investitore e caratteristiche di prodotto; i paragrafi successivi, invece, affrontano l'adozione delle strategie di investimento realizzabili sulla base delle più idonee tecniche quantitative e con la costruzione di portafogli finanziari che, in ultima istanza, il *financial planner* dovrà selezionare e proporre solamente alla clientela più idonea.

Il capitolo 9 analizza le problematiche connesse con lo stile e con le tecniche di gestione di un portafoglio finanziario. In altri termini, esso prosegue l'analisi relativa alle fasi che costituiscono l'attività di gestione delegata di un portafoglio finanziario. Nella prima parte viene proposta una possibile classificazione dei differenti stili di gestione di un portafoglio nei confronti di un benchmark; nelle successive l'attenzione viene rivolta alle tecniche di gestione di portafoglio, le quali vengono indagate in funzione del diverso ruolo ricoperto dal gestore del portafoglio medesimo. Vengono descritte le tecniche: *Buy and Hold*, *Constant-Mix*, *Constant Proportion Portfolio Insurance (CPI)*, *Core-Satellite*, *Active Alpha-based* e *Beta-based*.

Il capitolo 10 conclude il libro con il tema della valutazione della performance. In particolare, nella prima parte vengono descritte le principali metodologie di valutazione del rendimento di periodo, assumendo il punto di vista di un potenziale investitore di fronte a forme di investimento, quali le gestioni patrimoniali individuali e collettive. Nella seconda parte, dopo un breve riferimento ai principali studi sul fenomeno della persistenza dei rendimenti, vengono descritti gli indicatori utilizzati per valutare la performance e l'abilità del gestore. Tali indicatori, il cui uso è consolidato nella prassi, sono basati sulla valutazione congiunta dei profili di rendimento e di rischio e sono i seguenti: l'indice di Sharpe, l'indice di Treynor, l'indice di Sortino, l'indice di Modigliani, l'indice di Barra, l'Alpha di Jensen, il Gamma di Treynor-Mazuy. Nella parte conclusiva del capitolo vengono descritti i rating e gli scoring creati da apposite agenzie per esprimere giudizi in merito a una specifica gestione.

\* \* \*

Prima di dare alle stampe questo scritto desidero rivolgere il mio pensiero riconoscente ad alcune persone senza il cui contributo il libro non sarebbe mai nato e, probabilmente, il mio percorso di vita sarebbe stato diverso.

Innanzitutto, devo il mio ringraziamento ai professori Luciano Munari e Roberto Ruozi, per avermi incoraggiato nell'intraprendere la carriera universitaria e per aver guidato la mia attività scientifica con consigli sempre preziosi.

Sono tanti i Colleghi che dovrei ringraziare uno a uno, ma per ragioni di brevità, non mi è possibile. Si tratta di veri Amici che ammiro e con i quali ho maturato esperienze di lavoro talmente rilevanti da segnare in modo significativo la mia vita, non solo quella professionale.

Un ringraziamento doveroso deve essere anche rivolto a tutti coloro che hanno accettato di arricchire il presente manuale con i propri contributi e che hanno dovuto sopportare le mie, spero, ben accette pressioni.

Non posso certamente dimenticare gli affetti più cari. Penso ai miei genitori e a mia sorella Alice che, da sempre, con straordinario amore, hanno guidato e sostenuto il mio “cammino”; a Tiziana, Giulia, Gloria e Vittorio Romano ai quali desidero dedicare il libro perché, ogni giorno, sono la fonte della mia felicità.

© Copyright 2018  
ABIServizi

Bancaria Editrice  
ABIServizi Spa  
Via delle Botteghe Oscure, 4  
00186 Roma  
Tel. (06) 6767.391-2-3-4-5  
Fax (06) 6767.397  
**www.bancariaeditrice.it**  
ordiniclienti@abiservizi.it

ISBN: 978-88-449-1153-9

È vietata la riproduzione, anche parziale, con qualsiasi mezzo effettuata, compresa la fotocopia, anche ad uso interno o didattico, non autorizzata.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano.  
e-mail: autorizzazioni@clearedi.org  
sito web: www.clearedi.org

Grafica e impaginazione: Valeria Fontana



## Scelta e gestione degli investimenti finanziari

L'instabilità dei mercati finanziari che ha caratterizzato l'ultimo decennio e la complessità dei nuovi strumenti di investimento accrescono l'esigenza di investitori e risparmiatori meno esperti di effettuare scelte in campo finanziario sempre più consapevoli. Informazioni trasparenti, conoscenze dettagliate e, in generale, più cultura finanziaria diventano essenziali per valutare correttamente i rischi e le opportunità di qualunque tipo di investimento. La nuova edizione del volume affronta a tutto campo il tema della valutazione e della gestione degli investimenti finanziari, passando da un inquadramento generale della teoria del mercato dei capitali alla spiegazione dei comportamenti dei soggetti che operano nei mercati finanziari e della dinamica dei prezzi; dall'analisi tecnica dei mercati al complesso tema delle obbligazioni; dall'esame della struttura dei rendimenti per scadenza ai principali metodi di valutazione in materia di titoli azionari e alle caratteristiche degli strumenti derivati; dalle tematiche del *personal financial planning* e della *asset allocation* allo stile e alle tecniche di gestione di un portafoglio finanziario, per chiudersi con una approfondita disamina dedicata alla valutazione della performance.

Grazie a una trattazione che affianca riflessione teorica, verifica empirica e taglio pratico-operativo, il volume propone un percorso articolato in 10 capitoli, ciascuno dei quali è idealmente suddiviso in tre parti. La prima contiene le nozioni basilari, utili per un investitore individuale non professionale; la seconda e la terza, affrontando i vari problemi in maniera via via più complessa e dettagliata, sono destinate a un pubblico di specialisti, per aiutarli a comprendere le logiche sottostanti ai singoli processi valutativi e a interpretare correttamente il risultato derivante dall'applicazione dei singoli modelli.

Tale approccio rende il volume adatto a una platea di lettori vasta e diversificata, che comprende studiosi e studenti, ma anche singoli investitori, bancari, promotori finanziari, *private bankers* e gestori.

### • Collana Banca e Mercati •

*La Collana è dedicata principalmente a due filoni: la gestione delle istituzioni finanziarie e il funzionamento dei mercati mobiliari.*

*Di questi temi affronta essenzialmente i contenuti applicativi, senza rinunciare al rigore dell'indagine e del metodo, proponendo contributi di immediata utilità pratica per la professione bancaria e finanziaria.*

*La Collana è articolata in 5 serie tematiche:*



MANUALI



SAGGI



STRUMENTI



MATERIALI



OSSERVATORI