

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

G. PETRELLA

**“LE COMPONENTI DEL RENDIMENTO
DEI PORTAFOGLI GESTITI.
PERFORMANCE ATTRIBUTION
AI FONDI BILANCIATI
DI DIRITTO ITALIANO”**

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Abstract

La *performance attribution* è una metodologia di scomposizione del rendimento di un fondo in singole componenti distintamente identificabili nel processo di gestione di un portafoglio. In particolare, il rendimento complessivo è disaggregato in componenti autonome riconducibili all'asset allocation strategica, all'asset allocation tattica e all'attività di selezione titoli. La *performance attribution* appare uno strumento particolarmente utile per il monitoraggio, il controllo e la valutazione delle attività di gestione di un portafoglio per finalità sia interne che esterne. A fini interni, la scomposizione dei rendimenti consente di delineare le aree di responsabilità dei soggetti coinvolti nella gestione di un portafoglio e facilita l'adozione di forme di remunerazione correlate all'effettivo contributo apportato da ciascuno al rendimento complessivo del portafoglio gestito. Per finalità esterne, la *performance attribution* può essere utilizzata per selezionare e/o valutare fondi alternativi nelle gestioni patrimoniali plurimarca oppure per valutare l'attività dei gestori di patrimoni di fondi pensione.

In questo lavoro si presenta la scomposizione dei rendimenti di 62 fondi bilanciati di diritto italiano per il periodo gennaio 1999-luglio 2000. L'asset allocation strategica rappresenta in media (mediana) il 57,4% (52,3%) del rendimento complessivo, l'asset allocation tattica il 15,1% (12,9%) e la selezione titoli il 27,5% (35,1%). L'attività di gestione contribuisce, in media, al 42,6% del rendimento complessivo del fondo. L'analisi empirica evidenzia un elevato grado di eterogeneità tra i fondi del campione in termini di attivismo della gestione ed effettivo contributo della stessa al rendimento complessivo del portafoglio. I risultati della scomposizione risentono del consistente andamento rialzista che ha caratterizzato i mercati azionari nel periodo analizzato.

La variabilità dei rendimenti nel tempo deriva in gran parte dall'andamento dei rendimenti benchmark (77,1%) e in misura ridotta dalla variabilità dei pesi (3,5%) e dall'attività di selezione titoli (19,4%). L'intensità della relazione rendimenti effettivi-rendimenti benchmark, robusta rispetto a diverse specificazioni dei rendimenti, risulta tanto più forte quanto maggiore è la dimensione – misurata dal patrimonio gestito – del fondo. Verifiche ulteriori evidenziano che l'elevata dipendenza dei rendimenti effettivi dall'andamento dei benchmark è spiegata dall'andamento del mercato e non dall'assunzione di una particolare asset allocation strategica.

Il confronto dei risultati emersi dall'analisi dei fondi bilanciati italiani con studi condotti negli Stati Uniti evidenzia una significativa divergenza: i risultati in serie storica sono pienamente coerenti, quelli relativi alla *performance attribution* presentano, invece, importanti differenze. In particolare, mentre per i fondi statunitensi i rendimenti benchmark sono difficilmente superati da quelli effettivi, per l'Italia si rileva l'evidenza empirica opposta. Si ritiene che tale divergenza di risultati sia principalmente riconducibile a diversità nell'orizzonte temporale di riferimento degli studi, all'andamento dei mercati azionari nel periodo analizzato e, in misura minore, a modalità inefficienti di stima dei pesi standard adottate negli studi statunitensi.

Parole chiave: *performance attribution*; fondi bilanciati; valutazione gestori.

DOTT. GIOVANNI PETRELLA*

Ricercatore di Economia degli Intermediari Finanziari presso la Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicuratrici dell'Università Cattolica del Sacro Cuore.

1. Premessa

In un mondo privo di frizioni, in cui vi è perfetta omogeneità informativa, non sussistono indivisibilità nelle transazioni finanziarie, non vi sono effetti distorsivi derivanti dall'imposizione fiscale, i fondi comuni aperti d'investimento in valori mobiliari non hanno ragion d'essere. Ciascun individuo può direttamente investire in titoli e costruire il proprio portafoglio in maniera altrettanto efficiente quanto un fondo che aggrega i patrimoni di diversi soggetti. In presenza di lotti minimi di negoziazione e costi fissi di transazione i fondi comuni godono, invece, di alcuni vantaggi. Anzitutto, essi consentono di superare le indivisibilità e i limiti all'operatività imposti dai lotti minimi. In secondo luogo, i fondi comuni godono di economie di scala nella diversificazione, in quanto l'incidenza unitaria dei costi fissi si riduce con l'aggregazione dei patrimoni individuali in un portafoglio collettivo (Baglioni, 2000).

La progressiva riduzione dei costi di transazione e

** Ringrazio il professor Francesco Cesarini, che ha seguito lo sviluppo della ricerca nelle sue diverse fasi, per i commenti e i suggerimenti forniti e i professori Mario Anolli, Giancarlo Forestieri, Paolo Gualtieri e Giuseppe Lusignani per le indicazioni metodologiche e l'aiuto nell'interpretazione dei risultati. Sono grato, inoltre, ad Assogestioni per aver messo a disposizione i dati relativi alla composizione di portafoglio dei fondi e all'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa (ASSBB) per il finanziamento della ricerca. Rimango, naturalmente, esclusivo responsabile di eventuali errori.*

l'abbassamento dei lotti minimi di negoziazione imposti nei mercati regolamentati¹ riduce l'efficacia di tali argomentazioni a supporto dell'esistenza dei fondi comuni aperti. Al contempo, l'elevatissimo livello di diffusione di tali strumenti² appare difficilmente compatibile con spiegazioni fondate esclusivamente su frizioni e imperfezioni di tipo transazionale. Allen e Santomero (1997), partendo dalla premessa secondo cui le teorie basate sull'asimmetria informativa colgono soltanto uno degli aspetti rilevanti dell'intermediazione, interpretano la crescita dei fondi comuni come un modo efficiente per investire economizzando i costi di *learning e monitoring* legati alla partecipazione diretta al mercato. L'investimento attraverso fondi rappresenta il modo più efficiente ed economico per "acquistare" diversificazione e competenze professionali in un ambiente finanziario complesso. La gestione professionale si rivela, pertanto, elemento cruciale per motivare l'esistenza e lo sviluppo quantitativo dei fondi comuni. Il gestore, nei limiti del mandato conferitogli, è direttamente e propriamente responsabile delle scelte di composizione del portafoglio (quali titoli e con quale peso sul totale) e da tali scelte dipende linearmente il rendimento complessivo del portafoglio gestito.

Considerata la centralità del ruolo del gestore, il presente lavoro intende indagare le metodologie che consentono di inferire la misura in cui l'attività del gestore contribuisce al rendimento complessivo del portafoglio e quali decisioni del gestore stesso influenzano maggiormente il risultato finale. In particolare, si intende presentare (i.) una

¹ I titoli negoziati al Nuovo Mercato della Borsa Italiana prevedono, ad esempio, che il lotto minimo di negoziazione sia pari a una azione.

² Si veda, in proposito, Banfi (1998).

metodologia di *performance attribution* (o *return attribution*) che consente di scomporre il rendimento complessivo di un fondo in tre distinte componenti riconducibili all'asset allocation strategica, all'asset allocation tattica e all'attività di selezione titoli; (ii.) un'applicazione di tale metodologia all'universo dei fondi comuni bilanciati di diritto italiano e (iii.) un confronto con i risultati ottenuti da noti studi condotti su fondi statunitensi.

La motivazione principale del lavoro risiede nel vasto ambito di applicabilità della *performance attribution*. Sebbene in questa sede sia stata applicata a un campione di portafogli, la *performance attribution* appare una metodologia particolarmente utile per il monitoraggio, il controllo e la valutazione delle attività di gestione di un portafoglio. Essa, infatti, consente di quantificare l'apporto della gestione professionale nel determinare il rendimento complessivo di un portafoglio gestito. La *performance attribution* può essere utilizzata per finalità sia interne che esterne.

A fini interni, la scomposizione dei rendimenti consente di delineare le aree di responsabilità dei soggetti coinvolti nella gestione di un portafoglio. In proposito, la *performance attribution* permette di esprimere la performance effettiva come somma dei contributi delle componenti prima richiamate (asset allocation strategica, asset allocation tattica e selezione titoli), ciascuna delle quali riconducibile a una categoria specifica di decisioni (decisori) prese (presenti) a livelli diversi del processo di costruzione di un portafoglio. Se usata per finalità interne, la *performance attribution* consente, quindi, di individuare analiticamente il contributo dei vari soggetti che

partecipano alla gestione di un portafoglio, facilitando così l'adozione di forme di valutazione e remunerazione correlate all'effettivo contributo apportato da ciascuno alla performance complessiva del portafoglio.

Oltre che per finalità propriamente inerenti al controllo interno, la *performance attribution* può essere utilizzata anche per finalità esterne legate alla gestione delegata del risparmio. In particolare, essa può essere usata per selezionare e/o valutare fondi alternativi nelle gestioni patrimoniali plurimarca oppure per valutare l'attività dei gestori di patrimoni di fondi pensione. L'applicazione sistematica di metodologie di *performance attribution* è, inoltre, facilitata dall'obbligatorietà del benchmark per i fondi comuni italiani³.

Il lavoro si articola come segue: il paragrafo 2 definisce la *performance attribution* e ne illustra le modalità di implementazione; il paragrafo 3 descrive il campione, presenta i risultati della scomposizione e analizza il rapporto tra rendimenti effettivi e rendimenti benchmark; il paragrafo 4 confronta i risultati ottenuti con quelli degli studi statunitensi sopra citati; il paragrafo 5 presenta le conclusioni.

³ L'articolo 50, comma 2, del regolamento Consob 11522/1998 prescrive l'evidenziazione nel prospetto informativo di "un parametro oggettivo di riferimento (benchmark), costruito facendo riferimento ad indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo, coerente con i rischi connessi alla gestione dell'OICR, al quale confrontare il rendimento dell'OICR stesso". Per un'analisi dei benchmark adottati dai fondi comuni di diritto italiano si rinvia ad Assogestioni (2000b) e Basile (1999).

2. La performance attribution

2.1 Definizione

La *performance attribution* è una metodologia empirica che consente di scomporre il rendimento complessivo di un fondo in singole componenti autonomamente identificabili nel processo di gestione di un portafoglio. Tale processo si articola in tre attività principali (Sharpe et al., 1999): (1.) la definizione dell'asset allocation strategica; (2.) la definizione dell'asset allocation tattica; (3.) la selezione dei titoli.

La prima categoria di decisioni consiste nella definizione della politica di investimento di lungo periodo del portafoglio (*investment policy o asset allocation policy*) e implica la definizione dei pesi normali o standard delle classi di attività (asset class) incluse nel portafoglio⁴. L'asset allocation tattica consiste, invece, nella decisione di sovrappesare o sottopesare le classi di attività rispetto ai pesi normali definiti *sub 1.* al fine di migliorare il profilo di rischio-rendimento del portafoglio gestito. L'attività che conduce alla definizione dell'asset allocation tattica è

⁴ Per classe di attività si intende una categoria di titoli che rispetta due requisiti fondamentali: rappresenta una porzione significativa del mercato ed esibisce modesta correlazione esterna (inter class). Nel mercato azionario statunitense si considerano, ad esempio, tre asset class distinte: le large cap, le mid cap e le small cap. Nel periodo 1973-1999, esse hanno in media rappresentato, rispettivamente, il 66%, il 22% e il 12% della capitalizzazione complessiva dei mercati azionari statunitensi (Pradhuman, 2000). Con riferimento al secondo requisito, la correlazione tra i rendimenti di small cap (indice Russell 2000) e large cap (S&P500 Composite), è stata pari a 0,62 nell'ultimo decennio. Essa ha, inoltre, evidenziato un andamento decrescente: 0,80 nel periodo 1990-1995, 0,49 nel periodo 1996-2000 (elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream).

sovente indicata come tempistica, *market timing* o anche *active asset allocation*. La selezione dei titoli (*security selection*) consiste, infine, nell'individuazione dei titoli da detenere nell'ambito di ciascuna classe di attività finanziarie.

2.2 Implementazione

L'obiettivo della performance attribution consiste nell'attribuire a ciascuna delle tre attività precedenti una parte del rendimento del portafoglio gestito. A tal fine è necessario delineare un modello di scomposizione del rendimento complessivo in configurazioni di rendimenti parziali che, aggregate progressivamente, concorrono a formare il rendimento totale⁵. La Figura 1 presenta una matrice che illustra schematicamente quattro configurazioni di rendimenti parziali, identificate in relazione alle attività di asset allocation tattica (sub 2.) e selezione titoli (sub 3.).

L'asset allocation tattica riguarda i pesi di ciascuna classe di attività del portafoglio (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, ecc.). Essa assume la configurazione "standard" se tali pesi coincidono con quelli definiti dall'asset allocation strategica oppure quella "effettiva" se si considerano i pesi ricavati dalla composizione reale del portafoglio. A sua volta, l'attività di selezione titoli può essere, per ciascuna classe di attività, "standard" se i titoli in portafoglio rispecchiano fedelmente le quote di rappresentatività (cioè i pesi) dell'indice di riferimento della classe di attività

⁵ In questo paragrafo si illustra, con alcuni adattamenti, il modello originariamente delineato da Brinson et al. (1986, 1991) e successivamente ripreso da Ibbotson e Kaplan (2000).

considerata oppure “effettiva” quando si considerano le percentuali effettivamente incluse nel portafoglio.

Ciascun quadrante della matrice dei rendimenti definisce una configurazione di rendimento. Si possono, pertanto, definire quattro configurazioni di rendimento di un portafoglio:

$$\text{Rendimento standard} = R^{std} = \sum_{i=1}^n w_i^{std} \cdot r_i^{std} \quad [1]$$

$$\text{Rendimento standard a pesi effettivi} = R^{taa} = \sum_{i=1}^n w_i^{act} \cdot r_i^{std} \quad [2]$$

$$\text{Rendimento effettivo a pesi standard} = R^{ss} = \sum_{i=1}^n w_i^{std} \cdot r_i^{act} \quad [3]$$

$$\text{Rendimento effettivo} = R^{act} = \sum_{i=1}^n w_i^{act} \cdot r_i^{act} \quad [4]$$

ove w indica il peso di una classe di attività, r il rendimento, n il numero totale di classi di attività, il pedice i la classe di attività, l’apice std denota un rendimento o un peso standard (o normale)⁶, l’apice act un rendimento o un peso effettivo.

Il passo logicamente successivo alla definizione delle configurazioni di rendimento consiste nel porle in relazione con le tre attività che concorrono alla gestione di un portafoglio. Il contributo dell’asset allocation strategica si rinviene nel rendimento standard, ossia nel rendimento generato dalle classi di attività selezionate nei pesi di lungo periodo (standard) e nella loro composizione normale, ossia replicando il benchmark. Il contributo dell’asset

⁶ Gli attributi normale e standard indicano una caratteristica di “passività” della gestione: il peso normale (o standard) coincide con quello definito nel benchmark, il rendimento normale (o standard) si ottiene replicando l’indice. Nel seguito si utilizzerà esclusivamente l’attributo standard.

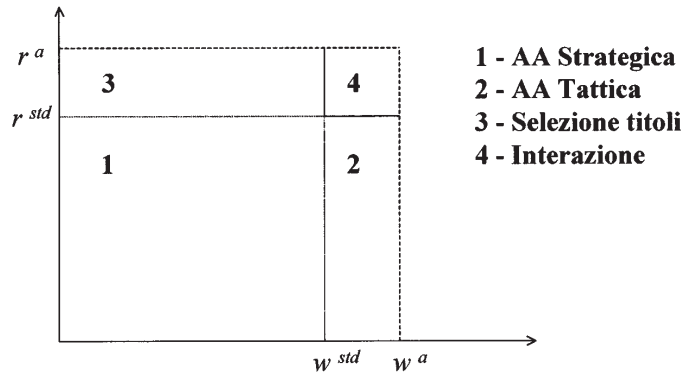
Figura 1. Matrice dei rendimenti.

		Selezione titoli	
		Standard	Effettiva
Asset allocation tattica	Standard	1 – Rendimento standard	3 – Rendimento effettivo a pesi standard
	Effettiva	2 – Rendimento standard a pesi effettivi	4 – Rendimento effettivo

allocation tattica deriva dalla decisione di sovrappesare o sottopesare alcune classi di attività e può essere isolato confrontando il rendimento standard a pesi effettivi [2] con il rendimento standard [1]. Infine, l’attività di selezione titoli comporta l’investimento in portafogli di attività finanziarie diverse (nella composizione) rispetto agli indici di riferimento della classe di attività considerata. Il valore aggiunto di tale attività si ritrova nello scostamento osservabile tra il rendimento normale della classe di attività e il rendimento effettivo del portafoglio limitatamente alla medesima classe di attività finanziarie.

La Figura 2 illustra graficamente il contributo delle singole attività di gestione al rendimento complessivo di una classe di attività.

Figura 2. La performance attribution per la classe di attività *i*.



L'area 1 indica il contributo dell'asset allocation strategica, mentre la parte rimanente è riconducibile alle componenti di gestione attiva. In particolare, il contributo dell'asset allocation tattica (AAT), rappresentato dall'area 2 della Figura, e della selezione titoli (ST), rappresentato dall'area 3, può essere quantificato, nell'ambito della classe di attività *i*, come segue:

$$AAT_i = (w_i^{act} - w_i^{std}) r_i^{std} \quad [5]$$

$$ST_i = w_i^{std} \cdot (r_i^{act} - r_i^{std}) \quad [6]$$

Per il portafoglio nel suo complesso, invece, il contributo delle due attività può essere stimato come segue:

$$AAT_{port} = \sum_{i=1}^n (w_i^{act} - w_i^{std}) r_i^{std} \quad [7]$$

$$ST_{port} = \sum_{i=1}^n w_i^{std} \cdot (r_i^{act} - r_i^{std}) \quad [8]$$

Infine, l'area "4 - Interazione" della Figura 2 deriva dall'effetto combinato della selezione e dell'asset allocation tattica. L'apporto di quest'area dipende dall'azione congiunta delle due attività e risulta positivo quando l'asset class è sovrappesata e il rendimento effettivo supera quello standard oppure quando l'asset class risulta (opportunamente) sottopesata in congiunzione con un rendimento effettivo inferiore a quello standard. In definitiva, è sufficiente che il prodotto $(w_i^{act} - w_i^{std}) (r_i^{act} - r_i^{std})$ sia positivo. Se, invece, tale prodotto risulta negativo, l'effetto interazione contribuisce negativamente al rendimento complessivo in quanto l'asset class è sovrappesata quando il rendimento effettivo è inferiore a quello standard oppure (inopportunamente) sottopesata nel caso opposto.

3. L'analisi empirica

3.1 Descrizione del campione

Il campione di riferimento iniziale è rappresentato dall'universo dei fondi comuni di diritto italiano appartenenti alla categoria "bilanciati" al 31 luglio 2000. A tale data i fondi bilanciati censiti da Assogestioni sono 66 (78 a novembre 2000), pari al 7,1% (8,1%) del totale di fondi comuni di diritto italiano, e gestiscono 66,7 miliardi di euro (72,7), rappresentativi del 14,2% (15,8%) del patrimonio complessivo dei fondi comuni di diritto italiano. Dal campione iniziale sono stati esclusi i fondi di cui non è disponibile la ripartizione del patrimonio gestito per classi di attività o il benchmark di riferimento adottato (ad esempio, Artigiancassa Mix) e i fondi con meno di dieci osservazioni mensili alla data di chiusura delle rilevazioni (ad esempio, Putnam Global Balanced, Zeta Growth and Income). Il campione definitivo è costituito da 62 fondi bilanciati di diritto italiano.

Per ciascun fondo incluso nel campione definitivo sono state raccolte le seguenti informazioni con frequenza mensile nell'intervallo 31 gennaio 1999-31 luglio 2000^{7,8}: la composizione del portafoglio effettivamente investito ripartito per asset class (w_i^{act}), il rendimento effettivo del

⁷ Si è ritenuto opportuno non considerare dati anteriori al 1999 in quanto l'adozione delle parità fisse dell'UME ha comportato la ridefinizione dei confini delle asset class rilevanti nella gestione e, pertanto, una consistente ricomposizione dei portafogli gestiti. Sull'identificazione delle asset class rilevanti si rinvia a Greer (1997).

⁸ Nel periodo in esame non vi è alcun fondo bilanciato di diritto italiano che cessa di esistere (Assogestioni, 2000, p. 93). L'analisi non risente, pertanto, di distorsioni indotte dal *survivorship bias*.

fondo (R^{act}), la definizione del benchmark di riferimento (w_i^{std}), i rendimenti degli indici considerati nel benchmark di riferimento (r_i^{act})⁹. I rendimenti dei fondi e degli indici provengono dal database Thomson Financial-Datastream. I dati relativi alla composizione del patrimonio e del benchmark sono di fonte Assogestioni. Non sono pubblicamente disponibili i dati relativi ai rendimenti effettivi delle singole classi di attività (r_i^{act}).

La scelta di analizzare i fondi bilanciati, oltre che da considerazioni dettate dalla rappresentatività di tale categoria, è motivata dalle caratteristiche proprie di tali fondi che consentono di mettere in particolare risalto le modalità di applicazione delle metodologie di *performance attribution*. I fondi bilanciati investono, infatti, in diverse classi di attività (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, ecc.) e definiscono conseguentemente la propria asset allocation strategica con riferimento a tali opportunità di investimento. Deviazioni dall'allocation strategica sono, pertanto, più facilmente rinvenibili in fondi che investono per loro natura in diverse asset class piuttosto che in fondi che per elezione investono in un'unica classe di attività

¹⁰ L'inclusione nel benchmark definito dalla società di gestione di indici rappresentativi di asset class parzialmente coincidenti (ad esempio, MSCI World e Comit Globale), riscontrata in 14 casi, può potenzialmente provocare distorsioni nella scomposizione della performance. Nondimeno, in ragione della causalità di direzione degli effetti, si ritiene che non sussistano distorsioni di natura strutturale nelle stime. Inoltre, gli effetti distorsivi - qualora presenti - sarebbero maggiormente rilevanti nella scomposizione del rendimento per asset class; nel lavoro la scomposizione è stata, invece, effettuata a livello di portafoglio complessivo. In caso di applicazione della *performance attribution* ad un singolo portafoglio, il problema della sovrapposizione dovrebbe essere evitato in sede di definizione del benchmark con un'opportuna selezione degli indici costituenti il parametro di riferimento.

Tabella 1. Caratteristiche distributive della ripartizione per asset class del patrimonio gestito dai fondi del campione nel periodo gennaio 1999-luglio 2000 (valori in percentuale).

	Media	Std dev	Mediana	Min	Max
Titoli di Stato	23.1	11.4	21.2	0.0	46.6
Azioni italiane	22.4	15.8	23.8	0.0	52.7
Azioni estere	27.1	15.3	22.6	0.0	69.9
Obbligazioni italiane	1.7	2.6	0.9	0.0	15.3
Obbligazioni estere	16.8	11.2	16.1	0.0	39.9
Altre attività	9	11.3	5.9	-0.2	71.7

finanziarie (ad esempio, fondi azionari specializzati nell'area Pacifico o negli Stati Uniti)¹⁰. Tale circostanza consente di evidenziare con maggior immediatezza il contributo dell'asset allocation tattica, oltre a quello della selezione dei titoli.

La Tabella 1 sintetizza la ripartizione per classi di attività finanziarie del patrimonio gestito dai fondi inclusi nel campione definitivo¹¹. La composizione tipica del portafoglio di un fondo bilanciato nel periodo appare la seguente: 49% titoli azionari, 42% obbligazioni e 9% altre attività. Nella categoria "Obbligazioni estere" sono inclusi, per una quota rilevante, titoli di Stato non italiani. Come prevedibile, si rileva la sostanziale assenza di investimenti in obbligazioni italiane diverse dai titoli di Stato. La

¹⁰In tali casi la *performance attribution* sarebbe ancora applicabile, ma a condizione di disporre di informazioni circa la ripartizione del patrimonio complessivo per titoli detenuti. Sarebbe, inoltre, necessario individuare le asset class rilevanti nell'ambito di categorie necessariamente più ristrette di quelle canoniche.

¹¹La variabile considerata è la quota mediamente detenuta da ciascun fondo nel periodo analizzato.

distribuzione della categoria "Altre attività" risente di valori negativi e superiori al 100% dovuti a casi, quantitativamente circoscritti, in cui il fondo si indebita a causa di sfasamenti temporanei nella gestione della tesoreria e dei flussi di raccolta¹².

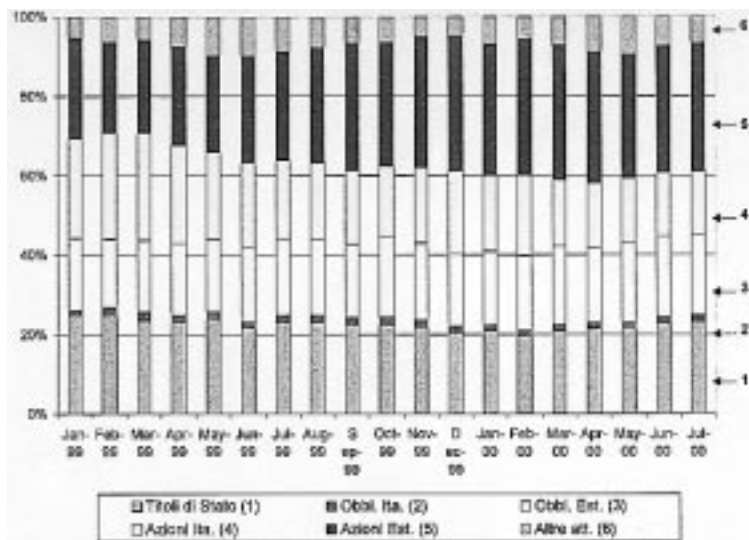
Un'analisi in serie storica dei pesi effettivi evidenzia che, nell'arco temporale analizzato, la composizione del portafoglio, peraltro perfettamente in linea con quella riscontrata negli studi di Brinson et al. (1986, 1991) e Ibbotson e Kaplan (2000), si è rivelata sostanzialmente stabile, ad eccezione della ben nota riallocazione dei portafogli azionari a favore dei titoli esteri in seguito all'entrata nell'UME, nonché alla progressiva riduzione dell'home country bias documentato da Filippa (1998). La Figura 3 illustra tale fenomeno: all'inizio del 1999 l'investimento in titoli azionari era equamente ripartito (25% titoli italiani e 25% titoli esteri), a luglio 2000 il peso medio delle azioni italiane era pari al 15%, quello delle azioni estere al 35%.

3.2 Scomposizione dei rendimenti

L'implementazione della metodologia di *performance attribution* delineata al paragrafo 2 richiede la disponibilità dei pesi e dei rendimenti standard ed effettivi delle asset class che compongono il patrimonio del fondo. L'indisponibilità del rendimento effettivo per asset class (r_i^{act}), e quindi l'impossibilità di stimare la [6], rende necessaria l'adozione di una strategia di scomposizione

¹² Il regolamento della Banca d'Italia 20.09.1999 disciplina i casi in cui la società di gestione del risparmio può assumere prestiti rispettando il limite massimo del 10% del patrimonio complessivo del fondo.

Figura 3. Composizione mensile media del portafoglio dei fondi bilanciati del campione nel periodo gennaio 1999-luglio 2000.



alternativa.

In particolare, data la disponibilità dei rendimenti effettivi del portafoglio (R^{act}), risulta possibile calcolare l'effetto della selezione titoli a livello di portafoglio, cioè la [8], e non di singola classe di attività. A tal fine si attribuisce integralmente l'effetto interazione (area 4 della Figura 2) alla componente di selezione titoli (area 3 della Figura 2). Tale assunzione, oltre ad essere diffusa a livello internazionale (Bodie et al., 1999, p. 770), non appare particolarmente problematica: si tratta, infatti, di un'approssimazione numericamente contenuta (è il prodotto di due differenze percentuali) e, soprattutto, non distorce la stima poiché può assumere con uguale

probabilità valori sia positivi che negativi di pari entità e, pertanto, ha un valore atteso tendenzialmente nullo. Si ridefinisce, dunque, la [6] come segue:

$ST_C = w_i^{act} \cdot (r_i^{act} - r_i^{std})$ [6bis]
 Conseguentemente, per il portafoglio complessivo si ha:

$$ST_{port} = \sum_{i=1}^n w_i^{act} \cdot (r_i^{act} - r_i^{std}) = \sum_{i=1}^n w_i^{act} r_i^{act} - \sum_{i=1}^n w_i^{act} r_i^{std} \quad [8bis]$$

La Tabella 2 presenta i rendimenti annualizzati nelle diverse configurazioni e la ripartizione del rendimento effettivo nelle tre componenti principali. Il rendimento fino al mese N-esimo, calcolato sui rendimenti mensili r_i , è dato da:

$$r_{totale} = \prod_{i=1}^N (1 + r_i) \quad [9]$$

Il rendimento composto annualizzato è, invece, dato da:

$$r_{annuo} = (1 + r_{totale})^{1/N} - 1 \quad [10]$$

Per ciascuna configurazione di rendimento si considera l'opportuna combinazione di pesi (standard ed effettivi) e rendimenti (standard ed effettivi) definiti al paragrafo 2. Il rendimento standard su base annua medio (mediano) dei fondi analizzati è pari, nel periodo in esame, al 6,3% (6,1%), quello sintetico¹³ all'8% (7,4%) e quello effettivo al 12,3% (10,7%). L'attività del gestore, oltre ad innalzarne il rendimento, comporta altresì un aumento del rischio di portafoglio, desumibile dall'incremento della deviazione

¹³ Il rendimento sintetico indica il rendimento standard a pesi effettivi calcolato secondo la [2].

Tabella 2. Rendimenti annualizzati

	Media (dev std)	Mediana	Min	Max	Indice di Sharpe medio
Rendimento standard (R^{std})	6.3% (2.6%)	6.1%	0.1%	11.8%	0.11
Rendimento sintetico (R^{taa})	8.0% (3.2%)	7.4%	1.0%	15.1%	0.15
Rendimento effettivo (R^{act})	12.3% (5.7%)	10.7%	2.4%	31.7%	0.27

standard dei rendimenti. Per valutare se il gestore ha effettivamente creato valore, al netto del rischio sopportato, si è proceduto a calcolare l'indice di Sharpe di ciascun fondo¹⁴. Sia l'asset allocation tattica che la selezione titoli comportano un netto incremento dell'indice di Sharpe medio del campione, ma per individuare l'attività di gestione che ha maggiormente contribuito a migliorare il rapporto rischio-rendimento è necessario far ricorso alla *performance attribution*.

Come si è detto, la *performance attribution* consente di scomporre il rendimento effettivo in tre componenti additive. La Tabella 3 riporta la scomposizione in valore assoluto e in percentuale del rendimento effettivo. In valore assoluto, l'asset allocation tattica comporta un incremento medio (mediano) di rendimento pari all'1,7% (1,2%), mentre quello relativo alla selezione titoli è pari al 4,3% (3,8%). In termini relativi, l'asset allocation strategica - il

¹⁴L'indice di Sharpe è misurato dal rapporto tra l'eccesso di rendimento rispetto al tasso privo di rischio (MTS - Indice BOT) e la deviazione standard dei rendimenti.

Tabella 3. Performance attribution

	Media (dev std)	Mediana	Min	Max
<i>Numero di fondi: 62</i> <i>Numero di osservazioni: 1121</i>				
<u>In valore assoluto</u>				
Asset allocation tattica (AAT_{port}) (equazione [7])	1.7% (1.8%)	1.2%	-3.1%	6.6%
Selezione titoli (ST_{port}) (equazione [8bis])	4.3% (5.3%)	3.8%	-5.0%	22.9%
<u>In % del rendimento effettivo</u>				
Asset allocation strategica	57.4% (30.4%)	52.3%	4.1%	170.2%
Asset allocation tattica	15.1% (16.9%)	12.9%	-35.7%	64.8%
Selezione titoli	27.5% (35.4%)	35.1%	-90.1%	80.3%

cui contributo è misurato dal rendimento standard - rappresenta in media (mediana) il 57,4% (52,3%) del rendimento complessivo, l'asset allocation tattica il 15,1% (12,9%) e la selezione titoli il 27,5% (35,1%). Nel complesso, il rendimento attivo¹⁵, ossia la componente di rendimento riconducibile all'apporto del gestore, rappresenta mediamente il 42,6% del rendimento dei fondi bilanciati nel periodo preso in esame¹⁶. L'elevata deviazione standard, nonché l'ampiezza dell'intervallo di variazione, dell'asset allocation tattica e della selezione titoli inducono comunque a ritenere che, nel comparto dei

¹⁵Per rendimento attivo si intende il rendimento derivante dall'asset allocation tattica e dall'attività di selezione titoli.

¹⁶L'elevata proporzione del rendimento complessivo riconducibile all'attività di gestione è parzialmente dipendente dalle specificità congiunturali del periodo preso in esame. In proposito, si veda il paragrafo 4.

fondi bilanciati italiani, siano riscontrabili situazioni molto eterogenee in termini di grado di attivismo dei fondi ed effettivo contributo della gestione attiva al rendimento complessivo¹⁷.

Al fine di valutare l'effetto sul rendimento corretto per il rischio, nell'impossibilità di calcolare l'indice di Sharpe per ciascuna attività di gestione, si è provveduto a calcolare l'incremento marginale di rendimento per unità di rischio incrementale come segue:

$$\frac{\Delta\text{Rend}}{\Delta\text{Rischio}} = \begin{cases} \frac{R^{taa} - R^{std}}{\sigma(R^{taa}) - \sigma(R^{std})} & \text{per } AAT_{\text{port}} \\ \frac{R^{act} - R^{taa}}{\sigma(R^{act}) - \sigma(R^{taa})} & \text{per } ST_{\text{port}} \end{cases}$$

ove R^{std} , R^{taa} e R^{act} denotano le configurazioni di rendimento sopra definite e $\sigma(\bullet)$ la relativa deviazione standard.

L'indicatore di rendimento-rischio assume valori medi (mediani) positivi per entrambe le attività: 9 (7,7) per l'asset allocation tattica e 27 (14) per la selezione titoli. Nonostante la differenza media-mediana, anch'essa imputabile all'eterogeneità dei fondi bilanciati italiani di cui si è detto, si può concludere che l'attività di stock picking comporti un incremento di rendimento per unità di rischio superiore all'asset allocation tattica.

3.3 Variabilità dei rendimenti

¹⁷ L'intervallo di variazione (valore massimo-valore minimo) della percentuale di rendimento riconducibile all'asset allocation tattica e alla selezione titoli è, infatti, rispettivamente pari a 100,5% e 170,4%. Le competenze distintive del gestore appaiono, pertanto, più critiche nell'attività di selezione titoli.

La *performance attribution* disaggrega il rendimento totale di un portafoglio in componenti additive. Diversa, invece, è la questione quando si cerca di spiegare non il livello del rendimento, obiettivo precipuo della *performance attribution*, ma la sua variabilità nel tempo. A tal fine si procede alla stima, per ciascun fondo, di una regressione dei rendimenti effettivi in serie storica verso i rispettivi rendimenti standard:

$$R_{k,t}^{act} = \alpha_k + \beta_k \cdot R_{k,t}^{std} + \varepsilon_t \quad [11]$$

ove k indica il fondo, t il mese di osservazione, α la costante, β il coefficiente di regressione e ε il termine d'errore. La Figura 4 illustra a titolo di esempio la relazione tra rendimenti effettivi e rendimenti del benchmark per il fondo Comit bilanciato nel periodo in esame. Il valore dell' R^2 indica che il 96% della variabilità complessiva dei rendimenti effettivi del fondo nel periodo considerato è spiegata dall'andamento dei rendimenti standard.

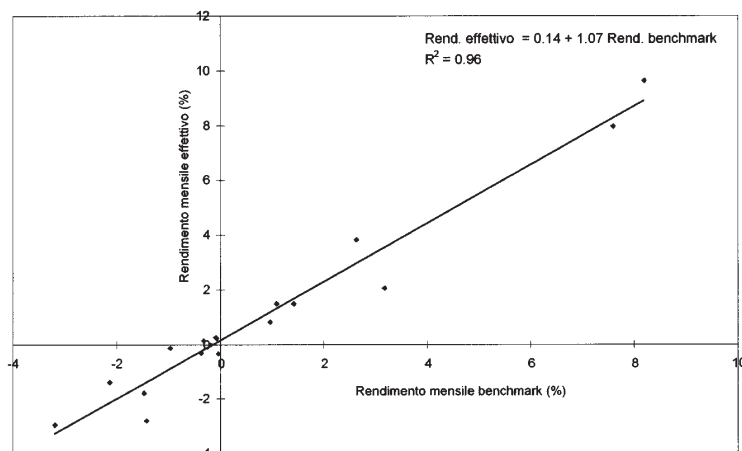
Nella regressione [11] le fonti di variabilità sono sia nei pesi che nei rendimenti, entrambi variabili. Se, invece, teniamo costanti i pesi (effettivi) e lasciamo variare soltanto i rendimenti si ottiene:

La Tabella 4 presenta le caratteristiche distributive degli

$$R_{k,t}^{act} = \alpha_k + \beta_k \cdot R_{k,t}^{taa} + \varepsilon_t \quad [12]$$

R^2 non corretti per il numero di variabili dipendenti delle regressioni stimate¹⁸. La variabilità del rendimento effettivo dei fondi bilanciati deriva per il 77,1% dalla variabilità del rendimento delle asset class e soltanto per il 22,9% dalle componenti di gestione attiva. Quando si considerano i rendimenti standard a pesi effettivi, la percentuale di varianza spiegata aumenta all'80,6%. L'incremento (3,5%) deriva dalla variabilità indotta dai pesi effettivi (variabili),

Figura 4. Regressione in serie storica dei rendimenti effettivi verso i rendimenti benchmark del fondo Comit bilanciato.



inclusi in $R_{k,t}^{taa}$, rispetto a quelli definiti nel benchmark

¹⁸ L' R^2 corretto per il numero di regressori (adjusted- R^2) è una misura di fit della regressione che include una penalizzazione, rispetto all' R^2 normale, per la perdita di gradi di libertà risultante dall'aggiunta di ulteriori variabili esplicative al modello stimato. Nella Tabella 4 si presentano i risultati degli R^2 non corretti sia perché con un unico regressore la differenza è minima, sia per facilitare le successive comparazioni con gli studi statunitensi che hanno utilizzato la misura non corretta.

(costanti), considerati nel computo di $R_{k,t}^{std}$. In termini di gestione del portafoglio, tale differenza è quindi imputabile all'attività di asset allocation tattica, mentre il rimanente 19,4% deriva dalla selezione titoli.

La componente di variabilità dei rendimenti riconducibile alla variabilità delle classi di attività è, pertanto, particolarmente elevata: il 77,1% della variabilità dei rendimenti effettivi dipende dall'andamento dei rendimenti standard, il 3,5% (= 80,6 - 77,1) da quello dei pesi e il 19,4% (= 100 - 80,6) dalla selezione titoli. Le stime riportate in Tabella 4 consentono, inoltre, di affermare che tale relazione risulta tanto più forte quanto maggiore è la dimensione - misurata dal patrimonio gestito - del fondo: l' R^2 medio dei fondi appartenenti al quarto quartile, ossia con patrimonio gestito al 30 luglio 2000 superiore a 1.433 milioni di euro, è pari all'80,3% per la regressione [11] e all'83,9% per la regressione [12].

L'elevata dipendenza dei rendimenti effettivi dai rendimenti standard potrebbe, tuttavia, dipendere dalla semplice partecipazione al mercato, piuttosto che dall'assunzione di una particolare asset allocation strategica. Per testare l'effettiva rilevanza del fattore mercato nel determinare la variabilità nel tempo dei rendimenti si stima la seguente regressione:

$$R_{k,t}^{act} = \alpha_k + \beta_k \cdot R_{mkt,t}^{std} + \varepsilon_t \quad [13]$$

ove il pedice *mkt* indica che il rendimento standard è comune a tutti i fondi, anziché usare per ciascun fondo il rendimento del relativo benchmark come nella [11]. Il rendimento standard del mercato è stato calcolato usando i

Tabella 4. Rendimenti effettivi e rendimenti standard.

	Campione completo	Quartile 1	Quartile 2	Quartile 3	Quartile 4
<u>Numero di fondi</u>	62	16	15	15	16
<u>Patrimonio gestito*</u>		269	438	1.433	5.798
<u>Stime regressione [11]</u>					
Media (dev std)	77,1% (15,9%)	74,5%	75,4%	77,7%	80,3%
Mediana	80,7%				
<u>Stime regressione [12]</u>					
Media (dev std)	80,6% (13,8%)	76,9%	78,3%	82,5%	83,9%
Mediana	84,5%				
<u>Stime regressione [13]</u>					
Media (dev std)	70,8% (13,8%)	66,6%	68,3%	73,5%	75,9%
Mediana	72,6%				

* Limite superiore del quartile in milioni di euro.

pesi medi del campione (vedi Tabella 1) e i benchmark più diffusi per ciascuna asset class¹⁹. In particolare sono stati considerati i seguenti indici: JP Morgan GBI (Government Bond Index) Global Traded per i titoli di Stato, Comit Globale per le azioni italiane, MSCI World per le azioni estere, JP Morgan EMU Bond Index per le obbligazioni italiane e quelle estere²⁰, MTS - Indice BOT per le altre attività.

¹⁹ La tabella A1 in *appendice* riporta i benchmark più diffusi in assoluto, e non per asset class, nella categoria fondi bilanciati di diritto italiano.

²⁰ La sostanziale assenza di corporate bond in Italia è indirettamente confermata anche dall'indisponibilità di un indice significativo per tale categoria. Si è, quindi, fatto ricorso ad un indice europeo. Tale scelta, considerato il peso molto limitato della classe obbligazioni italiane, non influenza in maniera significativa i risultati.

L'R² medio (mediano) della regressione [13] è pari al 70,8% (72,6%)²¹. Una quota di poco inferiore ai tre quarti della variabilità complessiva dei rendimenti effettivi è, dunque, riconducibile all'andamento del mercato. È molto significativo notare che tale rapporto è stato testato ponendo in relazione il rendimento effettivo di ciascun fondo con un rendimento medio ponderato, benché variabile nel tempo, comune a tutti i fondi del campione. Nella regressione [11] si considera, invece, il rendimento standard specifico di ciascun fondo, e non del comparto nel complesso. L'incremento di variazione spiegata è, tuttavia, limitato a 6,3 punti percentuali. I risultati delle stime confermano, dunque, l'intuizione che l'asset allocation strategica, a prescindere dal grado di attivismo che caratterizza la gestione, non è in grado di svincolare l'andamento over time dei rendimenti del fondo da quelli del mercato.

Due ulteriori osservazioni si impongono rispetto alle conclusioni appena esposte. In primo luogo, dal punto di vista economico, l'elevata intensità del legame tra andamento del mercato e dei fondi non implica necessariamente che i fondi abbiano seguito politiche di gestione passiva. I risultati precedenti sono, infatti, relativi ad un'analisi della variabilità dei rendimenti, che non consente invece di spiegare il livello degli stessi. In secondo luogo, dal punto di vista statistico, non è affatto sorprendente che la varianza spiegata dai rendimenti standard, sia a pesi effettivi che non, sia elevata: la

²¹ La ripartizione per quartili riportata in Tabella 4 conferma, inoltre, la correlazione positiva tra grado d'intensità della relazione e dimensione del fondo.

distribuzione statistica dei rendimenti effettivi è, infatti, una distribuzione condizionata rispetto a quella dei rendimenti del benchmark²².

²²Tale implicazione deriva direttamente dalla definizione di asset allocation tattica, intesa come deviazione dei pesi effettivi da quelli standard.

4. Confronto con altri studi

In questo paragrafo si espongono, nella prima parte, i principali risultati di noti studi statunitensi in tema di *performance attribution* e, nella seconda parte, si confrontano tali evidenze con quelle rilevate in Italia.

Brinson et al. (1986), con l'obiettivo di fornire un metodo per delineare le responsabilità dei gestori, presentano la metodologia di *performance attribution* illustrata, con alcuni adattamenti, al paragrafo 2 e un'applicazione della stessa a un campione di 91 fondi pensione statunitensi nel periodo 1974-1983. Il rendimento medio effettivo è pari al 9,01% su base annua, mentre il rendimento standard si attesta mediamente al 10,11%. Il rendimento attivo ricollegabile all'attivismo del gestore e derivante dall'asset allocation tattica e dalla selezione titoli è, quindi, mediamente negativo per 110 punti base, principalmente a causa dei costi di transazione non inclusi nei rendimenti degli indici considerati come benchmark. Nel medesimo lavoro, Brinson et al. stimano le regressioni [11] e [12], ottenendo R^2 non corretti medi pari rispettivamente a 93,6% e 95,3%. Gli Autori concludono che l'asset allocation strategica contribuisce in misura preponderante al rendimento complessivo, mentre il valore aggiunto della gestione è limitato.

Brinson et al. (1991) aggiornano i risultati dello studio precedente, analizzando un campione di 82 fondi pensione statunitensi nel periodo 1977-1987. Il rendimento effettivo medio annuo è pari al 13,41%, il rendimento standard è pari al 13,49% e, quindi, il contributo netto della gestione è negativo per 8 punti base. Le regressioni dei rendimenti standard in serie storica spiegano - in termini di R^2 non corretti - mediamente il 91,5% della variabilità dei

rendimenti effettivi, mentre i rendimenti standard con pesi effettivi spiegano il 93,3% della varianza totale dei rendimenti effettivi. Gli Autori affermano che “the overwhelming factor in determining the basic, long-term return achieved per unit of risk was investment policy” (p. 44) e concludono che “Although individual results varied widely, in general it was difficult to find positive explanatory relations between performance and investment behavior. For example, *extra returns seemed to be unrelated to the level of active management*” (p. 48, corsivo aggiunto).

I risultati di questi studi sono stati, tuttavia, molto spesso interpretati impropriamente, anche a causa di alcune espressioni imprecise di Brinson et al.. In proposito, Nuttall (2000), oltre a evidenziare le affermazioni meno chiare dei lavori di Brinson et al., riporta casi in cui intermediari come Salomon Smith Barney, Citibank e Fidelity Investments citano erroneamente i risultati di tali studi. La più diffusa fonte di errore si rileva nella mancata distinzione tra le determinanti della variabilità dei rendimenti nel tempo (time series) e le determinanti della variabilità dei rendimenti tra diversi fondi (cross section)²³.

²³Anche in Italia si ritrova un esempio di citazione imprecisa dei risultati di Brinson et al. Nell'edizione domenicale de “Il Sole 24 Ore” è stata più volte riportata, nella sezione “Glossario”, la seguente definizione di asset allocation: “Essa consiste nella ripartizione del portafoglio tra azioni e obbligazioni all'interno dei diversi mercati di investimento. Il rendimento finale di un portafoglio nel lungo periodo deriva, secondo studi condotti sui fondi pensione statunitensi, al 91% proprio dal corretto svolgimento di quest'attività e solamente per il resto dalla scelta del momento in cui entrare e uscire dai mercati e dall'attività di selezione titoli” (Il Sole 24 Ore, 14 gennaio 2001). Anche in questo caso l'omissione principale è costituita dal termine “variabilità”, in assenza del quale si può essere indotti a pensare che il 91% del livello del rendimento dipenda dall'asset allocation.

I risultati più frequentemente citati dei lavori di Brinson et al., nonostante le citazioni erronee indichino il contrario, indagano la prima questione.

Ibbotson e Kaplan (2000) chiariscono tali cattive interpretazioni e applicano la *performance attribution* a un campione di 94 fondi bilanciati statunitensi nel periodo 1988-1998 e 58 fondi pensione statunitensi nel periodo 1993-1997. In termini di livello dei rendimenti, il rapporto tra i rendimenti benchmark e quelli effettivi è pari in media (mediana) al 104% (100%) per i fondi bilanciati e al 99% (99%) per i fondi pensione. La componente di gestione attiva dei fondi bilanciati statunitensi non ha consentito, pertanto, di ottenere dei rendimenti superiori a quelli del benchmark di lungo periodo, come già evidenziato da Brinson et al. per i fondi pensione. Anche le regressioni in serie storica di Ibbotson e Kaplan confermano i risultati di Brinson et al.: i rendimenti standard spiegano - in termini di R^2 non corretti - l'81,4% della variabilità dei rendimenti effettivi per i fondi bilanciati e l'88% per i fondi pensione.

Il confronto dei risultati degli studi statunitensi con quelli emersi dalla nostra analisi dei fondi bilanciati italiani evidenzia una significativa divaricazione: i risultati in serie storica sono assolutamente coerenti, mentre quelli relativi alla *performance attribution* presentano importanti differenze. L'andamento temporale del benchmark, ossia dei rendimenti standard, spiega, infatti, in media il 77,1% della variabilità complessiva dei rendimenti effettivi dei fondi bilanciati italiani e l'81,4% della variabilità dei rendimenti dei fondi statunitensi²⁴.

²⁴ Usando un rendimento di mercato unico, anziché il benchmark di ciascun fondo, l' R^2 medio diminuisce al 70,8% per i fondi italiani e al 78,8% per i fondi statunitensi.

Si rileva, inoltre, anche in Italia - come evidenziato da Ibbotson e Kaplan per gli Stati Uniti - che tale percentuale cresce significativamente all'aumentare della dimensione del fondo. In definitiva, la forte correlazione positiva tra rendimenti effettivi e benchmark caratterizza i fondi bilanciati sia italiani sia statunitensi con intensità pressoché eguale.

Con riferimento al livello dei rendimenti, si riscontra, invece, una significativa divergenza tra i risultati statunitensi e quelli italiani. Le evidenze presentate da Ibbotson e Kaplan (2000) relative ai fondi bilanciati, oltre ad essere coerenti con quelle di Brinson et al. relative ai fondi pensione, indicano che in media i rendimenti del benchmark superano quelli effettivi del portafoglio. Il campione di fondi bilanciati italiani manifesta, invece, una tendenza decisamente diversa: i rendimenti effettivi sono superiori a quelli benchmark in 56 casi su 62 e tale differenza è pari in media al 42,6%, con elevata dispersione dei valori (deviazione standard pari al 30,4%), e in mediana al 47,7%²⁵. Il contributo del gestore appare, quindi, molto rilevante per i fondi italiani ed essenzialmente ininfluenza per i fondi statunitensi.

La presenza di una divergenza di risultati così netta, oltre che al grado di attivismo dei fondi bilanciati italiani, ipotesi *a priori* non escludibile, può essere ricondotta a tre fattori esplicativi mutuamente non incompatibili:

1. la diversità dell'orizzonte temporale di riferimento degli studi;
2. la presenza di inefficienze nel calcolo dei rendimenti standard dei fondi statunitensi;

²⁵Si noti che i rendimenti benchmark sono lordi dell'effetto fiscale e netti delle commissioni. Al netto di tali effetti la differenza tra il rendimento effettivo e quello benchmark sarebbe ancora maggiore.

3. la presenza di inefficienze nel calcolo dei rendimenti standard dei fondi italiani.

In relazione alla prima spiegazione, che si ritiene la più plausibile e di maggior impatto sui risultati, l'estensione temporale del periodo analizzato è significativamente diversa. Brinson et al. (1986, 1991) usano dieci anni di rendimenti trimestrali, Ibbotson e Kaplan (2000) considerano dieci anni di rendimenti mensili per i fondi bilanciati e 5 anni di rendimenti trimestrali per i fondi pensione. In questo lavoro si è, invece, fatto ricorso a un intervallo temporale decisamente più breve, pari a diciannove mesi. Come prevedibile, ed empiricamente riscontrato in questo lavoro, il contributo delle attività di asset allocation tattica e selezione titoli riveste un'importanza - in termini di percentuale del rendimento complessivo - tanto minore quanto maggiore è l'orizzonte temporale considerato.

Tale conclusione è indirettamente rafforzata dai risultati di Cesari e Panetta (1998) che, analizzando fondi comuni italiani - esclusivamente azionari - nel decennio 1985-1995, non riscontrano apporti significativi da parte del gestore: il contributo dell'asset allocation tattica è negativo (-1,11%), mentre quello della selezione titoli è positivo (+1,43%) ma statisticamente non significativo nel caso dei rendimenti al netto dei costi di gestione. L'intervallo temporale analizzato da Cesari e Panetta, coerente con quello degli studi statunitensi, copre almeno tre cicli borsistici (1985-1987, 1988-1992 e 1993-1995). Il periodo analizzato nel presente lavoro è, invece, temporalmente

limitato e caratterizzato da un persistente andamento rialzista del mercato azionario, solo in parte compensato nella fase finale del periodo di osservazione. Nel caso di un portafoglio misto azionario-obbligazionario, una fase di mercato costantemente rialzista permette al gestore di superare il benchmark semplicemente sovrappesando la componente azionaria (effetto asset allocation tattica) e aumentando l'esposizione al rischio di mercato del portafoglio (effetto stock picking). I fattori precedenti sono in grado di spiegare, almeno in parte, la notevole rilevanza quantitativa del contributo della gestione attiva al rendimento complessivo dei portafogli gestiti osservata nel campione esaminato in questo lavoro.

La differenza tra i risultati italiani e statunitensi - o parte della stessa - è altresì riconducibile ad inefficienze nel calcolo dei rendimenti standard dei fondi statunitensi e/o di quelli italiani. In relazione alla prima ipotesi, la principale fonte di inefficienza è identificabile nelle modalità di stima dei pesi standard adottate dagli studi statunitensi. Brinson et al. (1986 e 1991) assumono, infatti, per l'indisponibilità di informazioni analitiche, che il peso benchmark di una certa classe di attività sia pari alla media dei pesi dell'intero campione. Tale assunzione comporta la sovrastima (sottostima) strutturale del contributo dell'asset allocation strategica (tattica). L'approssimazione è evidente: considerare la media generale come *proxy* del peso benchmark del fondo equivale ad attribuire all'asset allocation attiva soltanto la deviazione dalla media (che non necessariamente equivale alla deviazione dall'asset

allocation strategica)²⁶. Anche la *return-based style analysis* - adottata da Ibbotson e Kaplan (2000) per stimare i pesi normali - comporta i medesimi problemi, se non addirittura li accresce, in quanto l'algoritmo di ottimizzazione mira a stimare i pesi che minimizzano la deviazione del rendimento effettivo da quello del benchmark²⁷.

In relazione all'ipotesi di inefficienze nei rendimenti standard dei fondi italiani, gli aspetti problematici sono rappresentati dalla deliberata adozione di benchmark "facilmente battibili"²⁸, da discrepanze tra l'asset allocation dichiarata ex ante e quella effettivamente implementata e dall'operatività in contesti di mercato inefficienti, ossia in condizioni in presenza delle quali la probabilità di tracking error positivi aumenta significativamente. La circostanza che il benchmark sia obbligatorio soltanto a partire dal 30 giugno 2000 - per i fondi già esistenti al luglio 1999 - non influenza, invece, i risultati. Per verificare tale ipotesi si è

²⁶Brinson et al. (1986) riconoscono questo problema e affermano in proposito che "While this is clearly a simplification, we are unable to address more accurately the problem of normal weights" (p. 41, nota 6). Nel secondo articolo (Brinson et al., 1991) gli Autori ammettono esplicitamente che "the use of 10-year average weights for the passive benchmark may have created an inefficient benchmark." (p. 45). E poco dopo "policy portfolios were inferred from the long-term average asset class weights, and there is no assurance that they reliably represent the actual benchmark" (p. 46).

²⁷In proposito, Sharpe (1992) afferma, infatti, che "The resulting slope coefficients could then be interpreted as the fund's historic exposures to the asset class returns".

²⁸Bailey (1992) identifica i requisiti di un benchmark idoneo a incentivare un gestore. Admati e Pfleiderer (1997) esaminano, invece, gli effetti sulla gestione di portafoglio derivanti dall'adozione di forme di remunerazione del gestore che tengono conto del benchmark (c.d. *benchmark-adjusted compensation*).

proceduto a stimare un benchmark specifico per ciascun fondo come segue:

$$\text{Rendimento benchmark stimato} = R_k^{bench} = \sum_{i=1}^n \overline{w_{i,k}} \cdot r_{i,k}^{mkt} \quad [14]$$

ove k indica il fondo, $\overline{w_{i,k}}$ la media over time dei pesi della classe di attività del fondo k , $r_{i,k}^{mkt}$ il rendimento del benchmark più diffuso della classe di attività²⁹.

I risultati analitici della scomposizione, esposti nella Tabella 5, confermano le evidenze presentate nella Tabella 2: l'asset allocation strategica rappresenta in media (mediana) il 61,4% (58,9%) del rendimento complessivo,

Tabella 5. Performance attribution con benchmark stimato

Numero di fondi: 62 Numero di osservazioni: 1121	Media (dev std)	Mediana	Min	Max
<u>In valore assoluto</u>				
Asset allocation tattica (AAT_{port}) (equazione [7])	0.7% (1.2%)	0.8%	-3%	5%
Selezione titoli (ST_{port}) (equazione [8bis])	3.8% (5.7%)	3.6%	-16%	24%
<u>In % del rendimento effettivo</u>				
Asset allocation strategica	61.4% (21.8%)	58.9%	23%	121%
Asset allocation tattica	6.3% (10.2%)	6.8%	-30%	36%
Selezione titoli	32.4% (25.3%)	36.7%	-37%	76%

²⁹Per le definizioni degli indici considerati nel computo si veda l'equazione [13].

l'asset allocation tattica il 6,3% (6,8%) e la selezione titoli il 32,4% (36,7%). La riduzione della quota attribuibile all'asset allocation tattica, rispetto alla scomposizione precedente, è immediatamente riconducibile alla modalità di calcolo dei pesi, che riproduce parte della distorsione che influenza i risultati di Brinson et al. (cfr. supra)³⁰. I risultati sono qualitativamente analoghi ai precedenti anche in termini di relazione rendimenti effettivi-benchmark: i primi superano i secondi in 54 casi su 62 e la differenza tra rendimenti effettivi e benchmark è pari in media (mediana) al 38,6% (41,1%). Dalla limitata differenza rilevata tra le due scomposizioni effettuate (Tabella 2 vs. Tabella 5) si può, quindi, concludere che il portafoglio del fondo è mediamente coerente con il benchmark già nel periodo immediatamente precedente alla sua adozione ufficiale.

³⁰Diversamente da Brinson et al., che considerano la media generale dell'universo dei fondi statunitensi appartenenti alla medesima categoria, ciascun peso benchmark stimato nella [14] è, invece, la media relativa al fondo specifico.

5. Sintesi e conclusioni

La creazione di un portafoglio implica almeno quattro fasi decisionali: la selezione delle classi di attività in cui investire; la definizione dei pesi normali o standard per ciascuna asset class selezionata (asset allocation strategica); la decisione di discostarsi *pro tempore* dall'allocazione standard per catturare le fluttuazioni di breve termine di una certa classe di attività (asset allocation tattica); la selezione dei titoli in cui investire. La *performance attribution* è una metodologia che consente di scomporre il rendimento complessivo di un portafoglio in quote riconducibili all'asset allocation strategica, all'asset allocation tattica e alla selezione dei titoli.

In questo lavoro la metodologia di scomposizione è stata applicata ad un campione di 62 fondi bilanciati di diritto italiano per il periodo gennaio 1999-luglio 2000. I risultati della *performance attribution* consentono di affermare che l'allocazione strategica del portafoglio contribuisce per una quota molto rilevante del rendimento complessivo, pari in media al 57,4%, ma anche la gestione attiva riveste al contempo un ruolo importante. Ciò è testimoniato sia dall'ampiezza dei contributi dell'asset allocation tattica e della selezione dei titoli, sia dalla variabilità di entrambe le componenti. In particolare, l'ampiezza dell'intervallo di variazione testimonia la presenza di comportamenti molto differenziati nell'ambito dei fondi bilanciati italiani e accresce l'importanza delle metodologie di *performance attribution* per quantificare il contributo del gestore.

L'analisi in serie storica consente di evidenziare il legame tra rendimenti effettivi e rendimenti benchmark dei fondi bilanciati italiani. La componente di variabilità dei

rendimenti riconducibile alla variabilità delle classi di attività è particolarmente elevata: il 77,1% della variabilità dei rendimenti effettivi dipende dall'andamento dei rendimenti benchmark, il 3,5% da quello dei pesi e il 19,4% dalla selezione titoli. La correlazione positiva risulta tanto più forte quanto maggiore è la dimensione - misurata dal patrimonio gestito - del fondo. Verifiche ulteriori evidenziano che gran parte della variabilità dei rendimenti effettivi è riconducibile all'andamento del mercato e che, al contempo, l'asset allocation strategica, a prescindere dal grado di attivismo che caratterizza la gestione, non è in grado di svincolare l'andamento over time dei rendimenti del fondo da quelli del mercato.

Il confronto dei risultati emersi dall'analisi dei fondi bilanciati italiani con quelli di noti studi statunitensi evidenzia una significativa divaricazione: i risultati in serie storica sono pienamente coerenti, mentre quelli relativi alla *performance attribution* evidenziano importanti differenze. In particolare, mentre per i fondi statunitensi i rendimenti benchmark sono difficilmente superati da quelli effettivi, per l'Italia si rileva l'evidenza empirica opposta. Si ritiene che tale divergenza di risultati sia parzialmente riconducibile a modalità inefficienti di stima dei pesi standard adottate negli studi statunitensi e, in gran parte, alla diversità dell'orizzonte temporale di riferimento e alla specificità congiunturale che ha caratterizzato il mercato azionario nel periodo analizzato. L'evidenza empirica conferma che il contributo delle attività di asset allocation tattica e selezione titoli riveste un'importanza tanto minore quanto maggiore è l'orizzonte temporale considerato.

Bibliografia

Admati, A., Pfleiderer, P., 1997, “Does It All Add Up? Benchmarks and the Compensation of Active Portfolio Managers”, *Journal of Business* **70**, 3, 323-350.

Allen, F., Santomero, A., 1997, “The Theory of Financial Intermediation”, *Journal of Banking and Finance* **21**, 11-12, 1461-1486.

Assogestioni, 2000a, *Annuario delle società di gestione di fondi comuni e di patrimoni individuali*, Roma, Bancaria Editrice.

Assogestioni, 2000b, *Guida a dati e statistiche*, Milano.

Bailey, J., 1992, “Evaluating Benchmark Quality”, *Financial Analysts Journal* **48**, 3 (maggio-giugno), 33-39.

Baglioni, A., 2000, *Informazione e incertezza nella teoria finanziaria*, Milano, Ulrico Hoepli Editore.

Banfi, A., 1998, “L’evoluzione del risparmio gestito in Italia”, in Banfi, A., Di Battista, M.L. (a cura di), *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, Il Mulino.

Basile, I., 1999, “Il benchmarking nell’attività di asset management”, in Carluccio, E.M. (a cura di), *Strategie, benchmarking e performance nell’asset management*, Roma, Bancaria Editrice.

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A., 1999⁴, *Investments*, Boston (MA), Irwin McGraw-Hill.

Brinson, G., Hood, R., Beebower, G., 1986, “Determinants of Portfolio Performance”, *Financial Analysts Journal* **42**, 4 (luglio-agosto), 39-44.

Brinson, G., Singer, B., Beebower, G., 1991, “Determinants of Portfolio Performance II: An Update”, *Financial Analysts Journal* **47**, 3 (maggio-giugno), 40-48.

Cesari, R., Panetta, F., 1998, “Style, Fees and Performance of Italian Equity Funds”, *Temi di discussione*, 325 (gennaio), Banca d’Italia.

Filippa, L., 1998, “Gli effetti dell’Unione economica e monetaria sulla borsa italiana”, in IRS, *Rapporto IRS sul mercato azionario 1998*, Milano, Il Sole 24 Ore.

Greer, R.J., 1997, “What Is an Asset Class, Anyway?”, *Journal of Portfolio Management* **23**, 2 (estate), 86-91.

Ibbotson, R., Kaplan, P., 2000, “Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?”, *Financial Analysts Journal* **56**, 1 (gennaio-febbraio), 26-33.

Nuttall, J., 2000, *The importance of asset allocation*, mimeo, disponibile su <http://publish.uwo.ca/~jnutall/>

Pradhuman, S., 2000, *Small-Cap Dynamics*, Princeton (NJ), Bloomberg Press.

Sharpe, W., 1992, “Asset allocation: Management style and performance measurement”, *Journal of Portfolio Management* **18**, 4 (inverno), 7-19.

Sharpe, W., Alexander, G., Bailey, J., 1999⁶, *Investments*, Englewood Cliffs (NJ), Prentice-Hall.

Appendice

Tabella A1. Elenco degli indici più diffusi nei benchmark dei fondi bilanciati

Numero di casi *	Indice
30	MSCI World
21	JP Morgan GBI Global Traded Index
14	Comit Globale
11	JP Morgan Emu Bond Index
11	MTS - BOT
9	MSCI Europe
8	MSCI World Free
7	Merrill Lynch EMU Direct Gov
Index	
7	MTS - Generale
5	FTSE World
5	MTS - Tasso monetario
4	MSCI Italy

* Sono elencati gli indici presenti in almeno 4 benchmark.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Accenture
Associazione Italiana delle Società ed Enti di Gestione Mobiliare ed Immobiliare
Associazione Nazionale Banche Private
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Mantovana S.p.A.
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Torino S.p.A.
Banca Cattolica S.p.A.
Banca di Cividale S.p.A.
Banca Commerciale Italiana
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca Credito Popolare
Banca Fideuram S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca Intesa S.p.A.
Banca di Legnano
Banca Lombarda Spa
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediocredito S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Adriatico
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino
Banca Popolare Commercio e Industria
Banca Popolare di Crema
Banca Popolare di Cremona
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Intra
Banca Popolare dell'Irpinia
Banca Popolare Jonica
Banca Popolare di Lodi
Banca Popolare di Luino e Varese S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare Sant'Angelo
Banca Popolare Santa Venera
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.

Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Verona - Banco S. Geminiano e S. Prospero
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banca Toscana S.p.A.
Banca dell' Umbria 1462 S.p.A.
Banca di Valle Camonica S.p.A.
Banca 121 S.p.A.
Banco di Chiavari e della Riviera Ligure S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Banco di Sicilia S.p.A.
Bipop-Carire S.p.A.
Borsa Italiana S.p.A.
Carichieti S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Carinord Holding S.p.A.
Cariverona Banca S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassamarca S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fano S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Gorizia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Mirandola S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Spoleto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Udine e Pordenone S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca
Citco Bank Nederland N. V.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco
Credito Emiliano S.p.A.
Credito Fondiario Toscano
Credito Italiano S.p.A.
Credito Valtellinese
Deutsche Bank S.p.A.

Efibanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
ICCRI - Banca Federale Europea S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Fondiario Centro Italia S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Mediocredito dell' Umbria S.p.A.
Mediovenezie Banca S.p.A.
Meliorbanca Gallo & C. S.p.A.
Rolo Banca 1473 S.p.A.
Sanpaolo IMI S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Euros S.p.A. - Cefor & Istinform Consulting
Finsibi S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Monte Titoli
Sofid S.p.A.
Tesi

**PUBBLICAZIONI A CURA DELL'ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E BORSA**

A stampa

LA RIFORMA STRALCIO DELLA SOCIETÀ PER AZIONI E LA PICCOLA RIFORMA DELLA BORSA VALORI, Ed. Vita e Pensiero, 1975.
IL MARKETING BANCARIO, a cura di E.T. Brioschi, Ed. Vita e Pensiero, 1977.
MONETA E POLITICA MONETARIA IN ITALIA, a cura di P. Ranci, Ed. Vita e Pensiero, 1977.
LE OPERAZIONI BANCARIE, a cura di G. B. Portale, Ed. Giuffrè 1978.
I TITOLI DI CREDITO, a cura di G.L. Pellizzi, Ed. Giuffrè, 1980.
LA RESPONSABILITÀ PENALE DELL'OPERATORE BANCARIO, a cura di M. Romano, Ed. Il Mulino, 1980.
ANALISI DELLE SERIE STORICHE, a cura di L. Santamaria, Ed. Il Mulino, 1981.
CONGIUNTURA E POLITICA MONETARIA, a cura di G. vaciagio, Ed. Il Mulino, 1981.
RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE, E NUOVI STRUMENTI DI RICORSO AL MERCATO, a cura di Giuseppe B. Portale, Ed. Giuffrè, 1983.
STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Balossino, G. Di Stefano, A. Fusconi, P. Genoni, Ed. Franco Angeli, 1983.
ORGANIZZAZIONE ED EFFICIENZA NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Fusconi, Ed. Franco Angeli, 1985
LA LEGGE 216 DIECI ANNI DOPO: ASPETTI SOCIETARI, a cura di G.E. Colombo, F. Cesarini, Ed. Giuffrè, 1985.
CRISI DI IMPRESA E AMMINISTRAZIONE CONTROLLATA, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, A. Provasoli, B. Quatraro, Ed. Giuffrè, 1986.
GLI IMPEGNI E RISCHI DELL'IMPRESA BANCARIA: PROFILI CONTABILI E GIURIDICI, a cura di S. De Angeli, Ed. Franco Angeli, 1986.
LA GESTIONE DELLA FUNZIONE FINANZIARIA NELLE AZIENDE DI CREDITO: I PROFILI TECNICI E DI SVILUPPO ORGANIZZATIVO, a cura di A. Fusconi, A. Patarnello, Ed. Franco Angeli, 1989.
LE DIRETTIVE DELLA C.E.E. IN MATERIA BANCARIA, a cura di F. Cesarini, S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 1991.
INTERMEDIARI E MERCATI FINANZIARI IN FRANCIA, a cura di M. Anolli, A. Patarnello, Ed. Il Mulino, 1991.
IL SISTEMA FINANZIARIO TEDESCO, a cura di A. Banfi, R. Locatelli, C. Schena, Ed. Il Mulino, 1991.
IL SISTEMA FINANZIARIO DEL REGNO UNITO E LA CONCORRENZA NEL RETAIL BANKING, a cura di M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1992.
IL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO E L'INTEGRAZIONE EUROPEA, a cura di A. Barzaghi, Ed. Il Mulino, 1993.
TENDENZE E PROSPETTIVE DELLA RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA, a cura di F. Cesarini, V. Conti, M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1994.
L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE, a cura di L. Nieri, Ed. Il Mulino, 1994.
TENDENZE E PROSPETTIVE DEL RISPARMIO GESTITO, a cura di A. Banfi, M. L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1998

Ciclostilati

IL MARKETING BANCARIO - 21/23 marzo 1974.
LA RILEVAZIONE DEI COSTI IN BANCA - 6/7 giugno 1974.
GLI ASPETTI FISCALI DEL BILANCIO BANCARIO - 27/28 novembre 1974.
LA CERTIFICAZIONE DEI BILANCI - 24 giugno 1975.
IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA - 1977.
OPERAZIONI BANCARIE: PROFILI GIURIDICI (1ª parte) - 1977.
ASPETTI TECNICI E GIURIDICI DELLE NEGOZIAZIONI DI BORSA - 1977.
IL NUOVO DIRITTO DI FAMIGLIA E I SUOI RIFLESSI SULLE OPERAZIONI DI BANCA - 1977.
ASPETTI GIURIDICI DELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO - 1977.
PROBLEMI DI DIRITTO SOCIETARIO - 1980.

QUADERNI PUBBLICATI

- N. 1 «LA BANCA IN UN MONDO CHE MUTA»
prof. Gaetano Stammati - 14 gennaio 1976
- N. 2 «L'OPERATORE DI BORSA»
prof. Gerardo Santini - 25 maggio 1976
- N. 3 «I CONTRATTI DI BORSA E LA SPECULAZIONE»
prof. Francesco Masera - 19 novembre 1976
- N. 4 «STRUTTURA E ORGANIZZAZIONE DI UN'AZIENDA DI CREDITO A CARATTERE NAZIONALE»
dott. Innocenzo Monti - 21 marzo 1977
- N. 5 «IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA E LE RIVELAZIONI CREDITIZIE DELLA BANCA D'ITALIA»
dott. Giuseppe Mascetti - 2 giugno 1977
- N. 6 «ASSICURAZIONE E FINANZIAMENTO DEL CREDITO ALL'EXPORT»
dott. Rinaldo Ossola - 10 giugno 1977
- N. 7 «PROBLEMI E STRATEGIE DELLA POLITICA MONETARIA»
prof. Giacomo Vaciago - 31 marzo 1977
- N. 8 «MERCATO OBBLIGAZIONARIO E VINCOLO DI PORTAFOGLIO»
dott. Bruno Bianchi - 31 marzo 1977
- N. 9 «IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO PUBBLICO»
prof. Dino Piero Giarda - 1 aprile 1977
- N. 10 «L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE»
dott. Cesare Caranza - 1 aprile 1977
- N. 11 «IL VINCOLO ESTERNO ALLO SVILUPPO DELL'ECONOMIA ITALIANA»
dott. Giovanni Magnifico - 1 aprile 1977
- N. 12 «LA POLITICA VALUTARIA NEL 1975/76»
dott. Carlo Santini - 1 aprile 1977
- N. 13 «OBIETTIVI INTERMEDI E FINALI DELLA POLITICA MONETARIA»
prof. Giacomo Vaciago - marzo 1978
- N. 14 «CONTROLLI DI VIGILANZA E LORO RIFLESSI SULLA ORGANIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO»
dott. Vincenzo Desario - ottobre 1978
- N. 15 «STATI UNITI E ITALIA; DUE SISTEMI BANCARI A CONFRONTO»
prof. Frank Tamagna - 9 novembre 1978
- N. 16 «THE INSTABILITY AND THE RESILIENCE OF AMERICAN BANKING (1946-1978)»
(«Instabilità finanziaria e capacità di reazione delle banche americane»)
prof. Hyman P. Minsky - 8 febbraio 1979

- N. 17 «INTRODUZIONE ALLO STUDIO DEL DIRITTO PENALE BANCARIO»
prof. Mario Romano - 4 aprile 1979
- N. 18 «FRODI VALUTARIE E RESPONSABILITÀ PENALE DEI DIPENDENTI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO»
prof. Federico Stella - 4/6 aprile 1979
- N. 19 «EFFETTI DELL'INFLAZIONE SUI MERCATI FINANZIARI»
prof. Franco Modigliani - 18 settembre 1979
- N. 20 «IL CONTROLLO INTERNO E L'ISPETTORATO GENERALE DELLE BANCHE FRANCESI»
Pierre Greder - novembre 1979
- N. 21 «VERSO UN MERCATO EUROPEO DI VALORI MOBILIARI?»
Christopher Tugendhat - 25 gennaio 1980
- N. 22 «CONSIDERAZIONI PER IL VERTICE ECONOMICO DI VENEZIA»
Richard N. Gardner - 12 febbraio 1980
- N. 23 «LA RECENTE POLITICA DEL CREDITO E DEL CAMBIO DEGLI STATI UNITI»
prof. Frank Tamagna - 6 dicembre 1979
- N. 24 «LA MONETA È IMPORTANTE?»
Paul Davidson - 31 marzo 1980
- N. 25 «RIFLESSIONI SULLA POLITICA MONETARIA (1979-1980)»
prof. Giacomo Vaciago - 13 marzo 1980
- N. 26 «IL CONTROLLO DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE NELLA NUOVA LEGGE BANCARIA BRITANNICA»
prof. J.R.S. Revell - 8 maggio 1980
- N. 27 «PREVISIONI, STRUMENTI D'ANALISI E VINCOLI NELLA GESTIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA»
dott. Ulpiano Quaranta - 13 marzo 1980
- N. 28 «LE FUNZIONI ISPETTIVE NELLE BANCHE ITALIANE OGGI»
Carmine De Robbio - 5/9 maggio 1980
- N. 29 «OPINIONI E COMPORAMENTI DEGLI OPERATORI BANCARI: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»
Francesco Cesarini, Pier Domenico Gallo - maggio 1980
- N. 30 «EFFETTI DELL'AUTOMAZIONE SUI PROCESSI OPERATIVI DECISIONALI DELLA BANCA D'ITALIA»
dott. Antonio Finocchiaro - 2 giugno 1980
- N. 31 «ALCUNE OSSERVAZIONI SULLA FORMAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE BANCARI»
dott. Lucio Rondelli - 28 gennaio 1981
- N. 32 «L'INCIDENZA DELLA FUNZIONE MONETARIA E DEI SERVIZI BANCARI SULL'ECONOMIA DELLA BANCA»
prof. Tancredi Bianchi - 13 marzo 1981
- N. 33 «I RIFLESSI SULLA GESTIONE E SULLA PROFESSIONE BANCARIA DEI DIVERSI STRUMENTI E DELLE NUOVE FORME DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA»
Urbano Aletti, Francesco Cesarini, Franco Riccardi - aprile 1981
- N. 34 «LA RIFORMA DEI TITOLI DI CREDITO IN SPAGNA»
Evelio Verdera y Tuells - 9 novembre 1981
- N. 35 «GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE SUL MERCATO MONETARIO»
dott. Bruno Bianchi - 2 dicembre 1981
- N. 36 «IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE UNGHERESE NELL'ECONOMIA E NELL'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO»
dott. Tamas Bacskai - 16 marzo 1982
- N. 37 «L'INNOVAZIONE FINANZIARIA IN BANCA E FUORI BANCA»
Giuseppe Antonio Banfi, Pierandrea Dosi Delfini, Marcello Melani, Vincenzo Mosca, Giacomo Vaciago - febbraio 1982
- N. 38 «BANCHE E ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE: COMPLEMENTARIETÀ, CONCORRENZA O SOVRAPPOSIZIONE?»
Luigi Arcuti, Francesco Cesarini, Federico Pepe, Maurizio Sella, Ermanno Veronesi - febbraio 1982
- N. 39 «LA FORMAZIONE E L'IMPIEGO DEL RISPARMIO: EFFETTI DELLA POLITICA MONETARIA E RIFLESSI SUI MERCATI»
Franco Cotula - febbraio 1982
- N. 40 «GLI EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DI SISTEMI ELETTRONICI DI TRASFERIMENTO DI FONDI SULLA POLITICA»
prof. J.R.S. Revell - 3 giugno 1982
- N. 41 «ASPETTI ISTITUZIONALI ED OPERATIVI DEL MERCATO DEI BUONI ORDINARI DEL TESORO IN ITALIA»
Fiorenzo Di Pasquali - 9 febbraio 1982
- N. 42 «ASPETTI FUNZIONALI E DI MERCATO DEGLI STRUMENTI DI RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»
Francesco Cesarini - settembre 1982
- N. 43 «ASPETTI ECONOMICI E TECNICI DEL CAPITALE PROPRIO DELLE BANCHE»
Marco Onado - settembre 1982
- N. 44 «LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE PUBBLICHE»
Fabio Merusi - settembre 1982
- N. 45 «I PRESTITI POSTERGATI NEL DIRITTO ITALIANO»
Gian Franco Campobasso - settembre 1982
- N. 46 «TITOLI "ATIPICI" E LIBERTÀ DI EMISSIONE NELL'AMBITO DELLE STRUTTURE ORGANIZZATIVE DELLA GRANDE IMPRESA »
Antonio Pavone La Rosa - settembre 1982

- N. 47 «LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO (PROBLEMI E IPOTESI)»
Giuseppe B. Portale - settembre 1982
- N. 48 «RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»
Giovanni L. Pellizzi - settembre 1982
- N. 49 «L'ABBANDONO DEGLI ESTREMISMI NELLA POLITICA MONETARIA»
Guido Carli - 20 gennaio 1983
- N. 50 «INSEDIAMENTI BANCARI ED EFFICIENZA DEL SISTEMA CREDITIZIO»
Claudio Conigliani - 10 febbraio 1983
- N. 51 «LO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ PARABANCARIA ED IL RUOLO DELLE BANCHE»
Giambattista Marchesini - 6 giugno 1983
- N. 52 «IL PARABANCARIO E L'INNOVAZIONE FINANZIARIA ASPETTI GIURIDICI DELL'EMISSIONE DEI TITOLI ATIPICI»
Giovanni L. Pellizzi - 14 giugno 1983
- N. 53 «L'ESPANSIONE TERRITORIALE NELLA STRATEGIA DELLE AZIENDE DI CREDITO»
Luigi Orombelli - 9 febbraio 1983
- N. 54 «PRESENTAZIONE DEL VOLUME "STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO": UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»
Lamberto Dini - 21 ottobre 1983
- N. 55 «STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO: UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»
Parte seconda.
F. Pepe, A. Balossino, G. Di Stefano - 21 ottobre 1983
- N. 56 «COMPETITIVITÀ INNOVAZIONE ED EFFICIENZA NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»
Nerio Nesi - 13 febbraio 1984
- N. 57 «STRUTTURA, OPERATORI ED EVOLUZIONE TECNICA DEL MERCATO DEI FONDI INTERBANCARI IN ITALIA (1979-1982)»
Arturo Patarnello - marzo 1984
- N. 58 «LA TUTELA DEL RISPARMIO BANCARIO»
Tancredi Bianchi - aprile 1984
- N. 59 «IL MERCATO FINANZIARIO DOPO LA LEGGE 216»
Guido Rossi - maggio 1984
- N. 60 «BANCA E BORSA DI FRONTE AL PROBLEMA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE»
U. Aletti, H. Bieler, F. Cesarini, L. Orombelli, G.M. Roveraro - giugno 1984
- N. 61 «LINEAMENTI DEL TESSUTO INDUSTRIALE ITALIANO NEL SISTEMA DELLE STATISTICHE ISTAT»
Guido Rey - giugno 1984
- N. 62 «SISTEMA CREDITIZIO E FINANZIAMENTO DELLA CASA: I RISULTATI DI UN'INDAGINE»
Maria Luisa Di Battista - agosto 1984
- N. 63 «PROCESSI DI FORMAZIONE DEL REDDITO D'ESERCIZIO NELLE AZIENDE DI CREDITO E LORO VARIAZIONI»
Lucio Motta - ottobre 1984
- N. 64 «GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ BANCARIA E EFFICIENZA DEL MERCATO MONETARIO»
B. Bianchi, P. Boaretto, R. Franceschini - novembre 1984
- N. 65 «UN PROFILO PER UN SISTEMA»
Francesco Cingano - dicembre 1984
- N. 66 «LA GARANZIA DEI DEPOSITI»
Giannino Parravicini - febbraio 1985
- N. 67 «TEORIA E PRASSI DELLA VIGILANZA BANCARIA: ALCUNE RIFLESSIONI»
Edward P.M. Gardener - aprile 1985
- N. 68 «GLI INTERVENTI SULLA STRUTTURA E SULL'OPERATIVITÀ DEL SISTEMA CREDITIZIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»
V. Pontolillo, E. Ugolini, F. Battini - aprile 1985
- N. 69 «LA CONCORRENZA BANCARIA DOPO L'ACCANTONAMENTO DEL MASSIMALE»
G. Carosio, E. Ceccatelli, A. Ceola - maggio 1985
- N. 70 «LE PARTECIPAZIONI DELLE GRANDI BANCHE TEDESCHE: ASPETTI QUANTITATIVI E DISCIPLINA PRUDENZIALE»
Rossella Locatelli - maggio 1985
- N. 71 «STRUTTURA E COSTI DELL'ATTIVITÀ BANCARIA NEL MERCATO MOBILIARE E GESTIONE ACCENTRATA DEI TITOLI»
Ernesto Ugolini - giugno 1985
- N. 72 «L'UTILIZZO DELLE ANALISI DI SETTORE NELL'ISTRUTTORIA DEI FIDI»
P. Brasca, A. Geremia, A. Martelli, P.L. Novello, C. Porcari - settembre 1985
- N. 73 «CONCORRENZA E CONTROLLI NELLE OPINIONI DEL MANAGEMENT BANCARIO»
M.L. Di Battista, A. Patarnello - settembre 1985
- N. 74 «L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL SISTEMA CREDITIZIO»
E. Ceccatelli, V. Desario, L. Frey, S. Isgrò, G. Marchesini - febbraio 1986
- N. 75 «L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL MERCATO IMMOBILIARE»
G. Caprara, E. Fumagalli, P. Iovenitti, G. Lombardo, U. Verecondi Scortecci - febbraio 1986
- N. 76 «NUOVI PROFILI DELL'ORDINAMENTO DEL MERCATO MOBILIARE E LA POSIZIONE DELLA CONSOB»
Franco Piga - febbraio 1986

- N. 77 «GLI SVILUPPI E LE PROSPETTIVE DEL MERCATO AZIONARIO»
U. Aletti, M. Vitale - marzo 1986
- N. 78 «DIMENSIONE, COMPOSIZIONE E COSTO DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO DAL 1861 AL 1985»
F. Spinelli, S. Formentini - febbraio 1987
- N. 79 «I BUONI (ORDINARI) DEL TESORO»
G.L. Calvi - febbraio 1987
- N. 80 «TENDENZE DI MEDIO PERIODO NEI MERCATI DEL CREDITO»
P.D. Gallo, S. Molinari, O. Salamone - aprile 1987
- N. 81 «LE RISPOSTE DELL'INDUSTRIA BANCARIA AI CAMBIAMENTI»
T. Bianchi, A. Cova - aprile 1987
- N. 82 «LA GESTIONE DEL PASSIVO E I NUOVI SERVIZI BANCARI»
P. Forti, S. De Bernardis - maggio 1987
- N. 83 «ASPETTI EVOLUTIVI DELLA GESTIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO E I SUOI RIFLESSI SUL BILANCIO D'ESERCIZIO»
F. Gianani - maggio 1987
- N. 84 «LE CARATTERISTICHE E GLI EFFETTI SULLA GESTIONE BANCARIA DEI RISCHI CONNESSI ALLE "OFF BALANCE SHEET TRANSACTIONS"»
M. Oriani - giugno 1987
- N. 85 «GLI INTERMEDIARI DI BORSA: PROSPETTIVE A CONFRONTO»
F. Cesarini, P. Marchetti, M.T. Tebaldi - luglio 1987
- N. 86 «GLI EFFETTI DELLE PRIVATIZZAZIONI SUL SISTEMA FINANZIARIO BRITANNICO»
P. Fandella - febbraio 1988
- N. 87 «STRUTTURA E PROSPETTIVE DEI GRUPPI BANCARI IN ITALIA»
G. Schena - febbraio 1988
- N. 88 «L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO»
G. Zandano, T. Bianchi, W.G. Verhoeven, F. Pepe - maggio 1988
- N. 89 «IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELLA PROSPETTIVA DEL 1992»
E. Filippi, M. Sella, G. Frigeri - maggio 1988
- N. 90 «RIFLESSI SULLA GESTIONE BANCARIA DELL'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE»
U. Aletti, C. Faissola, E. Monti - giugno 1988
- N. 91 «BANCHE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE SUL MERCATO AZIONARIO: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»
F. Cesarini - giugno 1988
- N. 92 «IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO»
V. Brocci, A. Tucci - ottobre 1988
- N. 93 «LA REDDITIVITÀ DELLE AZIENDE DI CREDITO NELLA PROSPETTIVA DI EVOLUZIONE STRUTTURALE DEL SISTEMA»
T. Bianchi, F. Bizzocchi, G. Carducci - giugno 1989
- N. 94 «UN SISTEMA ESPERTO PER LA GESTIONE DELLA TESORERIA»
M. De Marco, G. Grassano, S. De Bernardis, F. Gardin, C. Rossignoli, I. Zaniboni, H. Taylor, G. Trotta - luglio 1989
- N. 95 «POSIZIONE COSTITUZIONALE E FUNZIONI AMMINISTRATIVE DEL C.I.C.R. NELL'AMBITO DELL'ORDINAMENTO DEL CREDITO»
E. Balboni, G. Massoli - luglio 1989
- N. 96 «LINEE EVOLUTIVE NELL'ORGANIZZAZIONE BANCARIA»
A. Balossino - gennaio 1990
- N. 97 «ASPETTI TECNICI DELLA POLITICA DI IMPIEGO»
T. Bianchi, P. Bongianino, A. Finotti, L. Sibani, G. Osculati - maggio 1990
- N. 98 «TENDENZE EVOLUTIVE DELLA POLITICA DI RACCOLTA»
C. Faissola, E. Veronesi, M. Nonni - maggio 1990
- N. 99 «LA BANCA E L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI»
L. Rondelli, M. Sella - maggio 1990
- N. 100 «I PROSPETTI DI RICLASSIFICAZIONE E DI DETTAGLIO NELLA DOCUMENTAZIONE INTEGRATIVA DEI BILANCI BANCARI, I RISULTATI DI UN'INDAGINE»
P. Benigno - giugno 1990
- N. 101 «SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» I PARTE
A. Tarola, D. Qualeatti, P. Di Blasi, P. Salamone - settembre 1990
- N. 102 «SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» II PARTE
A. Pincherle, C. Rossignoli, R. Virtuani, M. Atzeni - settembre 1990
- N. 103 «L'ASSET & LIABILITY MANAGEMENT STRATEGICO NELLE BANCHE ITALIANE»
M. Carrara - novembre 1990
- N. 104 «EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO: VALUTAZIONI DI SINTESI»
F. Cesarini, M.L. Di Battista, V. Conti, A. Patarnello, R. Locatelli - dicembre 1990
- N. 105 «EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO»
T. Bianchi, M. Nonni - gennaio 1991
- N. 106 «I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»
F. Cesarini, T. Bianchi, G. Trombi - aprile 1991

- N. 107 «SVILUPPO DEI MERCATI E GESTIONE BANCARIA»
L. Rondelli, M. Mauro, G. Vaciago - maggio 1991
- N. 108 «I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»
P.D. Gallo, P. Baratta, P. Gnes - giugno 1991
- N. 109 «TRASPARENZA E COMPARABILITÀ DEL BILANCIO D'ESERCIZIO DELLE AZIENDE DI CREDITO»
P. Golia, A. Marchesi - novembre 1991
- N. 110 «GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO E PRIVATIZZAZIONI»
T. Bianchi - novembre 1991
- N. 111 «IL SISTEMA INFORMATIVO DI MARKETING "MINIMALE"»
A.A. Astolfi, G. Brioschi, F. Di Tizio, P. Rigamonti, A. Variati - novembre 1991
- N. 112 «IL CREDITO DI ULTIMA ISTANZA»
Carlo Azeglio Ciampi - febbraio 1992
- N. 113 «PROSPETTIVE E SVILUPPO DEI MERCATI FINANZIARI»
P. Marchetti, B. Bianchi, U. Aletti, L. Rondelli, S. Lo Faso - aprile 1992
- N. 114 «PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»
C. Salvatori, L. Arcuti, A. Molendi, G. Mazzarello, G. Ferretti, C. Tresoldi - aprile 1992
- N. 115 «PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»
F. Cesarini, T. Bianchi, F. Passacantando, V. Conti - aprile 1992
- N. 116 «L'ATTUALE SITUAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI SOTTO IL PROFILO DELLE COMUNICAZIONI DELLA VIGILANZA DELLA TRASPARENZA»
M. Cardillo - settembre 1992
- N. 117 «LE PROSPETTIVE DELLA BANCA SPAGNOLA VERSO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA IN EUROPA»
J. Quesada - settembre 1992
- N. 118 «INSIDER TRADING: CONSIDERAZIONI E PERPLESSITÀ»
A. Mignoli - ottobre 1992
- N. 119 «LE PROSPETTIVE DEL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO NELL'ATTUALE CONGIUNTURA EUROPEA»
F. Perez, E. Coletti, F. Kerbaker, A. Pironti - febbraio 1993
- N. 120 «I CANALI DI DISTRIBUZIONE DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE»
P.D. Gallo, D. Conti, M. Corradi, F. Del Nero - marzo 1993
- N. 121 «IL COSTO DEL LAVORO NELLE AZIENDE DI CREDITO»
T. Bianchi, C. Faissola, G. Trombi, L. Dini - aprile 1993
- N. 122 «I RAPPORTI TRA BANCA E IMPRESA»
F. Frasca, F. Cesarini, G. Cirila, L. Rondelli - aprile 1993
- N. 123 «IL TRATTAMENTO FISCALE DEI RISCHI SU CREDITI»
F. Gallo - gennaio 1994
- N. 124 «PER UNA CREDIBILE INFORMAZIONE SOCIETARIA»
ovvero: L'ETICA DELL'INFORMAZIONE AZIENDALE
T. Bianchi, E. Berlanda, R. Tronchetti Provera, A. Zappi - marzo 1994
- N. 125 «LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE E LE PROSPETTIVE»
M. Venturino - marzo 1994
- N. 126 «IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NEI MERCATI LOCALI»
L. Gentilini, G. Testoni, M. Näef - maggio 1994
- N. 127 «LA PRASSI DEI FIDI MULTIPLI E L'EVOLUZIONE DEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA»
P. Marullo Reedtz, A. Ceola, A. Geremia, C. Scarenzio - maggio 1994
- N. 128 «COMPORTAMENTI DELLE BANCHE, MODIFICHE ISTITUZIONALI ED EVOLUZIONI DEL MERCATO MOBILIARE»
T. Bianchi, A. Ventura, E.G. Bruno, B. Bianchi, V. Desario - maggio 1994
- N. 129 «ALCUNE RIFLESSIONI IN TEMA DI "RACCOLTA INDIRECTA" DELLE BANCHE»
M. Oriani - maggio 1994
- N. 130 «RISCHIO DI CREDITO E RISCHIO DI MERCATO NELLA GESTIONE BANCARIA»
V. Conti, M. Silvani, G. Carosio - novembre 1994
- N. 131 «PROSPETTIVE DI RIORDINO DELLA REGOLAMENTAZIONE CONSOB - BANCA D'ITALIA»
C. Capuzzo, F. Forghieri, L. Gardelli, R. Tedeschi, M. Venturino - novembre 1994
- N. 132 «LA BANCA COME OPERATRICE SUI MERCATI MOBILIARI»
F. Cesarini, M. Anolli, A. Ventura, U. Aletti - novembre 1994
- N. 133 «DAL MERCATO DEGLI INTERESSI AGLI INTERESSI DEL MERCATO»
D. Usellini, P. Pasini, G. Vigorelli, L. Abete, E. Berlanda, P. Gnes, A. Ventura, J.G. De Wael, G. Pagliarini - aprile 1995
- N. 134 «LA RIPRESA CICLICA E L'ATTIVITÀ BANCARIA»
P. Ranci, M.L. Di Battista, C. Caletti, M. Fazzini, - maggio 1995
- N. 135 «LA PRESENZA DELLE BANCHE NEI MERCATI»
T. Bianchi, A. Papa, E. Paolillo, V. Desario - maggio 1995
- N. 136 «REDDITIVITÀ DELLE BANCHE, REMUNERAZIONE DEL CAPITALE E RICORSO AL MERCATO»
V. Conti, B. Bianchi, M. Venturi, C. Faissola - maggio 1995
- N. 137 «TENDENZE NELLA REDDITIVITÀ E PRODUTTIVITÀ BANCARIA»
F. Passacantando, M. Nonni, F. Pepe, L.G. Attanasio, G. Frigeri - maggio 1995
- N. 138 «L'APPLICAZIONE DEL RATING AL SETTORE BANCARIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»
Laura Nieri - gennaio 1996
- N. 139 «IL RATING: UN'OPPORTUNITÀ PER LE BANCHE ITALIANE»
E. Monti, A. Esmanech, A. Tamagnini - gennaio 1996

- N. 140 «L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA: I CRITERI DI RIFERIMENTO E LE REGOLE DI CONVERGENZA»
Rainer Masera - febbraio 1996
- N. 141 «IMPRESA, COMUNICAZIONE FINANZIARIA, COMPETITIVITÀ: IL QUADRO ITALIANO TRA REGOLE E OPPORTUNITÀ»
E. Presutti, G. Vigorelli, F. Cesarini, I. Cipolletta, M. Onado, A. Bombassei, P. Pasini - marzo 1996
- N. 142 «LE BANCHE E LO SVILUPPO DEI MERCATI»
L. Rondelli, C. Santini - marzo 1996
- N. 143 «GLI ASPETTI NEVRALGICI DEI PROCESSI DI RAZIONALIZZAZIONE DELLA GESTIONE DELLA BANCA»
M.L. Di Battista, M. Sella, P. Marullo Reedtz, L. Arcuti - maggio 1996
- N. 144 «I PROBLEMI DELLA PROFESSIONE BANCARIA»
V. Desario, T. Bianchi - maggio 1996
- N. 145 «LA GESTIONE DELLA RACCOLTA BANCARIA»
A. Nottola - giugno 1996
- N. 146 «INTERMEDIAZIONE BANCARIA E FINANZA D'IMPRESA NELLA PROSPETTIVA DELL'INTEGRAZIONE EUROPEA»
C. Scognamiglio, G. Palladino, G. Zadra, E. G. Bruno, A. Falck, G. Grassano, G. Zucchi - febbraio 1997
- N. 147 «COMUNICAZIONE FINANZIARIA E SVILUPPO DELLE IMPRESE: LE PROSPETTIVE»
G. Vigorelli, M. Miccio, B. Boschetto, S. Bragantini, P. Gnes, E. Presutti, T. Bianchi, P. Pasini - febbraio 1997
- N. 148 «LA TASSAZIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E DEGLI STRUMENTI FINANZIARI»
F. Caleffi, G. Zadra, E.G. Bruno - maggio 1997
- N. 149 «L'UNIONE MONETARIA E GLI ADEMPIMENTI ORGANIZZATIVI»
T. Bianchi, M. Sarcinelli, A. Iozzo - maggio 1997
- N. 150 «FATTORI DETERMINANTI DEL RISULTATO ECONOMICO DELLE BANCHE NEL 1996»
N. Oggiano, G. Grassano - giugno 1997
- N. 151 «LE IMPLICAZIONI PER LE BANCHE ITALIANE DELL'AVVIO DELL'UNIONE MONETARIA»
F. Cesarini, I. Angeloni, A. Generale, R. Tedeschi - settembre 1997
- N. 152 «PROFILI DI REDDITIVITÀ BANCARIA IN EUROPA: ALLA RICERCA DEL MODELLO VINCENTE NELLA PROSPETTIVA DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA»
V. Conti, M. Ossana, M. Senati - settembre 1997
- N. 153 «STRUMENTI E SOLUZIONI ORGANIZZATIVE PER LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»
R. Barontini, P. Gualtieri, A. Patarnello, F. Russello - gennaio 1998
- N. 154 «IMPRESE, MERCATO DEI CAPITALI E COMUNICAZIONE FINANZIARIA»
B. Benedini, G. Vigorelli, A. Albertini, T. Bianchi, M. Miccio, G. Fossa, P. Pasini - febbraio 1998
- N. 155 «L'OFFERTA DI SERVIZI DI CONSULENZA ALLE IMPRESE»
F. Arpe, C. Costamagna, C. Porcari - aprile 1998
- N. 156 «TENDENZE NELL'OFFERTA DI SERVIZI DI GESTIONE DEL RISPARMIO»
F. Cesarini, I. Angeloni, E.G. Bruno - G. Testoni - maggio 1998
- N. 157 «LE BANCHE ITALIANE E LA PREPARAZIONE ALL'UNIONE MONETARIA»
T. Bianchi, P. Campaioli, V. Conti, V. De Bustis, V. Consoli, A. Valdembrì, G. Zadra - maggio 1998
- N. 158 «LA RIFORMA DELLA TASSAZIONE DEI REDDITI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE: RIFLESSI SUGLI INTERMEDIARI»
M. F. Ambrosiano - giugno 1998
- N. 159 «LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE REALE E MONETARIA E I CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE»
G. Vaciago, G. Morcaldo, I. Cipolletta, M.L. Di Battista, C. Faissola - giugno 1998
- N. 160 «L'AREA DELL'EURO: ASPETTI STRUTTURALI E RAPPORTI CON LE PRINCIPALI AREE VALUTARIE»
G. Vigorelli - I. Visco - G. Bishop - B. Eichengreen - agosto 1998
- N. 161 «I MERCATI FINANZIARI IN EURO E L'OPERATIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE»
R. Barbieri - L. Rondelli - G. Vaciago - agosto 1998
- N. 162 «LE STRATEGIE DEI PRINCIPALI SISTEMI BANCARI EUROPEI NELLA PROSPETTIVA DELLA MONETA UNICA»
J.P. Abraham - J.R. Inciarte - U. Schroeder - settembre 1998
- N. 163 «L'APPLICAZIONE DELLE REGOLE DELLA CONCORRENZA ALLE IMPRESE BANCARIE NELL'ESPERIENZA EUROPEA E NELL'ESPERIENZA ITALIANA PARTE I - LE INTESI»
F. Turati - novembre 1998
- N. 164 «I RIFLESSI DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: PROFILI ECONOMICI E DI VIGILANZA»
F. Taranto, M. Onado - novembre 1998
- N. 165 «BILANCIO E COMUNICAZIONI SOCIALI: LE NUOVE REGOLE A CONFRONTO CON L'EUROPA»
G. Vigorelli - M. Miccio - B. Benedini - M. Sella - L. Martino - P. Gnes - S. Preda - D. Bracco - P. Pasini - febbraio 1999
- N. 166 «NUOVI MODELLI ORGANIZZATIVI PER LE BANCHE E PER I MERCATI»
V. Desario - marzo 1999

- N. 167 «L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELLA TERZA FASE DELL'UNIONE MONETARIA»
T. Bianchi - C. Santini - E. Paolillo - A. Varisco - aprile 1999
- N. 168 «INCENTIVI PER IL PERSONALE E PIANI DI *STOCK OPTION* NELLE BANCHE»
P. Gualtieri - R. Locatelli - M. Cozzolini - G. Spadafora - marzo 1999
- N. 169 «IL RUOLO DELLA PIAZZA FINANZIARIA ITALIANA NEL CONTESTO EURO»
R. Pinza - M. Sella - A. Ventura - maggio 1999
- N. 170 «LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ORGANIZZATIVI E DI VIGILANZA»
A. Profumo - C. Salvatori - F. Frasca - giugno 1999
- N. 171 «LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ECONOMICO-TECNICI»
F. Cesarini - F. Panetta - F. Bizzocchi - C. Piazza Spessa - gennaio 2000
- N. 172 «IL BUON GOVERNO SOCIETARIO: AUTOREGOLAMENTAZIONI, COMUNICAZIONI»
G. Vigorelli - B. Benedini - M. Miccio - A. Desiata - P. Gnes - M. Sella - S. Preda
P. Fassino - P. Pasini - marzo 2000
- N. 173 «INVESTIMENTI FISSI E GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BANCHE»
P. Gualtieri - G. Scorza - G. Rosnati - P. Gavazzi - marzo 2000
- N. 174 «LA CONCENTRAZIONE SUL MERCATO DEGLI SCAMBI DI AZIONI: I PROBLEMI APERTI E L'OPINIONE DEGLI OPERATORI»
A. Banfi - M. Calzolari - F. Chiappetta - G. Ferrarini R. Hamaui - G. Makula - G. Verzelli - maggio 2000
- N. 175 «L'OFFERTA DI CREDITO E DI SERVIZI FINANZIARI ALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE»
C. Faissola - M. Bianconi - maggio 2000
- N. 176 «IL MERCATO DEI SERVIZI DI GESTIONE PROFESSIONALE DEL RISPARMIO: ASPETTI DOMESTICI E INTERNAZIONALI»
T. Bianchi - L. Rondelli - A. Ferrari - B. Bianchi - maggio 2000
- N. 177 «IL RATING INTERNO E LA GESTIONE DEI RISCHI BANCARI NEI GRUPPI CREDITIZI»
R. Masera - giugno 2000
- N. 178 «STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DIRETTO, CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI E SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ DI IMPIEGO»
A. Patarnello - V. Conti - M. Maccarinelli - P.D. Gallo - giugno 2000
- N. 179 «TENDENZE DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA DI CREDITO BANCARIO»
D. Gronchi - L. Sibani - luglio 2000

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252

- N. 180 «MISURAZIONE E GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»
C. Santini - G. Carosio - P. Marullo Reedtz - luglio 2000

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252

Finito di stampare Febbraio 2001