

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



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

E. J. ELTON - M. J. GRUBER - C. R. BLAKE

**“GLI EFFETTI DELLE  
COMMISSIONI D’INCENTIVO  
SULLE PERFORMANCE  
DEI FONDI COMUNI”**

QUADERNO N. 192

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di Banca e Borsa



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

E. J. ELTON - M. J. GRUBER - C. R. BLAKE

**“GLI EFFETTI DELLE  
COMMISSIONI D’INCENTIVO  
SULLE PERFORMANCE  
DEI FONDI COMUNI”**

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



Edwin J. ELTON  
Nomura Professor of Finance, New York University

Martin J. GRUBER  
Nomura Professor of Finance, New York University

Christopher R. BLAKE  
Associate Professor of Finance, Fordham University

## **Gli effetti delle commissioni d'incentivo sulle performance dei fondi comuni †**

† Gli autori ringraziano Deepak Agrawal, Gordon Alexander e i partecipanti all'edizione 2001 dell'European Finance Association Meeting, svoltasi in Barcellona, per i commenti ricevuti. Gli autori sono, inoltre, grati alla Lipper Inc. e, in particolare, a Jeffrey C. Keil per aver messo a disposizione i dati sulle commissioni d'incentivo dei fondi. Lo studio ha beneficiato del supporto finanziario del Salomon Center for the Study of Financial Institutions della New York University.



Una commissione d'incentivo è un meccanismo contrattuale che pone in relazione la remunerazione del gestore con la performance dell'investimento, eventualmente espressa in termini differenziali rispetto alla performance di un portafoglio di riferimento (*benchmark*). Le commissioni d'incentivo sono sovente usate per remunerare i gestori di attività finanziarie. Ad esempio, gli *hedge fund* tipicamente addebitano ai sottoscrittori una commissione composta da una parte fissa a cui si aggiunge una commissione d'incentivo che varia dal 5% al 25% del rendimento annuo del fondo.

Le commissioni d'incentivo sono utili per diversi motivi. Forse il più citato è quello secondo il quale esse “allineano” gli interessi dei gestori a quelli degli investitori: entrambi ottengono un beneficio superiore (rispettivamente, maggiore remunerazione e maggiore rendimento) quanto maggiore è il rendimento dell'investimento. Pertanto, proseguendo su tale linea di argomentazioni, l'impegno dei gestori dovrebbe essere maggiore nei fondi con commissioni d'incentivo. D'altro canto, i migliori gestori – in quanto convinti di essere tali – dovrebbero essere attratti dai fondi con commissioni d'incentivo poiché dalla loro attività di gestione essi possono ottenere maggiori riconoscimenti monetari. Infine, gli stessi investitori – atteso che i fondi con commissioni d'incentivo attirano i migliori manager e riescono a farli impegnare a fondo – dovrebbero investire relativamente di più nei fondi con commissioni d'incentivo.<sup>1</sup>

La teoria economica ha elaborato diversi contributi sull'impatto delle commissioni d'incentivo. L'analisi empirica su tale argomento è, invece, attualmente ancora limitata. La principale motivazione di tale carenza è data dalla circostanza che le commissioni d'incentivo sono presenti esclusivamente in ambiti, come quello degli *hedge fund*, in cui non sono disponibili dati affidabili in quanto tali fondi non sono tenuti a comunicarli sistematicamente ad alcuna autorità di regolamentazione. I dati disponibili sono riportati volontariamente dai singoli soggetti e, pertanto, sono

---

1) In senso opposto si veda Admati e Pfleiderer (1997).

soggetti ai fenomeni dell'auto-selezione e del *survivorship bias*.<sup>2</sup>

Esiste, tuttavia, un settore che impiega le commissioni d'incentivo e dispone di dati attendibili e pubblicamente disponibili: quello dei fondi comuni d'investimento. I fondi comuni che adottano commissioni d'incentivo rendono, infatti, disponibili il meccanismo di calcolo di tali commissioni, l'importo delle commissioni d'incentivo per ciascun anno, il rendimento e la dimensione delle attività gestite. Un secondo vantaggio derivante dalla scelta di analizzare le commissioni d'incentivo dei fondi comuni è dato dalla circostanza che, accanto ai fondi che prevedono commissioni d'incentivo, esistono fondi che non addebitano tale tipo di commissioni. È pertanto possibile comparare le performance dei fondi con commissioni d'incentivo con quelle dei fondi che non ne prevedono e, in tal modo, ricavare utili indicazioni sull'impatto delle commissioni d'incentivo.

Le caratteristiche precedenti rappresentano un importante vantaggio a favore della scelta dei fondi comuni per studiare l'impatto delle commissioni d'incentivo. Oltre ad esse, esiste un ulteriore fattore che rende preferibile l'analisi dei fondi comuni che riguarda specificamente le modalità di calcolo delle commissioni d'incentivo. I fondi comuni statunitensi, per imposizione normativa, sono tenuti a usare una particolare forma di commissione d'incentivo nota come "commissione di performance simmetrica" (*symmetrical fulcrum fee*). Le caratteristiche della commissione simmetrica sono state definite nel 1970 da un emendamento all'*Investment Company Act* del 1940. In base a tale emendamento, le commissioni d'incentivo devono essere definite rispetto a un indice di riferimento (*benchmark*), con aumenti nelle commissioni per performance superiori all'indice e, specularmente, diminuzioni nelle commissioni

---

2) L'importanza e la dimensione di tali distorsioni sono state analizzate da Elton, Gruber e Rentzler (1989).

per performance inferiori all'indice.<sup>3</sup> L'osservazione delle commissioni d'incentivo effettivamente adottate dai fondi statunitensi ha evidenziato che è sempre previsto un limite superiore e uno inferiore sull'importo addebitabile a titolo di commissione d'incentivo.

Le caratteristiche delle commissioni d'incentivo simmetriche sono in netto contrasto con quelle delle commissioni d'incentivo adottate dagli *hedge fund*, che prevedono di norma commissioni d'incentivo soltanto positive e con un elevato *watermark*.<sup>4</sup> In taluni casi gli *hedge fund* calcolano le commissioni d'incentivo sul rendimento complessivo del fondo, anziché sulla differenza tra il rendimento del fondo e un indice di riferimento, e non adottano alcun limite superiore. Successivamente dimostreremo che la differenza tra le commissioni d'incentivo dei fondi comuni e quelle degli *hedge fund* non è così ampia come si potrebbe in prima approssimazione immaginare: le commissioni simmetriche con limiti minimi e massimi possono sempre essere convertite in un'equivalente commissione d'incentivo che ammette soltanto valori positivi o nulli (*never-negative incentive fee*).

Obiettivo del presente articolo è analizzare l'impatto delle commissioni di incentivo sulle performance dei fondi comuni. Nel primo paragrafo si esaminano le caratteristiche e le modalità di impiego delle commissioni d'incentivo da parte dei fondi comuni statunitensi. Nel secondo paragrafo si presentano le principali conclusioni della teoria economica in merito agli effetti delle commissioni d'incentivo sul comportamento dei gestori. Nel terzo paragrafo si descrivono

---

3) Esistono rari casi di fondi che non hanno adottato commissioni d'incentivo simmetriche (ad esempio, Accessor Funds). Abbiamo appreso – attraverso colloqui informali con funzionari della SEC (Securities and Exchange Commission) – che l'autorità è a conoscenza di tali casi, anche se non ha ancora adottato alcun provvedimento in merito.

4) Un elevato *watermark* implica che le commissioni d'incentivo non sono pagate finché qualsiasi passata performance negativa non è stata completamente compensata.



i dati e il campione analizzato. Nel quarto paragrafo si discutono le evidenze empiriche relative alle commissioni d'incentivo addebitate dai fondi, ai rendimenti aggiustati per il rischio e agli effetti delle commissioni d'incentivo sul profilo medio di rischio e sul flusso netto di sottoscrizioni dei fondi con commissioni d'incentivo.

## **I. Le commissioni d'incentivo nei fondi comuni statunitensi**

Le commissioni d'incentivo non sono molto diffuse tra i fondi comuni statunitensi. Nel 1999, soltanto 108 su 6.716 fondi comuni azionari e obbligazionari adottano commissioni d'incentivo.<sup>5</sup> Tuttavia, sebbene essi rappresentino soltanto l'1,6% del totale dei fondi azionari e obbligazionari, i fondi con commissioni d'incentivo detengono il 10,5% del totale delle attività gestite. Inoltre, dal 1990 al 1999, il tasso di crescita delle attività gestite dai fondi con commissioni d'incentivo è stato superiore a quello medio del settore. La dimensione complessiva e la crescita delle attività gestite dai fondi che prevedono commissioni d'incentivo rendono l'analisi del loro impatto sulle performance particolarmente interessante. Inoltre, i risultati di tale analisi potrebbero essere proficuamente estesi alla tematica più generale dell'impatto degli incentivi sul comportamento manageriale.

È importante notare che i fondi comuni con commissioni d'incentivo possono essere organizzati secondo due modalità principali: con l'ausilio di gestori esterni oppure impiegando gestori interni. Nel 1999, il 72,6% dei fondi con commissioni d'incentivo è stato gestito internamente, mentre il rimanente 27,4% ha adottato gestori esterni. La gestione interna è stata effettuata sia attraverso dipendenti o partner del fondo stesso, sia attraverso società interamente partecipate. Successivamente dimostreremo che tale scelta è rilevante ai fini di questa ricerca.

Nel 1999, i 108 fondi con commissioni d'incentivo hanno utilizzato 43 diversi benchmark. L'indice Standard and Poor's (S&P) 500 è stato il più utilizzato (47 fondi). Le commissioni d'incentivo sono calcolate facendo riferimento alla performance cumulata su un periodo temporale che varia da 3 mesi a 5 anni. Gli orizzonti temporali maggiormente utilizzati sono 12 mesi (45 fondi) e 3 anni (59 fondi).

---

5) Non esistono fondi monetari con commissioni d'incentivo; il lavoro analizza, pertanto, esclusivamente i fondi comuni diversi da quelli monetari.

La totalità dei fondi comuni che adotta commissioni d'incentivo prevede una componente fissa (CF) e una componente variabile (CV), quest'ultima simmetrica rispetto al benchmark. Inoltre, ciascun fondo definisce un limite massimo per la componente variabile della commissione. La presenza di tale limite massimo implica, per rispettare la simmetria imposta dalla normativa, che esista anche un limite minimo per la componente variabile della commissione d'incentivo. Tutti i fondi hanno definito commissioni d'incentivo in modo tale che le commissioni complessive (componente variabile più componente fissa) non possono mai essere negative. La componente d'incentivo delle commissioni, ovvero la componente variabile, è espressa sia come funzione continua della differenza tra il rendimento del fondo e il rendimento del benchmark (78 fondi) oppure come una funzione uniforme a tratti del medesimo argomento (30 fondi).<sup>6</sup>

Se ignoriamo il limite superiore, una commissione simmetrica può sempre essere espressa come una commissione d'incentivo mai negativa (*never-negative incentive fee*) (i.) sottraendo al benchmark il limite superiore del differenziale di rendimento e (ii.) sottraendo alla componente fissa un valore pari alla componente variabile calcolata in corrispondenza del medesimo limite superiore.

A titolo di esempio si consideri un fondo con una componente fissa dell'1%. Si assuma, inoltre, una componente variabile pari al 10%, da applicare alla differenza tra il rendimento del fondo e il rendimento del benchmark fino a un massimo del 4%. Tale struttura di remunerazione può essere espressa come una commissione d'incentivo mai negativa fissando una componente fissa pari a 60 punti base (0.60%) e una componente variabile pari al 10% della differenza tra il rendimento del fondo e quello del benchmark ridotto del 4%. L'unica differenza tra la

---

6) Le commissioni d'incentivo sovente non vengono addebitate se la performance non ha superato il (oppure non è stata inferiore al) benchmark di un ammontare fisso predefinito.

commissione simmetrica e la commissione mai negativa è l'esistenza di un limite superiore alle commissioni addebitabili (1,40% nell'esempio). Ciò implica che, per quanto riguarda le commissioni simmetriche, la parte convessa della struttura di remunerazione coincida con i livelli di performance inferiori al benchmark e, specularmente, la parte concava si trovi in corrispondenza di performance del fondo superiori a quelle del benchmark.

Il tasso di incentivazione dei fondi comuni, ovvero il tasso che si applica alla differenza tra il rendimento del fondo e quello del benchmark, è nettamente inferiore a quello medio degli hedge fund. Tuttavia, considerata la dimensione delle attività gestite dai fondi con commissioni d'incentivo, la componente variabile delle commissioni assume valori assoluti significativamente importanti. Ad esempio, le cinque maggiori commissioni d'incentivo addebitate da cinque diversi fondi del campione analizzato assumono valori compresi tra 11 e 58 milioni di dollari, mentre le cinque maggiori commissioni d'incentivo accreditate a cinque diversi fondi assumono valori compresi tra 17 e 120 milioni di dollari. Le cinque maggiori commissioni d'incentivo espresse in percentuale della componente fissa variano per le commissioni addebitate dal 50% al 73% della commissione fissa, mentre per quelle accreditate variano dal 64% al 99% della parte fissa.

## II. Il comportamento del gestore secondo la teoria economica

In questo paragrafo si esaminano le implicazioni in merito al comportamento del gestore derivanti dalla teoria della finanza e dalla teoria economica sugli incentivi.

Secondo la teoria economica le commissioni d'incentivo dovrebbero indurre i gestori a esercitare un impegno maggiore nella loro attività rispetto a quanto accadrebbe in assenza di tali commissioni. Una seconda implicazione è che le imprese con contratti "incentivanti" dovrebbero attrarre i migliori manager, o almeno non attrarre i peggiori. Se ciò è vero, e se i gestori di portafogli evidenziano livelli di abilità eterogenei, ci si attende che i fondi con commissioni d'incentivo abbiano performance superiori a quelle dei fondi senza commissioni d'incentivo. Inoltre, sia perché gli investitori ritengono veritiere le ipotesi precedenti oppure perché essi osservano migliori performance effettive da parte dei fondi con commissioni d'incentivo, tali fondi dovrebbero attrarre maggiori sottoscrizioni (al netto dei riscatti) rispetto ai fondi che non prevedono commissioni d'incentivo.

Nell'ipotesi in cui i fondi con commissioni d'incentivo non siano in grado di attrarre gestori con superiori capacità di selezione dei titoli, ci sono diversi modi in cui un gestore può guadagnare commissioni d'incentivo senza possedere alcuna capacità selettiva. Tali tecniche d'investimento si traducono in comportamenti che non sempre coincidono con quelli idonei a tutelare gli interessi degli investitori. Due di queste tecniche sfruttano la mancata considerazione del rischio nella determinazione della commissione d'incentivo.

Il primo modo per conseguire un rendimento atteso superiore al benchmark senza disporre di particolari capacità selettive consiste nell'investire in attività non incluse nel portafoglio benchmark con rendimento atteso positivo. Si assuma che il manager ritiene valido il modello APT (*Arbitrage Pricing Theory*) oppure che, come dimostra Brennan (1993), le azioni incluse in un paniere benchmark hanno rendimenti attesi inferiori a quelle escluse. Si assuma

ulteriormente che il benchmark sia l'indice S&P500. In che modo il gestore potrebbe agire per guadagnare commissioni d'incentivo positive senza possedere superiori capacità selettive?

Il gestore può ottenere rendimenti attesi superiori al benchmark assumendo posizioni lunghe su indici con rendimenti attesi positivi. Se un fondo azionario ha definito l'indice S&P500 come benchmark, è prevedibile che il gestore assuma posizioni lunghe in titoli non inclusi nel benchmark, come i titoli *small cap*, in quanto si ritiene comunemente che essi corrispondano extra-rendimenti positivi e, inoltre, l'assunzione di posizioni lunghe in titoli *small cap* non è penalizzata dalla struttura di remunerazione. Una strategia simile può essere implementata anche per i fondi obbligazionari. L'investimento in obbligazioni con merito di credito inferiore a quello del benchmark conferisce rendimenti attesi superiori, di cui il gestore può beneficiare attraverso la commissione d'incentivo, mentre il rischio addizionale non è penalizzato dalla struttura di remunerazione.<sup>7</sup>

Un secondo modo per superare (in media) il benchmark senza disporre di particolari capacità selettive consiste, nel caso di fondi azionari, nell'assunzione di beta rispetto al benchmark superiori all'unità oppure, nel caso di fondi obbligazionari, nell'esposizione a una duration superiore a quella del portafoglio benchmark. Un beta superiore all'unità consente di ottenere commissioni d'incentivo positive, anche con una selezione casuale dei titoli inclusi nel portafoglio, a meno che il rendimento dell'indice di riferimento (benchmark) sia negativo. Poiché i rendimenti attesi di tutti gli indici selezionati come benchmark sono positivi, un fondo dovrebbe avere un beta superiore all'unità.

Un beta superiore all'unità ha un secondo vantaggio. A causa della simmetria delle *fulcrum fee*, un beta superiore

---

7) Il rischio delle obbligazioni con rating non elevato si manifesta sotto forma di maggiore correlazione con le azioni ordinarie del medesimo emittente. In proposito si veda Elton, Gruber, Agrawal e Mann (2001).

all'unità prima dell'applicazione della commissione d'incentivo si traduce in valori inferiori del beta al netto delle commissioni e valori superiori dell'alfa al netto delle commissioni.

Si indichi con:

- $R_f$  il rendimento del fondo prima dell'applicazione della commissione d'incentivo;
- $F$  la commissione d'incentivo;
- $R_B$  il rendimento del benchmark.

In presenza di una commissione d'incentivo simmetrica, il beta del fondo rispetto al benchmark dopo l'applicazione delle commissioni è:

$$\beta_f = \frac{\text{cov}(R_f - F(R_f - R_B), R_B)}{\text{var}(R_B)} = \frac{\text{cov}(R_f, R_B)}{\text{var}(R_B)}(1 - F) + F$$

dove  $\frac{\text{cov}(R_f, R_B)}{\text{var}(R_B)}$  è il beta rispetto al benchmark in

assenza di una commissione d'incentivo e sarebbe il beta dopo l'applicazione della commissione in presenza di una commissione di gestione fissa.

Per i fondi con un beta superiore all'unità prima dell'applicazione delle commissioni, la commissione simmetrica riduce il beta e incrementa l'alfa rispetto ai valori che si sarebbero ottenuti in presenza di una commissione del medesimo importo medio versata a titolo di commissione fissa. Ciò, come si vedrà nel paragrafo 4, migliora il ranking del fondo nelle classifiche settoriali.<sup>8</sup>

---

8) Esiste, tuttavia, un fattore che potrebbe indurre un gestore ad avere per obiettivo un beta inferiore all'unità. La maggior parte dei fondi liquida le commissioni rispetto al rendimento degli ultimi 12 o 36 mesi. Superare il benchmark equivale, quindi, ad affermare che la media geometrica dei rendimenti del fondo su tale intervallo temporale è superiore alla media geometrica dei rendimenti dell'indice. La media geometrica dipende dalla media aritmetica e dalla varianza aritmetica: quanto maggiore è la media aritmetica e minore la varianza, tanto maggiore è la media geometrica. Pertanto, un gestore con commissione d'incentivo potrebbe incrementare la probabilità di avere una media geometrica superiore attraverso una varianza aritmetica del portafoglio più bassa di quella del benchmark. Questo ragionamento suggerirebbe un beta inferiore all'unità.

Al fine di approfondire le modalità attraverso le quali un fondo comune con commissione d'incentivo può modificare il profilo di rischio del portafoglio per guadagnare le commissioni senza possedere specifiche capacità selettive consideriamo a questo punto la forma della struttura d'incentivazione. Come dimostrato nel paragrafo precedente, una commissione simmetrica con limiti inferiore e superiore può sempre essere espressa come un'equivalente commissione d'incentivo mai negativa. Poiché le commissioni addebitate rappresentano una percentuale del valore del portafoglio, le commissioni d'incentivo monoperiali dei fondi comuni sono monotonicamente crescenti e convesse fino al limite superiore del differenziale in quanto esse sono applicate al valore del portafoglio moltiplicato per il rendimento.

La remunerazione del gestore dipende non soltanto dalla struttura delle commissioni monoperiali, ma anche dall'evoluzione nel tempo delle attività gestite e delle commissioni addebitate. Come dimostrato da Gruber (1996), Sirri e Tufano (1998), Chevalier e Ellison (1997) e Del Guercio e Tkac (2000), i flussi di nuove sottoscrizioni nette sono molto positivamente correlati con rendimenti superiori al benchmark. Inoltre, i fondi che non riescono a superare il benchmark sono soggetti a flussi di riscatti molto inferiori a quelli corrispondenti alle nuove sottoscrizioni per i fondi che superano il benchmark. Tale asimmetria nell'andamento dei flussi finanziari verso i fondi comporta un ulteriore fattore di convessità nella struttura di remunerazione dei gestori. Pertanto, la domanda cruciale a questo punto diventa: cosa sappiamo a proposito del comportamento del gestore in presenza di una struttura di remunerazione convessa?

In primo luogo, molti autori affermano che, con commissioni d'incentivo mai negative, i gestori dovrebbero attuare strategie finalizzate ad aumentare la variabilità del rendimento del portafoglio rispetto a quello del benchmark.<sup>9</sup>

---

9) In proposito si vedano Das e Sundaram (2000), Carpenter (2000) e Cuoco e Kaniel (1998).



Essi sostengono che tale strategia è preferibile in quanto l'eventuale rendimento inferiore al benchmark avrebbe un impatto minore sulle commissioni guadagnate rispetto all'ipotesi alternativa di rendimenti superiori al benchmark.<sup>10</sup> Pertanto, ci si attende che i fondi con commissioni d'incentivo presentino un *tracking error*<sup>11</sup> superiore a quello medio dei fondi comuni.

Quanto affermato sopra vale per un gestore rappresentativo. In realtà, il comportamento effettivo di un particolare gestore dipende dalle sue condizioni specifiche in termini di rendimenti passati. Infatti, i gestori che hanno registrato performance passate non brillanti fronteggiano la zona convessa della struttura di remunerazione e, pertanto, sono incentivati ad assumere elevati rischi.<sup>12</sup> Inoltre, Das e Sundaram (1998), Cuoco e Daniel (1998) e Carpenter (2000) affermano che il gestore dovrebbe investire esclusivamente nel portafoglio benchmark, al fine di minimizzare il tracking error, quando il rendimento del portafoglio nel passato è stato particolarmente positivo. In tale ipotesi, infatti, egli fronteggia la parte crescente della struttura di remunerazione e preferisce, pertanto, bloccare i guadagni. Questo tipo di comportamento del gestore dovrebbe essere tanto più frequentemente messo in atto quanto maggiore è la commissione d'incentivo del fondo.

Un ulteriore aspetto delle commissioni di incentivo merita di essere esaminato in questa sede. Come affermato in precedenza, i fondi comuni statunitensi fanno ricorso a gestori sia interni che esterni. I gestori interni sono tipicamente soci o dipendenti da lungo tempo della società di gestione del fondo. La probabilità che essi vengano licenziati dopo un periodo di rendimenti poco brillanti è inferiore a quella relativa ai gestori esterni a parità di performance.<sup>13</sup> Ci

---

10) Ross (2000) afferma che esistono alcune funzioni di utilità in base alle quali, al di sopra di un predefinito livello di rischio, il gestore preferisce portafogli con minore varianza dei rendimenti e, di conseguenza, minori commissioni attese. Carpenter (2000) sostiene un'argomentazione analoga.

11) Gli Autori definiscono *tracking error* la varianza della serie storica del rendimento del fondo al netto del rendimento del benchmark [N.d.T.].

12) In proposito si vedano Carpenter (2000) e Grinblatt e Titman (1989).

13) Nel campione analizzato si sono verificati 22 cambi di gestione su 28 fondi con gestori esterni e 22 cambi di gestione su 80 fondi con gestori interni.

si attende, pertanto, che i gestori interni siano maggiormente disposti a assumere elevati profili di rischio dei gestori esterni, al fine di guadagnare commissioni di incentivo più elevate.

Inoltre, poiché i gestori interni sono spesso soci della società di gestione che definisce la struttura d'incentivazione, è ragionevole attendersi che, in tali casi, il benchmark sia definito in modo tale da renderlo più facilmente battibile. Ad esempio, 18 dei 28 gestori esterni del campione non ricevono commissioni d'incentivo se il rendimento del fondo non supera quello del benchmark di un ammontare predefinito. Di converso, nel campione analizzato, soltanto 22 degli 80 fondi con gestore interno prevedono un livello soglia per far scattare le commissioni d'incentivo. Inoltre, 20 degli 80 fondi con gestore interno usano un benchmark rappresentato dalla media dei rendimenti effettivi di un certo insieme di fondi, mentre tutti i fondi comuni con gestore esterno adottano un indice rappresentativo di un paniere di titoli come benchmark. Poiché i rendimenti dei fondi comuni sono misurati al netto dei costi e poiché i fondi con gestione attiva hanno mediamente reso meno degli indici, l'uso di un benchmark costituito dalla media dei rendimenti effettivi dei fondi rende lo stesso più facilmente battibile dal gestore.

Un'ulteriore motivazione a supporto dell'uso delle commissioni d'incentivo risiede, in particolare per i gestori interni, nel fatto che esso rappresenta una buona strategia di marketing. Gli investitori potrebbero, infatti, ritenere che i fondi con commissioni d'incentivo sono in grado di attrarre i migliori gestori oppure stanno segnalando al mercato che essi effettivamente dispongono dei migliori gestori. In entrambe le interpretazioni, ci si attende che i fondi con commissioni d'incentivo attraggano maggiori flussi di nuove sottoscrizioni nette.

In questo paragrafo sono state evidenziate alcune caratteristiche che dovrebbero essere associate ai fondi comuni con commissioni d'incentivo rispetto ai fondi che non ne prevedono.

In sintesi:

1. migliore capacità di selezione (*stock selection*), riconducibile alla maggiore “qualità” media dei gestori attratti dalle commissioni di incentivo;
2. maggiore correlazione con indici diversi dal benchmark rispetto al quale viene calcolata la commissione di incentivo;
3. beta rispetto al benchmark superiore all’unità;
4. elevato tracking error;
5. maggiore (minore) rischiosità dopo periodi di rendimenti inferiori (superiori) al benchmark;
6. maggiori flussi di sottoscrizioni nette;
7. i gestori interni dovrebbero guadagnare commissioni d’incentivo superiori a quelle dei gestori esterni;
8. i gestori interni dovrebbero essere maggiormente propensi al rischio rispetto ai gestori esterni.

### III. La descrizione dei dati

Per la realizzazione di questo studio la Lipper ha messo a disposizione i dati sui fondi con commissioni d'incentivo, sulla struttura dell'incentivazione e sulle commissioni effettivamente pagate da ciascun fondo per ogni anno considerato (1990-1999).<sup>14</sup> I dati sono stati approfonditamente verificati usando i prospetti informativi dei singoli fondi, i supplementi ai prospetti e attraverso colloqui individuali con i gestori. Il campione definitivo varia da un minimo di 40 fondi nel 1990 a un massimo di 108 fondi nel 1999.

I rendimenti dei fondi e di gran parte degli indici usati nella definizione dei benchmark sono stati forniti da Morningstar.<sup>15</sup> I rendimenti di altri indici sono stati forniti da Prudential-Bache e Datastream. Sono stati identificati e raccolti i dati relativi a 41 diversi indici usati dai fondi del campione. Per i quattro fondi Sexton non siamo stati in grado di ottenere le serie storiche degli indici usati come benchmark. La Sexton è stata contattata, ma non erano più disponibili i valori storici degli indici né le metodologie utilizzate per costruire gli indici selezionati come benchmark. Pertanto, i quattro fondi Sexton non sono stati analizzati. Questo è soltanto un esempio estremo di un problema generale. Si consideri l'indice più semplice: l'indice S&P500. Quasi nessuno dei prospetti analizzati indica se i dividendi sono inclusi o meno, né è specificato il tipo di indice S&P500 usato. Come discusso in Elton, Gruber e Blake (2000) o in Pension and Investment Age (1986), esistono diverse versioni dell'indice S&P500, i cui valori dipendono anche da chi calcola l'indice e l'aggiunta dei dividendi complica ulteriormente il problema. Nell'analisi empirica è stato usato l'indice di rendimento (che include i dividendi), ove disponibile, altrimenti si è fatto ricorso all'indice di prezzo.

---

14) Se un fondo comune prevede diverse tipologie di quote l'analisi empirica è stata effettuata considerando la categoria di quote di istituzione meno recente.

15) I rendimenti di fondi non più esistenti sono stati acquisiti dall'archivio storico di Morningstar.

È stato anche creato un campione di controllo costituito da fondi senza commissione d'incentivo, al fine di compararne le performance con quelle dei fondi con commissione d'incentivo. Per ogni anno sono stati casualmente identificati, a fronte di ciascun fondo con commissioni d'incentivo, quattro fondi appartenenti alla medesima categoria ICDI (*Investment Company Data, Inc.*) con almeno tre anni di rendimenti disponibili nel database CRSP.<sup>16</sup> Questo è il campione di controllo rispetto al quale si confrontano i fondi con commissioni d'incentivo nell'analisi empirica che segue.

---

16) Sono stati analizzati i portafogli e le strategie di tali fondi. Alcuni fondi inizialmente selezionati sono stati successivamente eliminati e rimpiazzati da altri fondi selezionati sempre tramite una procedura casuale. I fondi sono stati esclusi dal campione di controllo quando adottavano strategie d'investimento molto diverse da quelle dei fondi del campione principale. Ad esempio, l'impiego di derivati, hedge fund, fondi specializzati in market timing o la detenzione di attività immobiliari hanno decretato l'esclusione dal campione di controllo. Infine, sono stati esclusi dal campione di controllo anche i fondi specializzati per paese oppure per settore in quanto nessuno dei fondi con commissioni d'incentivo adottava tali strategie d'investimento.

## IV. L'analisi empirica

In questo paragrafo si esaminano i seguenti aspetti: le commissioni d'incentivo guadagnate dai fondi comuni statunitensi, i rendimenti dei fondi con commissioni d'incentivo, le caratteristiche di rischiosità dei fondi con commissioni d'incentivo e i flussi di sottoscrizioni nette dei fondi con commissioni d'incentivo. Nell'analisi delle performance e dei profili di rischiosità, le caratteristiche dei fondi con commissioni d'incentivo sono messe a confronto con quelle dei fondi che non prevedono commissioni d'incentivo.

### IV.A. Commissioni d'incentivo

L'ottenimento di commissioni d'incentivo positive dovrebbe essere importante per un fondo non soltanto per il ricavo conseguito, ma anche perché esso rappresenta un'indicazione positiva a beneficio dei futuri sottoscrittori in relazione alle performance passate del fondo. La Tabella 1 presenta una sintesi delle commissioni d'incentivo effettivamente guadagnate dal complesso dei fondi con commissioni d'incentivo analizzati in questo lavoro e la ripartizione delle commissioni guadagnate da alcuni sottocampioni. In primo luogo si nota che, considerando la totalità dei fondi per tutti gli anni del campione, in media tali fondi hanno guadagnato una commissione d'incentivo *negativa* pari allo 0.006% delle attività nette dell'anno.<sup>17</sup> Il numero di anni in cui un fondo ha guadagnato commissioni d'incentivo negative è pressoché equivalente al numero di anni in cui un fondo ha guadagnato commissioni d'incentivo positive.

Nella Tabella 1 e in tutte le tabelle seguenti nella categoria

---

17) La commissione media non è significativamente diversa da zero. Ciò implica che i fondi non sono stati in grado di guadagnare commissioni d'incentivo positive.

“campione complessivo” sono inclusi i fondi azionari, i fondi internazionali, i fondi obbligazionari e i fondi bilanciati. Non si riportano i dati relativi ai sottocampioni fondi obbligazionari e fondi bilanciati a motivo della scarsa numerosità di tali fondi. Si osserva una diversità nelle commissioni d’incentivo dei due principali sottocampioni. I fondi azionari guadagnano commissioni d’incentivo leggermente negative, diverse da zero al 10% di significatività statistica. Le commissioni d’incentivo dei fondi azionari sono negative in un numero di anni superiore a quello degli anni in cui sono positive. Diversamente, i fondi internazionali hanno mediamente guadagnato commissioni d’incentivo positive, diverse da zero all’1% di significatività statistica. I fondi internazionali sono riusciti, pertanto, a ottenere commissioni positive gestendo efficacemente il portafoglio investito oppure costruendo opportunamente i benchmark rispetto a cui comparare le performance effettive.

Esistono altri criteri per suddividere il campione complessivo al fine di poter trarre utili indicazioni sull’impatto delle commissioni d’incentivo? In precedenza è stato discusso che le commissioni d’incentivo sono pagate a gestori sia interni che esterni alla società di gestione del fondo. I gestori interni, alcuni dei quali sono soci della società di gestione, possono avere la possibilità di influenzare la selezione del benchmark e la definizione della struttura d’incentivazione. Diversamente, i gestori esterni sono assunti appositamente al fine di gestire il portafoglio del fondo. I gestori esterni dispongono, pertanto, di un controllo molto minore in merito alla selezione del benchmark e alla definizione della struttura d’incentivazione. L’analisi empirica (si veda la Tabella 1) supporta l’ipotesi della posizione privilegiata dei gestori interni in quanto essi guadagnano mediamente di più dei gestori esterni. Le differenze sono, tuttavia, limitate e statisticamente significative al 10% per il complesso dei fondi e al 5% per quelli internazionali.

Un ulteriore modo per segmentare i fondi con commissioni d’incentivo è la dimensione delle commissioni d’incentivo.

Tutte le argomentazioni secondo le quali i fondi con commissioni d'incentivo dovrebbero fare meglio dei fondi senza tali commissioni valgono anche quando si comparano i fondi con elevate commissioni d'incentivo con quelli con basse commissioni d'incentivo. I fondi del campione sono stati, quindi, raggruppati nelle categorie "elevate commissioni d'incentivo" e "basse commissioni d'incentivo", ma non è emersa alcuna relazione tra la distinzione precedente e la dimensione delle commissioni d'incentivo effettivamente liquidate.<sup>18</sup> L'assenza di una relazione significativa tra la struttura dell'incentivazione e la dimensione delle commissioni d'incentivo è peraltro coerente con l'evidenza empirica secondo la quale i fondi che prevedono commissioni d'incentivo non guadagnano in media commissioni positive.

#### **IV.B. Rendimento**

Un fondo comune può guadagnare commissioni d'incentivo positive detenendo attività finanziarie non incluse nel benchmark e/o attraverso una buona selezione dei titoli inclusi nel portafoglio. Ad esempio, molti fondi che hanno adottato l'indice S&P500 come benchmark detengono in portafoglio titoli small cap. Per tali fondi, l'entità delle commissioni d'incentivo dipende principalmente dalle performance relative delle small cap rispetto alle large cap e solo marginalmente dall'effettiva capacità di selezione dei titoli.<sup>19</sup>

---

18) Al fine di formare le due classi sono state calcolate le commissioni d'incentivo per tutti i fondi in presenza di un rendimento del fondo superiore al benchmark dell'1%. I fondi sono stati poi classificati in ordine di commissioni d'incentivo decrescenti. Successivamente i fondi appartenenti al primo terzo della classifica sono stati attribuiti alla classe "elevate commissioni d'incentivo", mentre quelli dell'ultimo terzo della classifica sono stati attribuiti alla classe "basse commissioni d'incentivo". Il medesimo esercizio è stato ripetuto per differenziali di rendimento pari a 2%, 3% e 4%.

19) Elton, Gruber, Das e Hlavka (1993) hanno dimostrato che su un periodo ventennale il decile di titoli a minore capitalizzazione ha ottenuto un rendimento aggiustato per il rischio in eccesso rispetto all'indice S&P del 12,81% annuo.



## IV.B.1. La selezione dei titoli

In questo sottoparagrafo si cerca di verificare se i fondi con commissioni d'incentivo dispongono di superiori capacità di selezione titoli. A tal fine è necessario rimuovere gli effetti sul rendimento del fondo indotti dalla detenzione di titoli non inclusi nel benchmark che potrebbero essere detenuti dal fondo. Per ciascun fondo è stato, quindi, misurato il rendimento in eccesso aggiustato per il rischio (alfa) attraverso la stima di un modello multifattoriale, in cui uno degli indici considerati è il benchmark del fondo.

Per i fondi azionari sono stati inclusi, oltre all'indice selezionato come benchmark, i seguenti indici (a meno che non fossero ridondanti rispetto al benchmark): l'indice S&P500, il rendimento differenziale delle small cap rispetto alle large cap, il rendimento differenziale dei titoli growth rispetto ai titoli value, un indice obbligazionario e un indice internazionale. I primi quattro indici sono stati considerati in quanto analisi precedenti hanno dimostrato che essi sono in grado di replicare la struttura di varianza/covarianza dei rendimenti dei fondi.<sup>20</sup> L'inclusione degli indici obbligazionario e internazionale merita di essere motivata. Molti fondi azionari detengono obbligazioni. Se non si include l'indice obbligazionario, il differenziale di rendimento delle obbligazioni rispetto al tasso di rendimento privo di rischio è incorporato nell'alfa. Inoltre, molti fondi specializzati in azioni statunitensi detengono anche azioni internazionali e, pertanto, valgono le medesime considerazioni.

Per i fondi obbligazionari sono stati inclusi, oltre all'indice selezionato come benchmark, i seguenti indici (a meno che non fossero ridondanti rispetto al benchmark): un indice obbligazionario che include titoli di Stato e titoli di imprese private, un indice di obbligazioni ipotecarie (*mortgage-backed bond*) e un indice di obbligazioni ad elevato rischio-rendimento (*high yields bond*).<sup>21</sup>

---

20) Per un'analisi empirica e una descrizione dettagliata di tali indici si veda Elton, Gruber e Blake (1999).

21) Per una descrizione dettagliata di tali indici si veda Blake, Elton e Gruber (1993).

Infine, per i fondi internazionali sono stati utilizzati i seguenti indici oltre al benchmark e se non ridondanti rispetto ad esso: l'indice S&P500 e gli indici MSCI per l'Europa, il Giappone, l'area del Pacifico e i mercati emergenti. Se il benchmark per un fondo è il MSCI EAFE (Europe, Australasia, Far East), in quanto ridondante, l'Europa è stata eliminata.

I rendimenti sono stati espressi come differenze rispetto al tasso privo di rischio, misurato dal tasso dei *T-Bill* a 30 giorni, a meno che l'indice era già rappresentativo della differenza di due rendimenti. Il rendimento in eccesso aggiustato per il rischio (alfa) è stato determinato attraverso la stima di una regressione dei rendimenti dei fondi rispetto ai rendimenti degli indici su un periodo di tre anni, includendo come ultimo anno quello di valutazione del fondo. I beta stimati, rappresentativi della reattività del rendimento del fondo rispetto a quello degli indici, sono stati poi utilizzati nell'anno di valutazione per calcolare il coefficiente alfa del modello multifattoriale. La Tabella 2 presenta l'alfa stimato per i fondi con commissioni d'incentivo.

L'alfa multifattoriale medio per tutti i fondi è pari allo 0.048% per mese. Nel complesso i fondi con commissioni d'incentivo evidenziano una capacità di selezione titoli positiva e statisticamente diversa da zero al 5% di significatività. La differenza tra gli alfa dei fondi con e senza commissioni d'incentivo è dello 0.084% per mese, un valore economicamente non trascurabile e statisticamente significativo all'1%.<sup>22</sup> Per i fondi azionari e quelli internazionali i risultati sono analoghi. I segni sono i medesimi e la maggior parte dei risultati sono economicamente e statisticamente significativi.

In precedenza abbiamo affermato che la migliore capacità di selezione titoli è attribuibile a migliori gestori e/o maggior impegno da parte dei gestori stessi; a questo punto è

---

22) L'analisi empirica sovrastima l'alfa dei fondi senza commissioni d'incentivo in quanto il campione di controllo include alcuni piccoli fondi compresi nel database CRSP che sono soggetti alla distorsione da omissione (*omission bias*). Si veda in proposito Elton, Gruber e Blake (2001).

opportuno effettuare ulteriori verifiche sulla robustezza di tale affermazione. In effetti è noto che un fattore molto importante che influenza i rendimenti dei fondi è la dimensione dei costi addebitati dalla società di gestione del fondo. I rendimenti sono, infatti, misurati al netto dei costi. Pertanto, è in astratto possibile che i fondi con commissioni d'incentivo abbiano i migliori alfa perché addebitano minori spese. Al fine di esaminare tale eventualità abbiamo comparato gli *expense ratio* dei fondi con commissioni d'incentivo con quelli dei fondi senza commissioni d'incentivo. Come emerge dalla Tabella 3, i fondi con commissioni d'incentivo hanno costi inferiori ai fondi che non ne prevedono, per un importo mediamente pari allo 0.036% per mese. Inoltre, le differenze sono statisticamente significative all'1%.

Nella Tabella 3 si presentano anche l'alfa aggiustato per i costi e l'alfa aggiustato differenziale (rispetto ai fondi senza commissioni d'incentivo). Per entrambi gli indicatori i fondi con commissioni d'incentivo ottengono risultati migliori. Tuttavia, al netto del differenziale di costi, la differenza tra il rendimento dei fondi con commissioni d'incentivo e quello di un portafoglio di indici con il medesimo rischio, sebbene positiva, non è statisticamente diversa da zero. Pertanto, se i fondi con commissioni d'incentivo addebitassero gli stessi costi (più alti) addebitati dai fondi con gestione attiva, otterrebbero rendimenti solo leggermente superiori a quelli di un portafoglio di indici con il medesimo rischio.<sup>23</sup>

Quando si comparano i fondi con commissioni di incentivo con quelli senza, anche esprimendo i rendimenti dei fondi con commissioni d'incentivo al netto dei differenziali di costo, i risultati dei fondi con commissioni d'incentivo sono molto migliori. In particolare, i fondi con commissioni d'incentivo evidenziano migliori capacità di selezione, con risultati statisticamente significativi al 5%. Per il campione

---

23) Essi comunque otterrebbero rendimenti strettamente superiori a un paniere di fondi indicizzati con il medesimo grado di rischio in quanto il rendimento dei fondi indicizzati è inferiore a quello degli indici seguiti a motivo dei costi di gestione dei fondi stessi.

complessivo, poco più della metà del differenziale di rendimento tra i fondi con commissioni d'incentivo e i fondi senza è riconducibile a superiori capacità di selezione titoli, mentre la parte rimanente è dovuta alle minori spese addebitate al fondo.

Le Tabelle 2 e 3 analizzano anche il differenziale di performance tra i fondi con commissioni d'incentivo che usano gestori interni e quelli che adottano gestori esterni. Alcune evidenze emergono con chiarezza. Dalla Tabella 1 si rileva che i fondi con gestori interni guadagnano commissioni maggiori rispetto ai fondi con gestori esterni. Ciò è coerente con l'ipotesi secondo la quale i gestori interni definiscono la struttura d'incentivazione in modo da poter più facilmente battere il benchmark. Nelle Tabelle 2 e 3, sia correggendo che non correggendo per il differenziale di costo, i gestori interni evidenziano migliori capacità di selezione titoli dei gestori esterni; va comunque sottolineato che tali differenze sono statisticamente significative al 5% soltanto quando si corregge per i differenziali di costo. Una possibile spiegazione di tale evidenza è data dalla diversa capacità di attrarre i gestori: i gestori esterni "subiscono" la struttura d'incentivazione prevista per il fondo, mentre i fondi gestiti internamente possono usare la struttura d'incentivazione per attrarre nuovi gestori. Anche considerando le maggiori spese addebitate, gli investitori ottengono maggiori rendimenti aggiustati per il rischio investendo in fondi con commissioni di incentivo gestiti internamente piuttosto che investendo in fondi con gestori esterni.

Facciamo a questo punto un passo indietro e riconsideriamo il rendimento dei fondi con commissioni d'incentivo. Abbiamo visto che, in media, la commissione d'incentivo guadagnata da tali fondi è nulla. Nella Tabella 4 mostriamo che, coerentemente con tale risultato, il rendimento differenziale (rendimento del fondo al netto del rendimento del benchmark) è anche prossimo allo zero. Tuttavia, abbiamo anche visto che i fondi con commissioni d'incentivo hanno sia minori spese che migliore capacità di selezione titoli degli altri fondi. Il quesito che si pone a

questo punto è il seguente: dov'è andato l'alfa [ovvero l'eccesso di rendimento corretto per il rischio, N.d.T.]? Ci sono due componenti del rendimento che potrebbero spiegare la discrepanza tra il rendimento differenziale nullo e l'alfa positivo: i livelli del beta oppure l'assunzione di posizioni su altri indici.

Dalla Tabella 4 emerge che, almeno che per il campione complessivo, le variazioni dei rendimenti dovuti a fattori residui (ad esempio, dimensione, *price-earnings*, *book-to-value*) sono approssimativamente nulli.<sup>24</sup> L'impatto principale, in termini di mancato rendimento, deriva invece dall'assunzione di beta inferiori all'unità. Dei 48 punti-base di rendimento in eccesso aggiustato per il rischio conseguiti dai fondi con commissioni d'incentivo, ben 46 sono stati annullati dal fatto di avere un beta medio del portafoglio pari a 0.952.

È sorprendente che i gestori di tali fondi decidano di avere un beta rispetto al benchmark mediamente inferiore all'unità, quando gli indici scelti come benchmark hanno rendimenti attesi positivi [e, pertanto, basterebbe avere un beta superiore all'unità per poter battere l'indice, N.d.T.]. Va sottolineato, comunque, che i beta dei fondi con commissioni d'incentivo sono superiori ai beta dei fondi senza tali commissioni (si veda la successiva Tabella 5). Tuttavia, poiché il beta di un portafoglio può essere agevolmente corretto attraverso l'uso di future, è sorprendente trovare beta mediamente inferiori all'unità.

Quando si esaminano i fondi azionari e i fondi internazionali separatamente emergono alcune differenze. In particolare, per i fondi internazionali l'esposizione settoriale, in questo caso a livello di paesi o aree, sembra portare un contributo positivo al rendimento del fondo.

---

24) Nonostante, come si mostra nel sottoparagrafo successivo, i fondi con commissioni d'incentivo assumano posizioni consistenti su indici diversi dal benchmark.

Il confronto dei fondi gestiti internamente con quelli gestiti esternamente fornisce indicazioni coerenti con i risultati precedenti. I fondi con gestori interni evidenziano rendimenti più elevati a motivo delle migliori capacità selettive, dei maggiori beta (vicini all'unità) e delle esposizioni premianti verso altri fattori di rischio. Nel prossimo sottoparagrafo questi punti saranno discussi in maniera approfondita, per il momento è sufficiente sottolineare due effetti: (i.) i gestori interni hanno selezionato i benchmark in modo tale da ottenere rendimenti superiori ai benchmark definiti e (ii.) i gestori interni sono maggiormente disposti ad assumere posizioni rischiose perché corrono minori rischi di essere licenziati.

## **IV.C. Rischio**

I fondi con commissioni d'incentivo possono esporre gli investitori a rischi addizionali sia perché la loro rischiosità media è superiore a quella dei fondi senza commissioni d'incentivo, sia perché i gestori dei fondi con commissioni d'incentivo variano il profilo di rischio del portafoglio in relazione alle performance passate del fondo, e ciò si traduce in periodi di elevata rischiosità concentrata nel tempo.

### **IV.C.1. La rischiosità relativa dei fondi con commissioni d'incentivo**

I fondi con commissioni d'incentivo definiscono un benchmark rispetto al quale comparare i rendimenti effettivi. Gli investitori che sottoscrivono tali fondi dovrebbero, pertanto, attendersi che i gestori di tali fondi seguano strategie coerenti con il benchmark dichiarato. Ad esempio, se il benchmark del fondo è un indice *mid cap*, gli investitori si attendono che il fondo investa in titoli *mid cap*.<sup>25</sup> In

precedenza è stata discussa l'ipotesi secondo cui la presenza di commissioni d'incentivo porterebbe i gestori a seguire strategie d'investimento più rischiose e incoerenti rispetto ai benchmark dichiarati. Tale comportamento dei gestori potrebbe rappresentare un'ulteriore fonte di rischio per gli investitori. Verifichiamo, pertanto, se i gestori di fondi con commissioni d'incentivo seguono effettivamente tali comportamenti.

La prima ipotesi afferma che i fondi con commissioni d'incentivo dovrebbero seguire i benchmark in modo meno accurato dei fondi senza tali commissioni a causa della convessità della struttura d'incentivazione. Possiamo verificare tale ipotesi in due modi. Anzitutto, la Tabella 5 presenta l' $R^2$  medio di una regressione dei rendimenti in eccesso del fondo sui rendimenti in eccesso del benchmark stimata per i fondi con commissioni d'incentivo e, inoltre, la differenza tra l' $R^2$  medio dei fondi con commissioni d'incentivo e l' $R^2$  medio dei fondi senza commissioni d'incentivo, per i quali l'indice di riferimento [usato come regressore, N.d.T.] è stato identificato attraverso la *style analysis*.<sup>25</sup> Come emerge dalla Tabella 5, i fondi con commissioni d'incentivo evidenziano un  $R^2$  statisticamente inferiore a quello dei fondi senza tali commissioni. Inoltre, molti  $R^2$  stimati per il campione di fondi con commissioni d'incentivo sono sorprendentemente bassi. Il valore medio è 0.80. Per un quarto di tali fondi l' $R^2$  è al di sotto di 0.7 e per il 6% dei fondi con commissioni d'incentivo l' $R^2$  è inferiore a

---

25) Anche alcuni fondi senza commissioni d'incentivo dichiarano un benchmark. Gli investitori in tali fondi rischiano anch'essi che il fondo non segua la politica d'investimento dichiarata. La differenza è, però, duplice. In primo luogo, mentre tutti i fondi con commissione d'incentivo dichiarano un benchmark, soltanto alcuni fondi senza commissione d'incentivo fanno lo stesso. In secondo luogo, i gestori di fondi con commissioni d'incentivo non soltanto dichiarano un benchmark da seguire, ma la commissione liquidata dal fondo dipende effettivamente dal rapporto tra il rendimento del fondo e quello del benchmark. Pertanto, gli investitori sono portati a conferire maggior peso agli obiettivi stabiliti dai fondi con commissioni d'incentivo e, di conseguenza, un'eventuale deviazione da tali obiettivi risulterebbe ancora più dannosa per loro.

26) Le regressioni sono state stimate su un periodo triennale. Gli indici considerati nella *style analysis* sono quelli usati nella stima del modello multifattoriale.

0.5. Nove  $R^2$  sono addirittura inferiori a 0.25.

La seconda modalità per verificare l'ipotesi precedente si basa sul *tracking error*, ovvero sulla variabilità del rendimento del fondo rispetto al rendimento del benchmark. I fondi con commissioni d'incentivo evidenziano un *tracking error* statisticamente superiore a quello dei fondi senza commissioni d'incentivo. Tali risultati sono coerenti con l'ipotesi secondo la quale i gestori dei fondi con commissioni d'incentivo tendono a deviare dal benchmark al fine di sfruttare la struttura d'incentivazione convessa.

Le differenze in termini di  $R^2$  e *tracking error* a livello di campione complessivo sono principalmente causate dalla categoria dei fondi comuni azionari. Per tale categoria di fondi, l' $R^2$  medio dei fondi con commissioni d'incentivo è statisticamente inferiore e il *tracking error* è statisticamente superiore ai valori calcolati per i fondi senza commissioni d'incentivo. Le differenze in termini di  $R^2$  e *tracking error* tra i fondi con e senza commissioni d'incentivo sono estremamente contenute e statisticamente non significative per i fondi internazionali.

In precedenza abbiamo visto per quali motivi i fondi con gestori interni dovrebbero avere un *tracking error* diverso da quello dei fondi con gestori esterni. Tutti i gestori di fondi con commissioni d'incentivo, sia interni sia esterni, preferiscono un elevato *tracking error* per sfruttare la convessità della struttura d'incentivazione. Tuttavia, per un gestore esterno questo comportamento implica anche una più elevata probabilità di essere licenziato. Ci si attende, pertanto, che i fondi con gestori esterni evidenzino *tracking error* inferiori a quelli dei fondi con gestori interni. Dalla Tabella 5 emerge che tale relazione è empiricamente confermata sia a livello di campione complessivo sia per ciascuna classe di fondi, con la maggior parte delle differenze tra fondi con gestori interni ed esterni statisticamente significative.

La seconda strategia che può essere impiegata da un fondo con commissioni d'incentivo per superare il benchmark consiste nell'assunzione di un elevato beta di portafoglio. Ciò implica, per l'investitore, una maggiore esposizione al rischio



sistematico. L'analisi empirica evidenzia che i fondi con commissioni d'incentivo hanno beta molto più elevati di quelli dei fondi senza commissioni d'incentivo (si veda ancora la Tabella 5). La differenza tra i beta è statisticamente significativa all'1% per tutti i sottocampioni. Nondimeno, è comunque sorprendente osservare un beta mediamente inferiore all'unità, considerati i vantaggi ottenibili in termini di commissioni d'incentivo derivanti dall'assunzione di beta superiori all'unità. Il beta medio rispetto al benchmark è, infatti, inferiore all'unità: 0.96 per i fondi azionari e 0.87 per i fondi internazionali (Tabella 5). Considerando l'intero campione, il 46% dei fondi ha beta superiori all'unità e soltanto in 48 su 531 anni-fondo sono stati rilevati beta superiori a 1.2, mentre in 118 casi sono stati osservati beta inferiori a 0.80.

Un'ulteriore strategia che può essere perseguita al fine di superare il benchmark consiste nell'assumere posizione su altri fattori di rischio che sono prezzati dal mercato. Ad esempio, se si ritiene valido il modello APT e il fondo ha definito l'indice S&P500 come benchmark, una possibile strategia potrebbe consistere nell'assunzione di posizioni lunghe in titoli *small cap*, atteso che il fattore *small cap* è prezzato con un premio al rischio positivo dal mercato. Questa strategia è effettivamente seguita da un nutrito numero di fondi azionari con commissioni d'incentivo. L'ipotesi che la politica d'investimento del fondo coincida con quella derivante dall'investimento nel portafoglio benchmark è *rifiutata* all'1% in 228 anni-fondo su 411.<sup>27</sup> La strategia seguita più frequentemente dai fondi azionari consiste nell'assunzione di consistenti posizioni in titoli *small cap*. L'esposizione al fattore *small cap*, in alternativa al benchmark dichiarato, è stata confermata al 5% di significatività statistica in 192 anni-fondo su 411.

Un'altra strategia molto comune per i fondi azionari

---

27) Questo è anche un test congiunto della validità del modello multifattoriale rispetto al modello a indice singolo. Il modello multi-indice usato per ciascuna categoria di fondi è quello discusso in precedenza nel paragrafo IV.B.

consiste nell'esposizione ai titoli *value o growth*.<sup>28</sup> Al 5% di significatività statistica, il 35% degli anni-fondo presenta un'esposizione al fattore di rischio *growth* e il 16% al fattore di rischio *value*. Al 5% di significatività statistica, il 15% dei fondi azionari specializzati in titoli statunitensi presenta un'esposizione al fattore di rischio azionario internazionale. Infine, sempre al 5% di significatività statistica, circa l'8% dei fondi azionari presenta un'esposizione significativa al fattore obbligazionario.

In circa il 70% degli anni-fondo, i fondi internazionali presentano esposizioni significative a fattori rischio di diversi da quelli inclusi nell'indice selezionato come benchmark. L'esposizione a fattori di rischio diversi da quelli del benchmark si spiega diversamente per i fondi azionari e per quelli internazionali. Per i fondi azionari la spiegazione più plausibile è il tentativo di produrre rendimenti in eccesso investendo in fattori di rischio diversi da quelli considerati nel benchmark. Per i fondi internazionali, diversamente, l'esposizione ad altri fattori di rischio è spiegata principalmente da specifiche previsioni circa l'andamento dei rendimenti nelle diverse aree mondiali.

L'esposizione a fattori di rischio diversi dal benchmark ha conseguenze dirette sul rischio sopportato dagli investitori. La variazione dell'alfa riconducibile all'esposizione ad altri fattori di rischio è stata mediamente pari a 39 punti base. Poiché l'indice S&P500 è quello più usato come benchmark, è stata condotta un'analisi specifica sui fondi che hanno adottato tale indice. La variazione dell'alfa per tale sottocampione è mediamente pari a 45 punti base per mese. Ciò conferma ulteriormente che molti fondi che hanno dichiarato di investire nello S&P500 effettivamente investono in misura consistente anche in altri titoli non inclusi nel benchmark. D'altra parte, a livello di campione complessivo,

---

28) Sono considerati titoli *value* quelli con price-earnings ratio, *price-to-book value ratio* e tasso di crescita degli utili inferiori alla media dei titoli comparabili per capitalizzazione. Sono, invece, considerati titoli *growth* quelli con *price-earnings ratio*, *price-to-book value ratio* e tasso di crescita degli utili superiori alla media dei titoli comparabili per capitalizzazione.

il rendimento differenziale derivante dall'esposizione ad altri fattori di rischio è molto vicina allo zero. Ciò indica che l'esposizione ad altri fattori di rischio ha un impatto significativo sulle performance dei singoli fondi, ma non migliora mediamente le performance del comparto. Tali risultati portano ad affermare che i fondi effettivamente assumono esposizioni significative su fattori di rischio diversi da quelli inclusi nel benchmark e, al tempo stesso, che tali esposizioni non hanno prodotto *ex post* rendimenti in media strettamente positivi o negativi.

#### **IV.C.2. L'evoluzione temporale della rischiosità dei fondi con commissioni d'incentivo**

Come discusso in precedenza, secondo le previsioni della teoria economica, l'esposizione al rischio di un fondo con commissioni d'incentivo dovrebbe dipendere dalle performance passate dello stesso. Per un gestore che ha ottenuto rendimenti inferiori al benchmark nella prima parte del periodo di valutazione è conveniente aumentare il rischio del portafoglio, e pertanto il rendimento atteso, sfruttando la maggiore convessità della struttura d'incentivazione nella zona di rendimenti inferiori a quelli del benchmark. Di converso, ad un gestore che ha battuto il benchmark conviene diminuire il rischio del portafoglio al fine di bloccare le commissioni d'incentivo al termine del periodo di valutazione, sfruttando in tal modo la concavità della struttura di remunerazione nella parte in cui i rendimenti sono superiori al benchmark.

Al fine di sottoporre a test tali ipotesi di comportamento sono state analizzate le performance dei fondi azionari che hanno adottato un periodo di valutazione di 36 mesi.<sup>29</sup>

---

29) Sono stati usati i fondi con periodo di valutazione di 36 mesi al fine di disporre di un periodo sufficiente per stimare la varianza dei rendimenti. Si noti che il fenomeno che si sta cercando di analizzare è diverso dall'effetto campionato (*tournament*) di Brown, Harlow e Starks (1996). Essi, infatti, si concentrano sull'incremento di rischio nel corso di un anno attuato dai fondi al fine di ottenere un miglior piazzamento nelle classifiche annuali. In questa sede si analizza, invece, la variabilità del rischio del portafoglio nell'ambito di diversi anni.

Abbiamo assunto che il gestore al termine dei primi 24 mesi avrebbe esaminato la situazione del fondo [in termini di rendimento rispetto al benchmark, N.d.T.] e poi deciso se assumere particolari posizioni nel corso degli ultimi 12 mesi prima della valutazione, al fine di influenzare l'entità della commissione d'incentivo.<sup>30</sup>

Sono stati esaminati per il periodo 1990-1999 i primi 24 mesi di rendimenti dei fondi con commissioni d'incentivo. Sulla base dei dati dei primi 24 mesi, i fondi sono stati classificati in ordine decrescente di rendimento del fondo al netto del benchmark. Il "gruppo 1" include il primo quintile di fondi che ha battuto il benchmark con i maggiori differenziali, mentre il "gruppo 2" include il 20% dei fondi peggiori in termini di rendimento al netto del benchmark. Per ciascuno dei due gruppi è stata stimata la varianza rispetto al benchmark relativa agli ultimi 12 mesi del periodo di valutazione. Inoltre, tale varianza è stata messa a confronto con la varianza rispetto al benchmark stimata per i precedenti 24 mesi. L'analisi della varianza degli ultimi dodici mesi ci aiuta a capire se l'atteggiamento dei fondi è coerente con quanto previsto dalla teoria in merito all'assunzione di maggior (minor) rischio in presenza di rendimenti passati inferiori (superiori) al benchmark. Il rapporto tra le due varianze è, invece, utile per verificare eventuali variazioni del profilo di rischio del portafoglio nelle direzioni previste dalla teoria. I risultati sono presentati in Tabella 6.

Come atteso, i fondi che hanno performance inferiori al benchmark nei primi 24 mesi adottano politiche d'investimento in grado di generare una varianza superiore a quella media dei fondi con commissioni d'incentivo. Specularmente, i fondi con performance superiori al

---

30) Avremmo potuto selezionare anche altri periodi temporali, ma poiché i gestori tipicamente analizzano il portafoglio del fondo alla fine di ciascun anno ci è sembrato ragionevole selezionare tale durata. L'analisi potrebbe sembrare limitata in quanto non è stato considerato l'impatto delle decisioni del gestore in merito agli ultimi 12 mesi del periodo di valutazione sul successivo periodo di valutazione. In realtà, si dimostra facilmente che, se il gestore non dispone di informazioni particolari, l'incremento o il decremento del rischio non influenza il valore atteso delle future remunerazioni.

benchmark nei primi 24 mesi esibiscono una varianza inferiore alla media negli ultimi 12 mesi. La differenza tra le varianze dei due gruppi è statisticamente significativa all'1%.

L'esame delle variazioni del profilo di rischio nel tempo presenta evidenze molto interessanti. In media tutti i fondi hanno aumentato il profilo di rischio tra il primo e il secondo periodo. Tuttavia, i fondi che hanno ottenuto rendimenti superiori al benchmark hanno evidenziato un incremento della varianza in una misura inferiore alla metà dell'incremento della varianza registrato dalla media dei fondi. Il quintile dei fondi con le peggiori performance ha subito un incremento della varianza pari a circa 1,5 volte la varianza della media dei fondi. La differenza tra le varianze è statisticamente significativa soltanto al 10%.

L'analisi è stata ripetuta dividendo il periodo di 36 mesi in due sottoperiodi di pari lunghezza: il periodo 1 è formato dai primi 18 mesi e il periodo 2 dai secondi 18 mesi. Sebbene non riportati in Tabella 6, i risultati sono addirittura più forti.<sup>31</sup> La differenza tra il quintile migliore e quello peggiore è statisticamente significativa all'1% per la varianza del secondo periodo e al 5% per la variazione della varianza tra i due periodi. Appare con chiarezza che i gestori si sono comportati esattamente come previsto dalla teoria. Tale comportamento è una fonte di rischio addizionale per gli investitori.

#### **IV.D. Flussi di sottoscrizioni**

Un'ulteriore ragione che dovrebbe spingere un fondo a definire commissioni d'incentivo è anche quella secondo la quale i fondi con commissioni d'incentivo attraggono maggiori flussi di nuove sottoscrizioni. Pertanto, i fondi

---

31) I risultati per la varianza media del quintile migliore, del campione complessivo e del quintile peggiore sono rispettivamente 3.713, 4.163 e 6.054 e per l'incremento percentuale sono 24.73%, 57.14% e 99.14%. Questi risultati sono statisticamente più significativi di quelli derivanti dalla suddivisione 24 mesi/12 mesi.

potrebbero decidere di definire le commissioni d'incentivo anche soltanto come strategia di marketing.

Per verificare l'incremento delle sottoscrizioni nette imputabile all'impiego delle commissioni d'incentivo, è necessario isolare l'impatto di altri fattori che ugualmente possono influenzare i flussi di sottoscrizioni. Ad esempio, i fondi che impiegano commissioni d'incentivo potrebbero crescere più velocemente dei fondi che non ne prevedono perché le performance passate sono state migliori.

Al fine di isolare l'impatto degli altri fattori nell'analisi dei flussi di sottoscrizione è stato utilizzato il modello proposto da Sirri e Tufano (1998). Il tasso di crescita imputabile alle nuove sottoscrizioni è definito come il tasso di crescita delle attività gestite al netto della crescita delle attività gestite derivante dai capital gain e dal reinvestimento dei dividendi incassati. Sirri e Tufano stimano il tasso di crescita imputabile alle nuove sottoscrizioni in un certo periodo in funzione delle attività gestite nel periodo precedente, dei costi di gestione, della deviazione standard dei rendimenti, dei rendimenti passati e del tasso medio di crescita delle nuove sottoscrizioni dei fondi appartenenti alla medesima categoria d'investimento. Nel presente articolo la regressione di Sirri e Tufano è stata replicata fedelmente, anche nella definizione delle variabili utilizzate, con l'unica aggiunta di una variabile *dummy* che indica se il fondo ha eventualmente definito delle commissioni d'incentivo.<sup>32</sup>

L'analisi di regressione è stata svolta stimando separatamente le regressioni per gli anni 1997, 1998 e 1999 e un'unica regressione per i tre anni con due variabili *dummy* per gli anni 1997 e 1998. Il campione è costituito dai fondi censiti da ICDI nelle categorie *aggressive growth*, *growth and income* e *long term growth*, con almeno 15 milioni di dollari di attività gestite e inclusi nel database CRSP. Questa è la

---

32) Si veda Sirri e Tufano (1998) per la definizione di ciascuna variabile impiegata nelle regressioni. Un fondo è incluso nel campione di fondi con commissioni d'incentivo (e la *dummy* assume valore 1) se, all'inizio dell'anno al quale si riferiscono i flussi di nuove sottoscrizioni nette, prevedeva una commissione d'incentivo.

medesima procedura di campionamento usata da Sirri e Tufano. I risultati della regressione combinata sono presentati in Tabella 7.

Si noti che i risultati sono sostanzialmente coerenti con quelli riportati da Sirri e Tufano. Inoltre, la variabile *dummy* per le commissioni d'incentivo è positiva e statisticamente significativa all'1%. Nelle stime delle regressioni distinte per i singoli anni, non riportate, la variabile *dummy* è positiva in tutti e tre gli anni e statisticamente significativa al 5% in due dei tre anni.

L'evidenza empirica conferma, pertanto, che la presenza delle commissioni d'incentivo influenza positivamente il tasso di crescita delle nuove sottoscrizioni. Tale risultato fornisce un'ulteriore spiegazione del perché i fondi potrebbero volontariamente scegliere di usare le commissioni d'incentivo.

## V. Conclusioni

L'impiego delle commissioni d'incentivo da parte dei fondi comuni non era stato analizzato in precedenza. Tuttavia, la circostanza che il 10% delle attività gestite dai fondi azionari e obbligazionari negli Stati Uniti sia gestito da fondi con commissioni d'incentivo attesta l'importanza di tale categoria di fondi nel settore del risparmio gestito. Nell'analisi dell'impatto delle commissioni d'incentivo sul comportamento dei fondi comuni, si è fatto riferimento alla nutrita letteratura teorica sugli effetti della remunerazione basata sulla performance sul comportamento manageriale al fine di avanzare ipotesi circa l'impatto atteso delle commissioni d'incentivo. Ciò ci ha consentito di comprendere quali aspetti del comportamento dei fondi comuni esaminare e ci ha permesso di effettuare uno dei primi test empirici della teoria della remunerazione basata sulle performance.

Cosa abbiamo appreso in merito al comportamento dei fondi con commissioni d'incentivo? I fondi che prevedono commissioni d'incentivo, considerati nel complesso, non guadagnano, in media, commissioni d'incentivo positive (o negative). Tuttavia, i gestori interni sembrano disporre di un maggior controllo nella definizione del sistema d'incentivazione di quanto possano i gestori esterni e ciò consente ai fondi con gestori interni di guadagnare commissioni d'incentivo mediamente più elevate dei fondi con gestori esterni.

Le commissioni d'incentivo dovrebbero attrarre i gestori più capaci e/o spingere il gestore a prestare maggior impegno nella propria attività di quanto accada in assenza di tali commissioni. In effetti, i fondi con commissioni d'incentivo evidenziano una capacità di selezione titoli superiore a quella dei fondi senza commissioni d'incentivo. I fondi con commissioni d'incentivo hanno anche *expense ratio* inferiori a quelli dei fondi senza commissioni d'incentivo. Pertanto, il sottoscrittore di un fondo con commissioni d'incentivo beneficia di due effetti positivi: migliore capacità di selezione



titoli e minori spese. Tuttavia, una parte consistente dei rendimenti in eccesso guadagnati, nel confronto con il benchmark, vengono annullati dal fatto che i fondi con commissioni d'incentivo hanno un'esposizione al beta rispetto al benchmark inferiore all'unità, nonostante i benchmark abbiano rendimenti (attesi ed effettivi) positivi. Questo è uno dei principali dubbi riguardanti il comportamento dei fondi con commissioni d'incentivo. La strategia più semplice per ottenere rendimenti superiori a quelli di un indice con un rendimento atteso positivo consiste, infatti, nell'assumere un beta superiore all'unità. È comunque da sottolineare che, nonostante sia inferiore all'unità, il beta dei fondi con commissioni d'incentivo è superiore a quello dei fondi senza commissioni d'incentivo.

Il modo migliore per aumentare i rendimenti per un gestore che non possiede particolari capacità di selezione titoli, senza influenzare il livello del beta, consiste nell'assumere posizioni in titoli non inclusi nel benchmark di riferimento. I gestori di fondi con commissioni d'incentivo si comportano in tal modo, in quanto essi sanno di poter beneficiare dall'inclusione nel portafoglio di titoli diversi da quelli previsti dal benchmark, ma tali posizioni non hanno impatto in media sui rendimenti.

Passando dall'analisi del rendimento a quella del rischio, si osserva che i fondi con commissioni d'incentivo selezionano portafogli maggiormente rischiosi, in media, di quelli detenuti dai fondi senza commissioni d'incentivo. Inoltre, i fondi con commissioni d'incentivo aumentano il profilo di rischio del portafoglio dopo un periodo di performance deludenti e diminuiscono la rischiosità del portafoglio dopo un periodo di performance brillanti.

Quali sono gli effetti di tale comportamento per gli investitori? L'investitore in grado di valutare il rendimento del portafoglio congiuntamente al suo profilo di rischiosità dovrebbe preferire la sottoscrizione di fondi con commissioni d'incentivo. I rendimenti aggiustati per il rischio di tali fondi sono, infatti, superiori a motivo delle migliori capacità di selezione titoli e delle minori spese. Tuttavia, gli investitori

devono tener conto del maggior rischio residuo che è incorporato nei fondi con commissioni d'incentivo. Tali fondi, infatti, non seguono l'indice di riferimento così strettamente come fanno i fondi senza commissioni d'incentivo. Inoltre, la rischiosità dei fondi con commissioni d'incentivo tende ad aumentare proprio a partire dal momento in cui i rendimenti diventano meno soddisfacenti.

Come giudica il mercato tale combinazione di rischio e rendimento? Il mercato sembra giudicarla positivamente, visto che i flussi netti di sottoscrizioni a favore dei fondi con commissioni d'incentivo sono superiori a quelli dei fondi senza commissioni d'incentivo.

In chiusura è opportuno richiamare un quesito ancora irrisolto che potrebbe rappresentare uno stimolo per futuri approfondimenti. I fondi che prevedono commissioni d'incentivo sembrano realizzare performance superiori a quelle dei fondi che non ne prevedono. Tuttavia, non è ancora chiaro se ciò dipenda dalla motivazione fornita dalle commissioni d'incentivo oppure dal fatto che i gestori più capaci adottano le commissioni d'incentivo come meccanismo di segnalazione al mercato.

## **Bibliografia**

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

Blake, C., Elton, E., Gruber, M. (1993), “The Performance of Bond Mutual Funds”, *Journal of Business* **66**, 371-403.

Brennan, M. (1993), Agency and Asset Pricing. Manoscritto non pubblicato. University of California, Los Angeles.

Brown, K., Harlow, U., Starks, L. (1996), “Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry”, *Journal of Finance* **51**, 85-110.

Cahart, M. (1997), “On the Persistence of Mutual Fund Performance”, *Journal of Finance* **52**, 57-82.

Carpenter, J. (2000), “Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite?”, *Journal of Finance* **55**, 2311-2331.

Chevalier, J., Ellison, G. (1997), “Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives”, *Journal of Political Economy* **105**, 1167-1200.

Cuoco, D., Kaniel, R. (1998), General Equilibrium Implications of Fund Managers' Compensation Fees. Working Paper. The Wharton School.

Das, S., Sundaram, R. (1998), On the Regulation of Mutual Fund Fee Structures. Working Paper. Stern School of Business.

Das, S., Sundaram, R. (2000), Fee Speech: Signalling, Risk-Sharing, and the Impact of Fee Structures on Investor Welfare. Working Paper. Stern School of Business.

Del Guercio, D., Tkac, P. (2000), The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds versus Pension Funds. Manoscritto non pubblicato. Federal Reserve Bank of Atlanta.

Elton, E., Gruber, M., Blake, C. (1996), “Survivorship Bias and Mutual Fund Performance”, *Review of Financial Studies* **9**, 1097-1120.

Elton, E., Gruber, M., Blake, C. (1999), “Common Factors in Mutual Fund Returns”, *European Finance Review* **3**, 1, 53-78.

Elton, E., Gruber, M., Blake, C. (2001), "A First Look at the Accuracy of CRSP Mutual Fund Database and A Comparison of the CRSP and Morningstar Mutual Fund Databases", *Journal of Finance* **56**, 6, 2415-2430.

Elton, E., Gruber, M., Agrawal, D., Mann, C. (2001), "Explaining the Risk Factors in Corporate Bonds", *Journal of Finance* **56**, 247-278.

Elton, E., Gruber, M., Das, S., Hlavka, M. (1993), "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence for Managed Portfolios", *Review of Financial Studies* **6**, 1-22.

Elton, E., Gruber, M., Rentzler, J. (1987), "Professionally Managed Publicly Traded Commodity Funds", *Journal of Business* **60**, 175-199.

Ferson, W., Schadt, R. (1996), "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions", *Journal of Finance* **51**, 425-461.

Grinblatt, M., Titman, S. (1989), "Adverse Risk Incentives and the Design of Performance-Based Contracts", *Management Science* **35**, 907-922.

Gruber, M. (1996), "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds", *Journal of Finance* **51**, 783-810.

Ross, S. (2001), Some Notes on Compensation, Agency Theory, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness. Manuscript non pubblicato. Massachusetts Institute of Technology.

Sirri, E., Tufano, P. (1998), "Costly Search and Mutual Fund Flows", *Journal of Finance* **53**, 1589-1622.

Starks, L. (1987), "Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **22**, 17-32.

Wermer, R. (2000), "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs and Expenses", *Journal of Finance* **55**, 1655-1695.

Zheng, L. (1999), "Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability", *Journal of Finance* **54**, 905-935.

**Tabella 1. Commissioni d'incentivo in percentuale delle attività investite nette**

La tabella presenta, per gli anni 1990-1999 e per diverse categorie di fondi che adottano commissioni d'incentivo, la commissione d'incentivo media espressa in percentuale del totale delle attività investite nette, il numero di commissioni d'incentivo positive e negative guadagnate dai fondi di ciascuna categoria. La distinzione tra gestore interno oppure esterno non era disponibile per alcuni fondi del campione. L'ipotesi nulla dei test è che le medie siano uguali. Tutti i test sono a due code, ad eccezione del test sulla differenza tra gestori interni ed esterni ove è stato assunto che i gestori interni guadagnano commissioni più elevate dei gestori esterni.

\* = significativo al 1%; \*\* = significativo al 5%; \*\*\* = significativo al 10%.

<b>Categoria</b>	<b>Numero di osservazioni</b>	<b>Commissione d'incentivo media in % delle attività investite nette</b>	<b>Numero di commissioni positive</b>	<b>Numero di commissioni negative</b>
Campione complessivo	519	-0.006%	234	232
Campione complessivo – Gestori interni	366	0.000%	174	160
Campione complessivo – Gestori esterni	98	-0.015% ***	43	47
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.015% ***		
Fondi azionari	400	-0.015% ***	168	186
Fondi azionari – Gestori interni	289	-0.010%	132	130
Fondi azionari – Gestori esterni	64	-0.020%	25	33
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.010%		
Fondi internazionali	86	0.031% *	51	32
Fondi internazionali – Gestori interni	62	0.038% *	36	25
Fondi internazionali – Gestori esterni	16	0.000%	9	5
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.038% **		

**Tabella 2. La stima dell'alfa multifattoriale**

La tabella presenta, per diverse categorie di fondi, l'alfa multifattoriale medio per i fondi con commissioni d'incentivo e l'alfa differenziale (alfa del campione con commissioni d'incentivo al netto dell'alfa del campione di controllo costituito dai fondi senza commissioni d'incentivo). L'alfa medio dei fondi senza commissioni d'incentivo è pari a  $-0.036\%$ , statisticamente significativo all'1%. I livelli di significatività statistica relativi all'alfa differenziale sono basati su test a una coda, mentre tutti gli altri test sono a due code, inclusi i test sulla differenza tra gestori interni ed esterni.

\* = significativo all'1%; \*\* = significativo al 5%; \*\*\* = significativo al 10%.

<b>Categoria</b>	<b>Numero di osservazioni</b>	<b>Alfa per i fondi con commissione d'incentivo</b>	<b>Alfa differenziale</b>
Campione complessivo	531	0.048% **	0.084% *
Campione complessivo – Gestori interni	372	0.068% **	0.109% *
Campione complessivo – Gestori esterni	103	0.027%	0.047% **
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.041%	0.062%
Fondi azionari	411	0.040% ***	0.080% *
Fondi azionari – Gestori interni	295	0.055% ***	0.104% *
Fondi azionari – Gestori esterni	68	0.033%	0.047%
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.022%	0.057%
Fondi internazionali	87	0.127% **	0.141% *
Fondi internazionali – Gestori interni	62	0.173% **	0.180% **
Fondi internazionali – Gestori esterni	17	0.054%	0.076%
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.119%	0.104%

**Tabella 3. Expense ratio ed effetti sull'alfa**

La tabella presenta i differenziali di *expense ratio* (*expense ratio* del campione con commissioni d'incentivo al netto dell'*expense ratio* del campione di controllo costituito dai fondi senza commissioni d'incentivo), l'alfa aggiustato per i fondi con commissioni d'incentivo (l'alfa dei fondi con commissioni d'incentivo a cui si aggiunge il differenziale d'*expense ratio*) e l'alfa aggiustato differenziale per i fondi con commissioni d'incentivo (l'alfa dei fondi con commissioni d'incentivo aggiustato per tener conto dell'*expense ratio* al netto dell'alfa medio del campione di controllo dei fondi senza commissioni di incentivo). I livelli di significatività statistica relativi all'alfa differenziale aggiustato sono basati su test a una coda, mentre tutti gli altri test sono a due code, inclusi i test sulla differenza tra gestori interni ed esterni.

\* = significativo all'1%; \*\* = significativo al 5%; \*\*\* = significativo al 10%.

<b>Categoria</b>	<b>Numero di osservazioni</b>	<b>Expense ratio differenziale</b>	<b>Alfa aggiustato per le spese</b>	<b>Alfa aggiustato differenziale</b>
Campione complessivo	531	-0.036% *	0.012%	0.048% **
Campione complessivo – Gestori interni	372	-0.034% *	0.034%	0.075% *
Campione complessivo – Gestori esterni	103	-0.054% *	-0.027%	-0.006%
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.020% *	0.061%	0.081% **
Fondi azionari	411	-0.037% *	0.004%	0.044% **
Fondi azionari – Gestori interni	295	-0.036% *	0.019%	0.067% **
Fondi azionari – Gestori esterni	68	-0.054% *	-0.021%	-0.007%
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.017% *	0.040%	0.074%
Fondi internazionali	87	-0.037% *	0.090%	0.104% **
Fondi internazionali – Gestori interni	62	-0.026% *	0.147% ***	0.154% **
Fondi internazionali – Gestori esterni	17	-0.090% *	-0.035%	-0.014%
Differenza in media (Interni – Esterni)		0.064% *	0.182% ***	0.168%

**Tabella 4. Rendimenti differenziali e loro determinanti**

La tabella presenta, per diverse categorie di fondi, le medie dei rendimenti differenziali (rendimento del fondo al netto del rendimento del benchmark) e dei beta stimati da una regressione dell'eccesso di rendimento del fondo sull'eccesso di rendimento del benchmark, gli alfa multifattoriali e gli effetti sui rendimenti differenziali derivanti da beta diversi dall'unità e da effetti residui non spiegati dal modello monofattoriale.

Categoria	Numero di osservazioni	Rendimenti differenziali	Alfa per i fondi con commissione d'incentivo	Beta medio	Variazione del rendimento dovuta a:	
					Beta diverso da 1	Effetti residui
Campione complessivo	531	0.001%	0.048%	0.952	-0.046%	-0.001%
Campione complessivo – Gestori interni	372	0.048%	0.068%	0.961	-0.032%	0.012%
Campione complessivo – Gestori esterni	103	-0.087%	0.027%	0.944	-0.060%	-0.054%
Fondi azionari	411	-0.028%	0.040%	0.964	-0.058%	-0.010%
Fondi azionari – Gestori interni	295	0.018%	0.055%	0.971	-0.045%	0.008%
Fondi azionari – Gestori esterni	68	-0.106%	0.033%	0.952	-0.078%	-0.006%
Fondi internazionali	87	0.182%	0.127%	0.866	-0.003%	0.057%
Fondi internazionali – Gestori interni	62	0.225%	0.173%	0.891	0.017%	0.034%
Fondi internazionali – Gestori esterni	17	0.031%	0.054%	0.851	-0.024%	0.001%



**Tabella 5. R<sup>2</sup>, beta e tracking error**

La tabella presenta, per diverse categorie di fondi con commissioni d'incentivo, gli R<sup>2</sup> medi, il beta stimato in una regressione dell'eccesso di rendimento del fondo sull'eccesso di rendimento del benchmark e il *tracking error* (varianza del rendimento del fondo al netto del rendimento del benchmark). La tabella riporta anche, per ciascuna misura, il differenziale rispetto al campione di controllo di fondi senza commissioni d'incentivo. Per i fondi senza commissioni d'incentivo, le medie (basate su una regressione stimata usando un indice selezionato dalla *style analysis*) sono le seguenti: per il campione complessivo, osservazioni = 2113, R<sup>2</sup>=0.855, beta=0.916, tracking error=3.423; per i fondi azionari, osservazioni = 1638, R<sup>2</sup>=0.860, beta=0.919, tracking error=3.304; per i fondi internazionali, osservazioni = 343, R<sup>2</sup>=0.814, beta=-0.889, tracking error=5.047. I livelli di significatività statistica per i differenziali e per le differenze in medie sono basati su test a una coda. \* = significativo all'1%; \*\* = significativo al 5%; \*\*\* = significativo al 10%.

Categoria	R <sup>2</sup>		Beta		Tracking error		
	Numero di osservazioni	Campione con commissioni d'incentivo	Campione con commissioni d'incentivo	Differenziale	Campione con commissioni d'incentivo	Differenziale	
Campione complessivo	531	0.795	-0.060 *	0.952	0.037 *	4.680	1.256 *
Campione complessivo – Gestori interni	372	0.796	-0.055 *	0.961	0.044 *	4.566	1.060 *
Campione complessivo – Gestori esterni	103	0.854	-0.015	0.944	0.034 *	3.192	0.216
Differenza in media (Interni – Esterni)		-0.058 *		0.017		1.374 **	
Fondi azionari	411	0.781	-0.079 *	0.964	0.046 *	4.917	1.616 *
Fondi azionari – Gestori interni	295	0.784	-0.074 *	0.971	0.049 *	4.679	1.383 *
Fondi azionari – Gestori esterni	68	0.825	-0.043 **	0.952	0.051 *	3.968	0.802
Differenza in media (Interni – Esterni)		-0.041 **		0.019		0.711	
Fondi internazionali	87	0.817	0.003	0.866	-0.023	5.149	0.104
Fondi internazionali – Gestori interni	62	0.839	0.026 **	0.891	0.001	4.945	-0.142
Fondi internazionali – Gestori esterni	17	0.865	0.049 *	0.851	-0.037 ***	3.208	-1.794 *
Differenza in media (Interni – Esterni)		-0.026 ***		0.040		1.737 **	

**Tabella 6. Rischiosità in relazione alle performance passate**

La tabella presenta, per i fondi azionari con commissioni d'incentivo che adottano un periodo di valutazione di 36 mesi, la media mensile del rendimento del fondo al netto della media mensile del rendimento del benchmark durante il precedente periodo di 24 mesi ("periodo 1"), la varianza media del differenziale precedente per i successivi 12 mesi ("periodo 2") e l'incremento percentuale medio della varianza di tale differenziale nel periodo 2 rispetto al periodo 1. I fondi sono ordinati in relazione al differenziale (rendimento del fondo – rendimento del benchmark) medio mensile del periodo 1. I livelli di significatività riportati si riferiscono a test a una coda.

\* = significativo all'1%; \*\* = significativo al 5%; \*\*\* = significativo al 10%.

	<b>Numero di fondi</b>	<b>Rendimento medio del fondo al netto del rendimento del benchmark nel periodo 1</b>	<b>Varianza media nel periodo 2</b>	<b>Incremento percentuale della varianza nel periodo 2</b>
Migliore 20%	55	0.488%	3.786	24.22%
Campione complessivo	277	-0.053%	4.318	43.35%
Peggior 20%	55	-0.669%	6.327	58.06%
Migliore 20% - Peggior 20%		1.157% *	-2.541 *	-33.84% ***

**Tabella 7. L'impatto delle commissioni d'incentivo sui flussi di sottoscrizioni**

La tabella presenta i risultati della stima di una regressione cross section specificata come in Sirri e Tufano (1998) con l'aggiunta di una variabile dummy per i fondi con commissioni d'incentivo (dummy commissioni d'incentivo) e due variabili dummy per gli anni 1997 (dummy 1997) e 1998 (dummy 1998) su 3.371 osservazioni e 3 anni (1997, 1998 e 1999). Il campione è composto dai fondi appartenenti alle categorie "aggressive growth", "growth and income" e "long-term growth" dell'ICDI, con dati disponibili dal 1996 al 1999 nel database CRSP Mutual Fund Database. La variabile dipendente per l'anno  $t$  è il tasso di crescita delle nuove sottoscrizioni nette per il fondo  $i$ , definito come  $[TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}(1 + R_{i,t})] / TNA_{i,t-1}$  dove  $TNA_{i,t}$  è il totale attivo netto del fondo  $i$  alla fine dell'anno  $t$  e  $R_{i,t}$  è il rendimento del fondo  $i$  nell'anno  $t$ . Oltre alle variabili dummy, le variabili indipendenti includono il logaritmo naturale del totale attivo netto del fondo  $i$  alla fine dell'anno precedente ( $\log(TNA_{i,t-1})$ ) tasso di crescita delle sottoscrizioni nette nell'anno  $t$  di tutti i fondi appartenenti alla medesima categoria d'investimento del fondo  $i$  (flusso della categoria), la volatilità dei rendimenti mensili del fondo  $i$  nell'anno precedente ( $Risk_{i,t-1}$ ), il livello delle commissioni totali addebitate dal fondo nell'anno precedente a un investitore con un periodo di detenzione di 7 anni ( $Costi_{i,t-1}$ ) e alcune misure del posizionamento del fondo  $i$  nelle classifiche in termini di performance dell'anno precedente. Il posizionamento di un fondo ( $Rank_{i,t}$ ) corrisponde al percentile relativo al fondo  $i$  della distribuzione ordinale dei rendimenti di tutti i fondi della medesima categoria nell'anno  $t$  e varia da 0 a 1. I fondi sono stati successivamente divisi in quintili basati sul posizionamento dell'anno precedente. Ad esempio, il quinto (o peggiore) quintile di performance ( $BasstPerf$ ) è definito come,  $\min[0, 2; Rank_{i,t-1}]$  il quarto quintile di performance ( $4Perf$ ) è definito come,  $\min[0, 2; Rank_{i,t-1} - BasstPerf]$  ecc., fino al più alto quintile di performance ( $ElevataPerf$ ).

<b>Variabili indipendenti:</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>t-Stat</b>
Intercetta	0.035	0.347
$\log(TNA_{i,t-1})$	-0.060	-7.718
Flusso della categoria	1.047	3.481
$Risk_{i,t-1}$	-1.469	-1.785
$Costi_{i,t-1}$	2.956	1.442
<i>BassaPerf</i>	0.647	1.908
<i>4Perf</i>	0.495	1.822
<i>3Perf</i>	0.568	2.127
<i>2Perf</i>	0.828	3.047
<i>ElevataPerf</i>	3.420	10.145
Dummy commissioni d'incentivo	0.101	2.015
Dummy 1997	-0.0902	-0.974
Dummy 1998	-0.048	-1.124
Numero di osservazioni complessivo		3731
Numero di osservazioni con commissioni d'incentivo		210
R <sup>2</sup> corretto per il numero di regressori		17.9%



**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. S.p.A.

Banca Antoniana - Popolare Veneta

Banca Carige S.p.A.

Banca Carime S.p.A.

Banca Cassa di Risparmio e di Asti S.p.A.

Banca Cassa di Risparmio di Torino S.p.A.

Banca di Cividale S.p.A.

Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.

Banca Credito Popolare S.p.A.

Banca Fideuram S.p.A.

Banca di Imola S.p.A.

Banca di Legnano

Banca Leonardo S.p.A.

Banca Lombarda S.p.A.

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 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 S.p.A.

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 Regionale S. Angelo 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 2 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 Ferrara 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  
Credito Artigiano S.p.A.  
Credito Bergamasco S.p.A.  
Credito Emiliano S.p.A.  
Credito Italiano S.p.A.  
Credito Valtellinese  
Deutsche Bank S.p.A.  
Efibanca S.p.A.  
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo  
Federacasse  
ICCRI - Banca Federale Europea S.p.A.  
Interbanca S.p.A.  
Intesa Bci S.p.A.  
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane  
Mediocredito Centrale S.p.A.  
Mediocredito Fondiario Centro Italia S.p.A.

Mediocredito Trentino Alto Adige 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.  
Centrofactoring 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. vaciago, 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 COMPORTAMENTI 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 IPO-TESI)»**  
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 Scortecchi - 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. Mazzaello, 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 E 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 INTESE»  
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. Hamauì - 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
- N. 180 **“MISURAZIONE E GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO”**  
C. Santini - G. Carosio - P. Marullo Reedtz - luglio 2000
- N. 181 **“LE COMPONENTI DEL RENDIMENTO DEI PORTAFOGLI GESTITI. UN'APPLICAZIONE DELLA *PERFORMANCE ATTRIBUTION* AI FONDI BILANCIATI DI DIRITTO ITALIANO”**  
G. Petrella - febbraio 2001
- N. 182 **“I BENEFICI DI CREAZIONE DI VALORE NELL'ACCESSO DELLE BANCHE AI MERCATI ORGANIZZATI”**  
A. Nagel - maggio 2001
- N. 183 **“LA DIFFUSIONE DELLE TECNOLOGIE INFORMATICHE: IMPLICAZIONI PER GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI E DEI MERCATI”**  
V. Pontolillo - A. Tantazzi - T. Cartone - maggio 2001
- N. 184 **“LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE E DEI GRUPPI BANCARI ITALIANI”**  
G. Pirovano - F. Pepe - giugno 2001

- N. 185      **“LA CONCORRENZA NELL’OFFERTA  
DI SERVIZI FINANZIARI: MERCATI, BANCHE E ALTRI OPERATORI”**  
T. Bianchi - F. Panetta - M. Calzolari - luglio 2001
- N. 186      **“LA NUOVA NORMATIVA INTERNAZIONALE SUI REQUISITI  
PATRIMONIALI”**  
G. Carosio - P. Marullo Reedtz - M. Venturino - luglio 2001
- N. 187      **“LA NUOVA NORMATIVA INTERNAZIONALE SUI REQUISITI  
PATRIMONIALI”**  
G. Carosio - P. Marullo Reedtz - M. Venturino - luglio 2001
- N. 188      **“VERSO UNA NUOVA BRETTON WOODS:  
UN PROGETTO PER USCIRE DALLA CRISI FINANZIARIA  
INTERNAZIONALE”**  
L. H. Larouche - settembre 2001
- N. 189      **“L’IMPATTO DEL DIRITTO COMUNITARIO SULL’E-BANKING”**  
S. Scotti Camuzzi - ottobre 2001
- N. 189      **“LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA IN ITALIA E NELL’AREA  
DELL’EURO E LE PROSPETTIVE DEI BILANCI BANCARI”**  
G. Morcaldo - S. Rossi - G. Vaciago - gennaio 2002
- N. 190      **“LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA IN ITALIA E NELL’AREA  
DELL’EURO E LE PROSPETTIVE DEI BILANCI BANCARI”**  
S. Rossi - G. Morcaldo - G. Vaciago - febbraio 2002
- N. 191      **“REPUTAZIONE E DEONTOLOGIA PROFESSIONALE DELLE BANCHE NEI  
RAPPORTI CON LA CLIENTELA NEL CONTESTO DELLA NEW ECONOMY”**  
C. Santini - B. Bianchi - A. Finocchiaro - febbraio 2002

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

Finito di stampare febbraio 2002