



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI
DI
FINANZA

STUDI E RICERCHE

STUDI
IN MATERIA DI INTERMEDIARI NON BANCARI

N. 36 - OTTOBRE 1999

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Carmine Di Noia, Alfredo Macchiati, Aldo Magnoni, Giovanni Siciliano.

La cura editoriale di questo numero è di Francesca Tempestini.

STUDI IN MATERIA DI INTERMEDIARI NON BANCARI^(*)

Francesco Vella		
COORDINAMENTO E INTEGRAZIONE NELL' ATTIVITÀ DI VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI: PROSPETTIVE DI RIFORMA	Pag.	5
Raffaele Lener		
LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO. PREVENZIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE E TUTELA DEL CLIENTE.	»	25
Giuseppe D'Agostino		
FUND MANAGER COMPENSATION SCHEME AND INVESTMENT PERFORMANCE: AN EMPIRICAL INVESTIGATION	»	39
Massimo De Felice e Franco Moriconi		
DEFINIZIONE DEI <i>BENCHMARK</i> , MISURAZIONE DELLE <i>PERFORMANCE</i> E VALUTAZIONE DEI "COSTI" NEI FONDI PENSIONE CON MINIMO GARANTITO	»	68
Julian S. Alwort e Luca Gandullia		
THE TAXATION OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE EU: THE PECULIAR TREATMENT OF MUTUAL FUNDS	»	110

(*) Il presente Quaderno raccoglie alcuni dei lavori presentati al III Seminario "Ricerche sull'Industria dei Servizi Mobiliari in Italia", tenutosi a Milano, Fondazione Stelline - Centro Congressi, il 30 novembre-1 dicembre 1998.

COORDINAMENTO E INTEGRAZIONE NELLA ORGANIZZAZIONE DELLA VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI: PROSPETTIVE DI RIFORMA

F. Vella^(*)

I INTRODUZIONE

I preoccupanti segnali di crisi nel sistema finanziario internazionale hanno riproposto con forza l'esigenza di ridiscutere e ridefinire una disciplina di vigilanza in grado di prevenire i rischi di instabilità, senza nel contempo sacrificare la competitività sui mercati e le potenzialità di sviluppo e innovazione degli operatori.

Sono fin troppo noti i problemi generati dai riflessi della globalizzazione, intesa, seguendo una recente e autorevole classificazione, secondo criteri geografici, funzionali e di mercato⁽¹⁾, problemi che hanno reso non più rinviabile l'avvio di "un processo di rafforzamento della sorveglianza nel settore finanziario utilizzando le competenze nazionali e internazionali sulla regolamentazione e la supervisione"⁽²⁾. In sostanza, e riassumendo i termini di un fenomeno complesso e dalle mutevoli caratteristiche, "*we must assure that our rapidly changing global financial system retains the capacity to contain market shocks. This is a never-ending process that requires never-ending vigilance*"⁽³⁾.

Diverse sono le ricette e le proposte emerse da un dibattito ricco e approfondito, sul piano, sia delle possibili scelte di regolamentazione, sia degli assetti della vigilanza. Sebbene i due aspetti siano tra loro strettamente connessi, in quanto è di tutta evidenza come la definizione dei

(*) Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia.

(1) Cfr. T. PADOA-SCHIOPPA, *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto, in Globalizzazione e stabilità dei mercati finanziari*, Roma, 1998, p. 170 ss. Non è questa la sede per una analisi delle caratteristiche assunte dalla "globalizzazione" nel campo della finanza, a cui peraltro sono stati dedicate, come è noto, numerose ricerche (una indagine dettagliata in A. OMARINI, *La globalizzazione: storia e mercati; Cause, vantaggi e limiti della globalizzazione dei mercati finanziari*, in *Banche e banchieri*, 1995, p. 427 ss., 565 ss.) Qualche breve e sintetico richiamo si renderà tuttavia necessario in riferimento a quelle manifestazioni del fenomeno che più direttamente incidono sui profili organizzativi della attività di vigilanza.

(2) Così si esprime la Dichiarazione dei ministri delle finanze e dei governatori delle Banche Centrali del G7 del 30 ottobre 1998 riassumendo un orientamento già manifestato, di fronte al manifestarsi di focolai di crisi in diverse aree geografiche, da numerosi organi nazionali e internazionali.

(3) Cfr. A. GREENSPAN, *The globalization of finance*, in *Cato Journal*, n. 3, 1998, p. 250.

principi che devono ispirare l'attività di controllo non possa prescindere dalla ricerca di migliori e più efficienti equilibri nella struttura dei controllori, in questa sede si cercherà soprattutto di indagare questo secondo profilo.

Spesso infatti, "l'importanza di tale area" è stata sottovalutata dalla dottrina che si è concentrata prevalentemente sui mutamenti "intervenuti nel comportamento strategico degli intermediari finanziari, tralasciando di analizzare le ripercussioni organizzative indotte nella direzione opposta, ovvero sulla struttura di vigilanza"⁽⁴⁾.

Pur nella consapevolezza della parzialità di una simile scelta, l'obiettivo è quello di descrivere i connotati evolutivi della organizzazione della vigilanza, nel tentativo soprattutto di individuare le linee direttrici sulle quali si sta avviando un processo di riforma che consenta più rapide ed efficaci risposte alle radicali trasformazioni dei mercati finanziari. Risposte che coinvolgono sia gli organismi di coordinamento internazionale, chiamati alla difficile opera di definizione di standard omogenei capaci di superare i limiti delle tradizionali politiche di supervisione "frammentate" su base nazionale, sia i singoli ordinamenti che stanno sperimentando nuovi modelli di regolamentazione⁽⁵⁾.

In sostanza, e senza avere naturalmente la pretesa di esaurire la trattazione di un tema così "ambizioso" nello spazio di un breve saggio, è importante avviare una riflessione, sicuramente meritevole di ulteriori e più meditati sviluppi, sui cardini di "quello sforzo di pensiero e di azione riformatrice"⁽⁶⁾ necessari per costruire un sistema di vigilanza idoneo a fronteggiare le "sfide" della finanza globale, prevenendone i possibili effetti destabilizzanti.

II L'EVOLUZIONE DELLA VIGILANZA INTERNAZIONALE E COMUNITARIA

La necessità di definire nuovi meccanismi di controllo in grado di interloquire con mercati e operatori sempre più propensi a proiettare la propria attività su scala internazionale è ormai un dato che appartiene al "patrimonio storico" della prassi di vigilanza.

Da tempo è infatti emersa la consapevolezza che "*although financial systems developed in specific national contexts, these contexts were fundamentally structured by the wider international*

(4) Cfr. P. A. CUCURACHI, *I profili organizzativi dei sistemi di vigilanza bancaria*, Milano, 1997, p. 17.

(5) *Mettono di recente in rilievo la duplice caratterizzazione, nazionale e internazionale, dei problemi di cooperazione e integrazione nell'attività di vigilanza* M. AGLIETTA, L. SCIALOM, *Verse une nouvelle doctrine prudentielle*, in *Revue d'économie financière*, 1998, p. 67.

(6) Cfr. A. FAZIO, *Il sistema monetario internazionale, intervento alla conferenza "Idee per il futuro del sistema monetario internazionale"*, in *Banca d'Italia, Documenti*, n. 595, 1998, p. 18.

political economy”⁽⁷⁾ e che pertanto “un sistema di vigilanza che non riuscisse a rispondere alle molte sfaccettature della globalizzazione della finanza non solo non sarebbe in grado di perseguire l’interesse pubblico per il quale è stato creato, ma aggraverebbe anche l’instabilità e l’incertezza e genererebbe distorsioni nell’allocazione del capitale”⁽⁸⁾.

Tale consapevolezza si è tradotta sin dagli anni '70 in uno sforzo di coordinamento della supervisione che ha coinvolto singole aree geografiche nell’ambito di più ampi progetti di unificazione economica (la CE) e che di fatto si è esteso a tutta la comunità dei paesi più evoluti.

Il riferimento è in primo luogo alla costituzione nel 1974 del comitato di Basilea con lo specifico scopo di realizzare la cooperazione nel campo dei controlli bancari. Nel corso degli anni il Comitato ha rappresentato un importante strumento di elaborazione delle politiche di vigilanza⁽⁹⁾; pur agendo prevalentemente tramite atti privi di valore vincolante⁽¹⁰⁾, ha infatti individuato criteri prudenziali ai quali le autorità nazionali hanno aderito e che sono divenuti un imprescindibile punto di riferimento cui i singoli ordinamenti si sono ispirati nelle scelte di regolamentazione in materia bancaria.

Il fatto che recentemente il Comitato abbia diffuso una serie di principi comuni “che rappresentano gli elementi basilari per un efficace sistema di vigilanza”⁽¹¹⁾, testimonia il successo nell’adempiere al compito di omogeneizzare le regole di controllo sul piano internazionale. Le iniziative in campo bancario si sono poi coniugate con la nascita di un altro organismo, lo IOSCO, giunto recentemente alla definizione di criteri e obiettivi per uniformare la *securities regulation* ⁽¹²⁾.

(7) Cfr. G. MORGAN, *The global context of financial services: national systems and the international political economy*, in *Regulation and deRegulation in European financial services*, a cura di G. MORGAN, D. KNIGHTS, London, 1997, p. 36.

(8) Cfr. T. PADOA-SCHIOPPA, *op cit.*, p. 153.

(9) Per una sintetica illustrazione della attività del Comitato di Basilea cfr. E. GUALANDRI, *Il quadro normativo e di vigilanza sulle istituzioni creditizie*, in *La banca come impresa* a cura di M. ONADO, 1996, p. 85. Nella letteratura straniera cfr. J. J. NORTON, *Devising international bank supervisory standards*, London, 1995, p. 171 ss.; e più di recente R.M. LASTRA, *Recent developments in international financial regulatory cooperation*, in *Yearbook of international financial and economic law*, a cura di J.J. NORTON, London, 1998, p. 405 ss.

(10) Atti che peraltro presentano il vantaggio, proprio per la loro natura di “raccomandazioni”, della elasticità e rapida modificabilità in ragione delle mutevoli realtà sulle quali sono destinati a intervenire.

(11) Cfr. Comitato di Basilea, *Principi fondamentali per un’efficace vigilanza bancaria*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1997, p. 782 ss. Sottolinea le potenzialità dei principi M. GOLDSTEIN, *Towards an international banking standard*, in *Financial regulator*, 1997, p. 11 ss.

(12) Cfr. IOSCO, *Objectives and principles of securities regulation*, Maggio, 1998. Per un primo commento al documento cfr. M. TAYLOR, IOSCO, “Paris principles”. in *Financial regulator*, 1998, p. 21 ss. Sulla attività dello IOSCO cfr. R. DALE, *Risk and regulation in global securities markets*, Chichester, (segue...)

Sono peraltro emersi alcuni aspetti critici nella operatività del Comitato di Basilea sui quali da tempo si discute nella prospettiva di migliorarne l'efficienza. Da un lato infatti vi è chi sostiene l'opportunità di un decentramento al fine creare apposite strutture per i paesi emergenti⁽¹³⁾, i quali, in un contesto di mercato a più alto tasso di rischio, necessiterebbero di standard di vigilanza (con particolare riferimento ai minimi di capitale) diversi da quelli vigenti per i paesi originariamente aderenti al Comitato⁽¹⁴⁾. E' pur vero che i citati principi di vigilanza sono stati elaborati in collaborazione con le autorità anche di stati non appartenenti al gruppo dei G-10, ma il fatto che gli organismi di cooperazione internazionale assumano le caratteristiche non di "independent decision-making entity" ma di *forum* dove le singole autorità negoziano le scelte di regolamentazione⁽¹⁵⁾, crea il timore che nelle decisioni non "pesino" adeguatamente le realtà di quei paesi con minor capacità contrattuale. Ed infatti recenti indagini hanno appurato come vi siano ancora rilevanti differenze tra i vari ordinamenti nel recepimento delle indicazioni del Comitato⁽¹⁶⁾.

Dall'altro esiste però una spinta a superare il contrasto tra giurisdizione domestica delle politiche di vigilanza e internazionalizzazione dei mercati con un ulteriore rafforzamento dei poteri di intervento degli organi di coordinamento attraverso più efficaci sistemi di *enforcement*⁽¹⁷⁾, e realizzando nuove e più stringenti forme di "working partnership among national and international supervisor"⁽¹⁸⁾. Sebbene non manchi chi, nel solco delle teorie della *deregulation*, metta radicalmente in dubbio i benefici effetti di una più stretta integrazione delle

(12) (...segue)

1996, p. 144 ss.; S. BERGSTRASSER, *Cooperation between Supervisors, in European securities markets, a cura di G. Ferrarini, London, 1998, p. 373 ss.*

(13) Non si possono affrontare in questa sede le problematiche specifiche legate ai contesti istituzionali ed operativi dei mercati finanziari dei paesi emergenti. Per un quadro d'insieme cfr. *Financing capital market intermediaries in East and Southeast Asia, a cura di H. S. SCOTT, P. WELLONS, Cambridge, 1966*; S. CLAESSENS, T. GLAESSNER. Per una analisi della "crisi" che ha colpito l'area asiatica cfr. *Are financial sector weaknesses undermining east asian miracle?, The World Bank, Washington, 1998*. Nella letteratura italiana più di recente cfr. L. BELLAVITA, M. DALLOCCHIO, *Mercati finanziari e crisi asiatica, Milano, 1998, p. 83 ss.*

(14) Cfr. *A Basle committee for the emerging markets?, in Financial Regulator, 1998, p. 4.*

(15) Per questa lettura dei comportamenti degli organi di vigilanza bancaria internazionale cfr. più di recente R. D. GERMAIN, *The international organization of credit, Cambridge, 1997, p. 142.*

(16) Cfr. B. WELLER, *Is complacency killing the core principles ?, in Financial regulator, n. 3, 1998, p. 16.*

(17) Cfr. R. M. LASTRA, *Central banking and banking regulation, London, 1996, p. 247.*

(18) Cfr. J. J. NORTON, "Banking Law" in the Twenty-First Century, in *Making commercial law, a cura di R. CRANSTON, Oxford, 1997, p. 322.*

strutture di vigilanza⁽¹⁹⁾, sembra proprio questa la strada sulle quali si misureranno le future potenzialità degli organi di coordinamento, quella cioè di creare un sistema “*that works as effectively as if there were a global supervisor*”⁽²⁰⁾.

Un tale sistema presuppone necessariamente un ulteriore accentramento dei poteri di controllo, accentramento che sembra coniugarsi con quelle istanze che nella prospettiva di un più ordinato svolgimento delle relazioni economiche e finanziarie multilaterali, propongono una attenuazione delle sovranità nazionali a favore di più consolidate competenze di governo degli organi internazionali⁽²¹⁾. E’ noto che queste impostazioni sono al centro di approfonditi e vivaci dibattiti, promossi soprattutto da coloro che temono strutture di *global governance* prive di legittimazione democratica, con pletoriche organizzazioni burocratiche e quindi soggette al rischio di un esercizio arbitrario dei propri poteri⁽²²⁾. Simili preoccupazioni sembrano affacciarsi anche in rapporto alle esigenze di controllo e di prevenzione delle crisi finanziarie da parte di chi autorevolmente consiglia di “resistere alla tentazione di creare nuovi organismi e istituzioni”⁽²³⁾. Probabilmente nell’immediato la prospettiva di una autorità di vigilanza sovranazionale appare “né fattibile, né desiderabile”⁽²⁴⁾ in assenza di adeguati meccanismi di partecipazione delle diverse autorità alla elaborazione delle politiche di supervisione e soprattutto di una base regolamentare comune che possa poi condurre a più elevati livelli di convergenza.

Peraltro, si è da tempo avviato un processo che potrebbe sensibilmente contribuire alla realizzazione di questi presupposti. In primo luogo, proprio i recenti fattori di instabilità sui

(19) G.J. BENSTON, *International harmonization of banking regulations and cooperation among national regulators: an assessment*, in *Journal of financial services research*, 1994, p. 205 ss.

(20) Cfr. *Global institutions, national supervision and systemic risk*, Group of Thirty, Washington, 1998, p. 21.

(21) Cfr. più di recente A. TITA, *Globalization: a new political and economic space requiring supranational governance*, in *Journal of world trade*, n. 3, 1998, p. 47 ss. che a tal fine propone l’unificazione di Wto, World bank e IMF. In generale su questi profili cfr. anche J. H. JAKSON, *Regulating international behavior-Reflections on the broader settings of international financial markets and institutions*, in *Emerging financial markets and the role of international financial organizations*, a cura di J.J. NORTON, London, 1996, p. 3 ss.

(22) Anche qui si è costretti a sintetizzare con brevi riferimenti i termini di un problema di grande rilievo e complessità. Una recente e approfondita analisi che sottolinea i rischi delle strutture di *global governance* si trova in S. STRANGE, *Chi governa l’economia mondiale*, Bologna, 1998, p. 21 ss. Cfr. anche G. M. MEIER, *The international environment of business*, Oxford, 1998, che nell’individuare le prospettive di riforma di tali strutture sottolinea (p. 437) come “*Few would deny the desirability of greater global of transnational governance. But feasibility is another matter.*”

(23) Cfr. C. A. CIAMPI, *Le crisi finanziarie: prevenzione, gestione e soluzione*, in *Riv. Bancaria*, n. 3, 1998, p. 27.

(24) J. H. HEIMANN, *Istituzioni globali, vigilanza nazionale e rischio sistemico*, in *Globalizzazione e stabilità dei mercati finanziari*, op. cit., p. 198.

mercati internazionali hanno spinto ulteriormente le autorità di controllo a definire percorsi di più intenso coordinamento delle scelte di vigilanza, nella consapevolezza della insufficienza della semplice reciproca consultazione come strumento in grado di prevenire efficacemente i fenomeni di crisi⁽²⁵⁾.

Inoltre, le radicali trasformazioni che hanno investito le tecniche di regolamentazione e di vigilanza possono favorire una maggiore armonizzazione in campo internazionale e il graduale superamento delle diversità tra i vari ordinamenti. In un contesto in cui la globalizzazione dei mercati impone misure giuridiche “che non rispondono più tanto alla tradizionale essenza normativa, ma fanno spazio piuttosto a modalità regolative soffici e flessibili, pronte a recepire elementi informali ed istanze localizzate”⁽²⁶⁾ si stanno affermando modalità di intervento nel settore finanziario incardinate sulla definizione di norme di carattere generale e su un arretramento da una regolamentazione al “dettaglio” che oltretutto si rivela eccessivamente rigida e incapace di ricomprendere i complessi e rapidi mutamenti nella operatività degli intermediari. Nel quadro di un “approccio più pragmatico, più qualitativo e meno quantitativo alla regolazione dei servizi finanziari”⁽²⁷⁾, viene valorizzata la responsabilità dei singoli operatori nel definire

(25) *Non è possibile in questa sede un’analisi approfondita delle ipotesi di riforma e delle iniziative volte a rafforzare il coordinamento internazionale. In uno sforzo di sintesi, si può sottolineare come da un lato gli organi tradizionalmente preposti al controllo della evoluzione delle crisi finanziarie, come il Fondo Monetario Internazionale, si trovino nella condizione di “ripensare” ai propri strumenti di intervento (cfr. J. DRAGE, F. MANN, I. MICHAEL, Some issues for policy makers arising from the international financial crisis, in Financial stability, n. 5, 1998, p. 69 ss.; O. ISSING, Crisis prevention: IMF surveillance, need for new teeth?, dattiloscritto, maggio 1998) e di definire una più stringente collaborazione con le autorità incaricate della vigilanza “microeconomica” su banche e intermediari finanziari (cfr. di recente l’intervista a W. J. MCDONOUGH, in Financial regulator, n. 3, 1998, p. 32). Dall’altro, stanno nascendo organismi volti ad uniformare le “culture” di vigilanza fra le varie Autorità nazionali. Il riferimento è in particolare all’ Institute for Financial Stability, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (cfr. A newcomer: the BIS Institute for Financial Stability, in The financial regulator, n. 2, 1998, p. 12 ss.)*

(26) *Cfr. M. R. FERRARESE, Mercati e globalizzazione. Gli incerti cammini del diritto, in Politica del diritto, 1998, p. 418.*

(27) *Così si esprime il recente rapporto del 28 ottobre 1998 della Commissione Europea su Servizi finanziari: elaborazione di un quadro d’azione, p. 7.*

adeguati meccanismi di selfregulation⁽²⁸⁾ e soprattutto nel creare solide strutture di autocontrollo⁽²⁹⁾.

La ormai comune condivisione degli obiettivi della stabilità sui mercati⁽³⁰⁾, coniugata con questo più elastico (e senz'altro più rispettoso dell'autonomia degli operatori) approccio nell'utilizzo degli strumenti di controllo e di prevenzione, incentiva lo sviluppo e l'omogeneizzazione di culture della vigilanza a carattere sovranazionale, mostrando l'obsolescenza "delle resistenze politiche ed economiche, sollevate da diversi gruppi di interessi acquisiti animati da un forte desiderio di difendere il proprio giardino"⁽³¹⁾.

Una centralizzazione della attività di supervisione potrebbe forse rappresentare il naturale sbocco di una simile omogeneizzazione ed anche il più efficiente rimedio alle smagliature nella rete della vigilanza internazionale che hanno causato il manifestarsi dei recenti e pericolosi fenomeni di crisi.

Queste conclusioni trovano piena conferma alla luce delle esperienze in corso di maturazione in quelle aree regionali con più elevati livelli di integrazione e omogeneizzazione regolamentare, e dove la centralizzazione appare un requisito imprescindibile per un efficace funzionamento della vigilanza⁽³²⁾. Il riferimento è alla Unione Economica Monetaria europea, al

(28) *Mette di recente in rilievo l'importanza della selfregulation nel favorire l'affermazione di un efficiente sistema di vigilanza internazionale R. BHALA, Equilibrium theory, the Ficas model, and international banking law, in Harvard international law journal, 1997, p. 52 ss. Per una più generale analisi della selfregulation nei mercati finanziari cfr. F. VELLA, L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano, in La riforma dei mercati finanziari, a cura di G. FERRARINI, P. MARCHETTI, Milano, 1998, p. 481 ss.*

(29) *Come è noto, da tempo le politiche di vigilanza si incentrano sulla prevenzione del rischio affidata alla capacità degli intermediari di adottare adeguati modelli di controllo interno e idonee strutture organizzative. Non è possibile in questa sede soffermarsi se non per brevi cenni su queste tematiche (cfr. cfr. M. ONADO, L'evoluzione della vigilanza in campo finanziario: dalla ripartizione per soggetti alla ripartizione per finalità, in Diritto ed economia, 1997, p. 145 ss.), è però importante sottolineare come questa impostazione sia ormai accolta nelle indicazioni degli organi di coordinamento internazionale, nella legislazione comunitaria (cfr. l'ultima direttiva 98/31 sulla adeguatezza patrimoniale di banche e imprese di investimento, ora pubblicata in Società, 1998, p. 1473 ss.) e in molti ordinamenti nazionali (per più approfondite analisi cfr. F. VELLA, La corporate governance nelle banche tra regole di vigilanza e disciplina di mercato, in Banca, impresa, società, 1998, p. 73 ss. ove anche ulteriori riferimenti bibliografici).*

(30) *Cfr. J. S. ALWORTH, S. BHATTACHARYA, The emerging framework of bank regulation and capital control, ora in The emerging framework of financial Regulation, a cura di C.A.E. Goodhart, London, 1998, p. 66 i quali proprio nella comune condivisione sul piano internazionale dell'obiettivo della stabilità dei mercati finanziari intravedono le possibilità di organismi quale il comitato di Basilea rispetto ad altre strutture multilaterali di coordinamento (GATT, OECD).*

(31) *Cfr. T. GYOTHEN, Commento a T. PADOA-SCHIOPPA, Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto, in Globalizzazione e stabilità dei mercati finanziari, op. cit., p. 182.*

(32) *Mette in rilievo le potenzialità dell'area della moneta unica per la centralizzazione della vigilanza F. BRUNI, Problemi di ottimalità, credibilità e internazionalizzazione delle politiche prudenziali e di vigilanza, in Moneta e finanza, a cura di G. VACIAGO, Bologna 1998, p. 124.*

cui interno le ambigue e deboli competenze di vigilanza attribuite alla Banca Centrale Europea, appaiono in contrasto con le esigenze di controllo su un sistema bancario che di fatto non è più assoggettato a vincoli territoriali ed opera ormai in un quadro normativo reso uniforme dai numerosi interventi del legislatore comunitario⁽³³⁾.

E' vero che il principio del mutuo riconoscimento riflette ancora un'impostazione "nazionale" delle politiche di supervisione⁽³⁴⁾, in una prospettiva però dove "obiettivo finale dell'azione comunitaria è pur sempre quello di arrivare ad una sorta di armonizzazione globale"⁽³⁵⁾. Ed in effetti i più recenti interventi del legislatore comunitario si sono prevalentemente indirizzati a definire adeguati presidi prudenziali per prevenire i rischi di una *competition in laxity*. Soprattutto per gli intermediari a spiccata vocazione internazionale con numerose diramazioni al di fuori dello stato di origine, una rigida applicazione del criterio del mutuo riconoscimento finirebbe con l'indebolire l'efficacia dei controlli⁽³⁶⁾, come testimoniato da noti e onerosi (per i risparmiatori) dissesti che hanno spinto verso un rafforzamento della vigilanza e una più stretta integrazione tra le diverse autorità di controllo⁽³⁷⁾.

Appare in sostanza evidente come in un contesto come quello della Unione Monetaria con più elevati livelli di concorrenza e conseguenti maggiori rischi di crisi e di contagio⁽³⁸⁾, "per evitare incoerenze e contrasti che nuocerebbero alla stabilità stessa che la vigilanza persegue, è indispensabile un indirizzo unitario, e questo può essere assicurato solo da una sede centrale, capace di impartire direttive e di risolvere autorevolmente i casi di dubbio e di conflitto"⁽³⁹⁾.

(33) Per un quadro d'insieme cfr. G. GODANO, *La legislazione comunitaria in materia bancaria*, Bologna, 1996, p. 43 ss.

(34) Cfr. R. HAMAUI, M. RATTI, *The national central banks' role under EMU. The case of the Bank of Italy*, dattiloscritto, 1998, p. 30.

(35) Cfr. P. BARILE, *Il recepimento della direttiva CEE 89/646 e il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di P. FERRO LUZZI, G. CASTALDI, 1996, I, p. 9. D'altronde, occorre sottolineare come l'esigenza di garantire un'adeguata ed omogenea rete di controlli sul piano comunitario abbia causato negli ultimi tempi un'oggettiva espansione dell'altro criterio, quello della "armonizzazione minima" che, come è noto, si coniuga con il mutuo riconoscimento.

(36) Cfr. L. BINI SMAGHI, *Who takes care of financial stability in Europe?*, dattiloscritto, 1998, p. 7.

(37) Il riferimento è alla nota vicenda della BCCI e ai successivi interventi comunitari che hanno comportato un arricchimento della strumentazione di vigilanza e un intensificarsi degli obblighi di cooperazione. Sull'argomento cfr. F. VELLA, *Attività bancaria internazionale e sistemi di vigilanza: la nuova disciplina comunitaria*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 751 ss.

(38) Cfr. S. D'ALESSANDRO, *Il ruolo della Banca Centrale Europea nell'Unione Monetaria Europea*, in *Banca, impresa, società*, 1995, p. 30.

(39) Cfr. T. PADOA-SCHIOPPA, *L'Europa verso l'unione monetaria*, Torino, 1992, p. 256.

Il trattato di Maastricht, invece, assegna (art.105) al SEBC il compito di “contribuire ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario”⁽⁴⁰⁾, mentre lo statuto della Banca Centrale Europea (art. 25) si limita a consentire che questa fornisca pareri e possa essere consultata “sul campo d’applicazione e sull’attuazione della legislazione comunitaria relativa alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e concernente la stabilità del sistema finanziario”

In realtà, una simile formulazione rappresenta un compromesso rispetto alle originarie proposte del Comitato dei governatori che da un lato ricomprendevano la vigilanza tra i compiti fondamentali del SEBC, dall’altro attribuivano più penetranti poteri in materia alla BCE⁽⁴¹⁾. Si sono così manifestati orientamenti volti, attraverso una interpretazione “estensiva” delle norme del trattato, con riferimento soprattutto alla possibilità prevista dall’art. 105 che il Consiglio attribuisca compiti “specifici” in materia di controlli⁽⁴²⁾, o con vere e proprie proposte di riforma dello stesso⁽⁴³⁾, a modificare l’attuale impostazione irrobustendo le competenze di vigilanza della Banca Centrale Europea.

In verità, il dibattito in materia è in parte condizionato dalla ormai antica disputa (che si ripropone ora con più forza sul piano comunitario) sulla opportunità di attribuire la supervisione allo stesso organo che esercita la politica monetaria⁽⁴⁴⁾, e soprattutto sulla necessità che la BCE assuma anche funzioni di prestatore di ultima istanza⁽⁴⁵⁾, funzioni sulle quali, analogamente a

(40) *Per una recente analisi della disposizione cfr. S. DELL’ATTI, La vigilanza in Italia dopo Maastricht: adozione del modello tedesco o rivisitazione dell’attuale rapporto autoritativo di vertice?, in Banca, borsa, tit. cred., 1998, p. 764 ss.*

(41) *Una approfondita e completa ricostruzione del dibattito sulle attribuzioni delle competenze di vigilanza alla BCE in R. SMITS, The European Central Bank. Institutional Aspects, London, 1997, p. 336 ss.*

(42) *Cfr. R. SMITS, op. cit., p. 339.*

(43) *Cfr. J. PRIESEMANN, Policy options for prudential supervision in Stage Three of Monetary Union, in Banking, international capital flow and growth in Europe, a cura di P. J.J. WELFENS, H. C. WOLF, Berlin, 1997, p. 99.*

(44) *Su questi temi, qui appena accennati senza alcuna pretesa di completezza, cfr. l’ormai noto contributo di C. GOODHART, D. SHOENMAKER, Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?, in Oxford Economic Papers, 1995, p. 539 ss. i quali, pur riconoscendo l’esistenza di ragioni a sostegno di entrambe le ipotesi considerate, ragioni testimoniate dalla esistenza di riscontri non certo omogenei nel dato comparato, propendono per la “separazione”. Per una recente sintesi delle diverse posizioni cfr. J. PRIESEMANN, op. cit., p. 83 ss.*

(45) *Su questi profili cfr. i saggi di M. ANDENAS, C. HADJEMMANUIL, Banking supervision, the internal market and european monetary union, e di D. SHOENMAKER, Banking supervision and lender of last resort in EMU, in European Economic and Monetary Union, the Institutional Framework, London, (segue...)*

quanto avviene in materia di vigilanza, le norme dello statuto mantengono una certa ambiguità⁽⁴⁶⁾. Peraltro, nell'ambito dei vincoli dell'Unione monetaria, appare oggettivamente difficile immaginare fenomeni di patologia che richiedono immissione di liquidità nelle banche gestibili con successo soltanto sul piano nazionale⁽⁴⁷⁾.

Non vi è dubbio, comunque, che molti degli argomenti a sostegno della conservazione delle originarie competenze di controllo ai singoli organismi degli stati membri (disposizione di un maggior "patrimonio informativo", capacità di realizzare interventi più rapidi e adatti al particolare contesto di mercato in cui gli intermediari operano) appaiono sempre più deboli di fronte all'esigenza che gli intermediari europei interloquiscano con un'unica autorità europea⁽⁴⁸⁾ e che venga "promossa una qualche centralizzazione delle responsabilità prudenziali"⁽⁴⁹⁾, attribuendo le relative competenze o alla BCE, o ad una eventuale agenzia europea ad hoc⁽⁵⁰⁾.

Molteplici sono le proposte per rivedere gli assetti di vigilanza: dalla creazione di una struttura "federale" al cui interno l'Autorità centrale definisca i criteri generali cui i singoli organismi degli stati membri debbono attenersi⁽⁵¹⁾, alla possibilità che questi conservino i soli poteri ispettivi e informativi⁽⁵²⁾, alla suddivisione tra banche a vocazione (e dimensione) europea sottoposte ai controlli diretti della BCE (o della nuova agenzia), e banche a vocazione nazionale, assoggettate agli ordinamenti degli stati membri⁽⁵³⁾.

(45) (...segue)
1997, p. 390 ss., 421 ss..

(46) Cfr. nella dottrina italiana R. BASSOLI, *Le funzioni di vigilanza e di creditore di ultima istanza della Banca Centrale Europea e del Sistema Europeo di Banche Centrali*, in *Mondo bancario*, 1997, p. 26 il quale con riferimento alla formulazione di cui all'art. 18 dello statuto della BCE mette in evidenza come "il legislatore comunitario sia consapevole del potenziale sviluppo del ruolo del SEBC come mutuante in ultima istanza e non abbia voluto precludere totalmente tale possibilità".

(47) Cfr. di recente su questi temi R. HAMAUI, M. RATTI, *op. cit.*, p. 33.

(48) Cfr. P. H. CASSOU, *Le réglementation bancaire*, Boulogne, 1997, p. 457.

(49) Cfr. F. BRUNI, *op. cit.*, p. 124. Nello stesso senso di recente anche L. BINI SMAGHI, *Who takes care of financial stability in Europe*, *op. cit.*, p. 25, secondo il quale non necessariamente la funzione di vigilanza europea deve essere attribuita alla BCE.

(50) Cfr. E. GUALANDRI, *Unione monetaria europea: temi di vigilanza*, in *Banche e banchieri*, 1997, p. 141.

(51) Cfr. K. LANNOO, *What role for the ECB?*, in *Financial regulator*, 1998, p. 39 che ritiene opportuno un più intenso ruolo di coordinamento della Banca Centrale Europea.

(52) Cfr. E. GUALANDRI, *op. cit.*, p. 141.

(53) Cfr. P. A. CUCURACHI *op. cit.*, p. 90, cfr. anche D. SCHOENMAKER, *Banking supervision in stage three of Emu*, *LSE Financial markets group, special paper*, n. 72, 1995, p. 13 ss.

Non è questa la sede per individuare le strade più facilmente percorribili, anche perché ciò presupporrebbe una attenta ricognizione di altri importanti profili relativi, sia all'assetto istituzionale della Unione monetaria (ad esempio un ampliamento dei poteri della BCE aumenterebbe probabilmente la sensibilità verso i problemi di accountability⁽⁵⁴⁾, sia agli aspetti strutturali e organizzativi derivanti dalla nascita di un organo di vigilanza europeo⁽⁵⁵⁾.

Sembra comunque rintracciabile un filo conduttore tra la vicenda comunitaria e le citate esperienze internazionali, nel senso che il superamento dei confini geografici dei mercati impone un più stringente coordinamento fra le autorità, coordinamento che però all'aumentare dell'integrazione tende a svilupparsi verso forme più evolute di omogeneizzazione e centralizzazione nelle strutture di controllo dei sistemi bancari. Il fatto che in altri settori dell'intermediazione, in particolare la disciplina dei mercati mobiliari, si stiano manifestando analoghe tendenze⁽⁵⁶⁾ e che dopo quella europea altre aree regionali abbiano avviato processi volti a uniformare e liberalizzare la regolamentazione sui servizi finanziari⁽⁵⁷⁾, dimostra come questa prospettiva, pur non priva di ostacoli (ed anche di qualche rischio), rappresenti ormai il difficile terreno sul quale si dovranno in un prossimo futuro misurare le politiche di vigilanza.

(54) *Su questi argomenti cfr. L. GORMLEY, J. DE HAAN, The democratic deficit of the European Central Bank, in European law review, 1996, p. 95 ss. e più di recente L. BINI SMAGHI, The democratic accountability of the European Central Bank, in BNL quarterly review, 1998, p. 119 ss. e, più in generale, A. S. BLINDER, Central banking in theory and practice, Cambridge, 1998, p. 66 ss. E' questo un tema che si inserisce nel ricco e approfondito dibattito sul futuro degli organismi comunitari, che analogamente a quanto avviene per le strutture di governo delle relazioni economiche internazionali, destano in molti preoccupazione per quello che è stato definito come il possibile "deficit di democrazia" Cfr. F. MANCINI, Dal diritto di frontiera al diritto senza frontiere, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1998, p. 768. Su questi temi cfr. di recente anche R. DEHOUSSE, European institutional architecture after Amsterdam: parliamentary system or regulatory structure?, in Common market law review, 1998, p. 609 ss.*

(55) *E' evidente infatti che ciò presupporrebbe l'impegno comunitario (e di tutti gli stati membri) a definire idonee strutture organizzative, individuare adeguate risorse, e fornire solide professionalità per una efficiente operatività del nuovo organismo.*

(56) *Il riferimento è alla attività dello IOSCO, sulla quale v. infra, e alle recenti proposte di creare una European Securities Commission che sovrintenda ai controlli sui mercati mobiliari europei. Su questi temi cfr. l'intervista a M. PRADA pubblicata in Financial Regulator, 1998, p. 15 ss., nella quale peraltro l'Autore (p. 17), pur auspicando un più stretto coordinamento dei controlli, giudica ancora prematura questa soluzione.*

(57) *Ci si riferisce soprattutto agli accordi nelle aree canadesi e nordamericana (il Free Trade Agreement e il North American Free Trade Agreement). Sono qui possibili soltanto brevi cenni a questi accordi che, pur naturalmente non potendo essere paragonati ai ben più elevati livelli di integrazione della CE, rappresentano importanti tentativi di individuare (non senza difficoltà) un terreno comune nella regolamentazione dei servizi finanziari. Per un recente e sintetico quadro d'insieme cfr. M. J. TREBILCOCK, R. HOWSE, The Regulation of international trade, London, 1998, p. 337 ss.*

III LA “CENTRALIZZAZIONE” DELLA VIGILANZA: IL CASO INGLESE

L’esigenza di definire nuovi assetti nelle strutture di vigilanza non deriva soltanto dalla “sovrannazionalità” dei mercati, ma è legata anche ad altre importanti e radicali trasformazioni dei sistemi finanziari. Ci si riferisce in particolare a quei fenomeni, ormai conosciuti e attentamente indagati dalla ricerca economica e giuridica, di despecializzazione degli intermediari e di complementarità dei prodotti finanziari. E’ fin troppo noto che da tempo le Autorità hanno dovuto rivedere le tecniche di supervisione nei confronti di complesse forme organizzative incardinate su legami partecipativi e che coinvolgono più operatori collocati nella giurisdizione di organismi di controllo diversi⁽⁵⁸⁾, così come le sempre più spiccate caratteristiche di “polifunzionalità” degli intermediari hanno richiesto il superamento delle tradizionali impostazioni “istituzionali” che suddividevano la regolamentazione in base alla categoria di appartenenza del soggetto vigilato⁽⁵⁹⁾.

E’ evidente che queste nuove caratteristiche dell’intermediazione finanziaria correvano (e tuttora corrono) il rischio di scardinare completamente apparati di sorveglianza la cui organizzazione a “compartimenti stagni” era assolutamente insufficiente, sia nell’acquisire approfondite conoscenze e informazioni sulla dimensione quantitativa e qualitativa di simili fenomeni, sia nel predisporre adeguati presidi contro il manifestarsi di patologie ad alto tasso di “contagio” per l’intero sistema.

Anche in questo caso la prima, naturale, risposta è stata una intensa attività di collaborazione che ha dispiegato i suoi effetti sul piano nazionale e internazionale. Il Comitato di Basilea e lo IOSCO hanno individuato forme di coordinamento, sia per controllare l’attività dei conglomerati finanziari⁽⁶⁰⁾, sia per giungere a standard comuni di comportamento, al fine di “migliorare la qualità della vigilanza nel mondo e di rispondere alla evoluzione del mercato finanziario”⁽⁶¹⁾.

E un rapido sguardo al dato comparato testimonia come dalle esperienze dei paesi più avanzati emerga il costante tentativo di disciplinare (seppure in modo non sempre uniforme) e

(58) *Il riferimento è ai conglomerati finanziari. Per una indagine sul fenomeno cfr. F. VELLA, Intermediazione finanziaria e gruppi di imprese: i conglomerati finanziari, in I gruppi di società, III, Milano, 1996, p. 2305 ss., ove anche più completi riferimenti bibliografici.*

(59) *E’ questo il modello di regolamentazione che differenzia la disciplina e i controlli in ragione del “tipo” di intermediario vigilato, sull’argomento v. infra.*

(60) *Per una recente e approfondita indagine sulle iniziative congiunte per la vigilanza sui conglomerati cfr. G. A. WALKER, Conglomerate law and international financial market supervision, (dattiloscritto), settembre 1997.*

(61) *Così si esprime la dichiarazione congiunta del Comitato di Basilea e dello IOSCO del 1996 pubblicata in Banca d’Italia. Bollettino Economico, n. 27, 1996, p. 39* ss. Sulla collaborazione tra i due organi cfr. T. PADOA-SCHIOPPA, Evolving supervisory standards in advanced market economies, in Banking soundness and monetary policy. Issues and experiences in the global economy, a cura di C. ERNOCH, J. H. GREEN, Washington, 1997, p. 122 ss.*

incentivare la cooperazione tra autorità di controllo all'interno dei singoli ordinamenti⁽⁶²⁾. E', inoltre, auspicio diffuso quello di un ulteriore rafforzamento della rete di coordinamento, rete che negli ultimi anni ha mostrato, di fronte al manifestarsi di alcuni gravi fenomeni di patologia, qualche evidente smagliatura.

Ma, proprio la persistenza di fattori di instabilità, nei cui confronti la sorveglianza ha avuto maggiore efficacia reattiva⁽⁶³⁾ più che preventiva, ha aperto una riflessione su quale possa essere il modello ottimale di regolamentazione e di organizzazione dei controlli. Nel tentativo di sintetizzare, con tutti i rischi di eccessiva semplificazione che ciò comporta, una ricca elaborazione teorica cui peraltro la dottrina italiana ha dedicato approfonditi studi⁽⁶⁴⁾, si può dire che la conferma delle "ragioni" che giustificano la regolamentazione dei mercati finanziari⁽⁶⁵⁾ e il superamento di quelle impostazioni che negavano del tutto l'esigenza dell'intervento pubblico in funzione prudenziale⁽⁶⁶⁾, si è coniugata con la ricerca di assetti di vigilanza capaci di perseguire l'obiettivo della stabilità senza sacrificare la competitività e lo sviluppo delle forze di mercato.

In altri termini, la necessità di individuare un punto di equilibrio tra prevenzione delle *market failures* e rischio delle *regulatory failures* ha imposto, da un lato una revisione delle tecniche di intervento pubblico e delle scelte di normazione in modo da disegnare una vigilanza che operi "quanto più possibile *con* piuttosto che *contro* il mercato"⁽⁶⁷⁾, dall'altro un'evoluzione delle strutture di controllo verso forme organizzative "orizzontali", o "trasversali" e cioè operanti

(62) Per un recente quadro d'insieme sulla disciplina comparata dei rapporti di collaborazione tra autorità cfr. V. PAOLI-GAGIN, *Les commissions des valeurs mobilières aux Etats-Unis et en Europe*, Bruxelles, 1998, p. 86 ss.

(63) Come è noto, è tuttora aperta la discussione su quali possano essere i meccanismi più efficaci per risolvere la crisi degli intermediari allorché questa si sia già manifestata. E' questo un tema di grande rilievo che, sul piano nazionale e internazionale, coinvolge direttamente l'organizzazione della vigilanza e i rapporti tra le diverse autorità. Per un recente tentativo di definire regole comuni di comportamento cfr. *Group of Thirty, International insolvencies in the financial sector*, Washington, 1998.

(64) Cfr. C. DINOIA, L. PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in *Consob Quaderni di finanza*, n. 30, 1998, p. 10 ss.

(65) Su questi temi cfr. più di recente J. R. MACEY-M. O'HARA, *La regolamentazione delle borse e dei sistemi alternativi di negoziazione: una prospettiva giuridico-economica*, in *Banca, imp. soc.*, 1998, p. 236 ss.

(66) Per una rassegna di queste teorie in chiave critica cfr. B. COGGINS, *Does financial deregulation work? A critique of free market approaches*, Cheltenham, 1998, p. 3 ss.

(67) Cfr. T. PADOA-SCHIOPPA, *Vigilanza globale: un termine alla ricerca di un contenuto*, op. cit., p. 175. Numerose sono le proposte per realizzare questi obiettivi, proposte delle quali non è possibile dar conto in questa sede, per alcuni recenti interventi cfr. H. PIGOTT, C. ADAMSON, *The Achilles' hell of the international financial system*, in *Butterworths journal of international banking and financial law*, 1998, p. 271; A. W. A. BOOT, S. DEZELAN, T. MILBOURN, *The future of regulation of the financial services industry: from control instruments to certification requirements*, relazione presentata al convegno "Financial modernization and regulation" Francoforte, 17-18 settembre 1998.

“indipendentemente dal soggetto coinvolto”⁽⁶⁸⁾. Si sono così affermati nuovi “approcci” alla supervisione, incardinati sul tipo di attività sottoposta a vigilanza o sulle finalità che a questa sono attribuite dall’ordinamento, e in grado di superare le distorsioni insite nei più tradizionali modelli “istituzionali” che oltretutto, come si è già sottolineato, si sono rivelati inadeguati nell’affrontare una realtà dei mercati e degli intermediari finanziari in continua trasformazione. Pur se in modo non sempre omogeneo, molti ordinamenti hanno avviato una profonda opera di riforma che si colloca sostanzialmente nel solco di queste impostazioni, impostazioni che però, come mettono in evidenza recenti ricerche⁽⁶⁹⁾, non sono esenti da contraddizioni.

Se la vigilanza definita “per attività”⁽⁷⁰⁾ corre il pericolo di creare sovrapposizioni tra le competenze di più organi nei confronti di uno stesso soggetto, con un relativo incremento dei costi di regolamentazione, quella “per finalità”⁽⁷¹⁾ pone oggettivi problemi di coordinamento tra le diverse Autorità, con il rischio di dar luogo ad “aree grigie” al cui interno possono manifestarsi comportamenti elusivi da parte degli intermediari controllati.

D'altronde, proprio la recente disciplina italiana in materia di intermediazione finanziaria, che come è noto si inserisce in quest’ultima prospettiva, imputando (art. 5 T.U.F.) alla Banca d’Italia le competenze sulla stabilità patrimoniale e il contenimento del rischio degli intermediari e alla Consob quelle sulla trasparenza e correttezza di comportamenti, sottolinea le difficoltà a tracciare con precisione i confini tra le attribuzioni delle autorità di controllo⁽⁷²⁾, rendendo

(68) Cfr. M. ONADO, *op. cit.*, p. 149

(69) Cfr. C. DI NOIA, L. PIATTI, *op. cit.*, p. 14 ss.

(70) E cioè incardinata su un tipo di supervisione diverso per ogni attività esercitata.

(71) Fondata sull’obiettivo che l’ordinamento attribuisce alle singole Autorità. Una illustrazione completa dei vantaggi e svantaggi dei diversi modelli in C. DI NOIA, L. PIATTI, *op. cit.*, p. 16 ss.

(72) Mette in rilievo le possibili incongruenze del sistema in ordine alla riconducibilità di alcune materie nelle competenze dell’una o dell’altra autorità C. MOTTI, *I controlli su intermediari e emittenti*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 1998, p. 588. E’ noto che l’attuale disciplina si colloca su un piano di continuità con le disposizioni del decreto “Eurosime”; non essendo questa la sede per una indagine dettagliata sulle scelte operate dal legislatore nella organizzazione dei controlli di vigilanza si rinvia a G. SANTONI, *Commento all’art.4*, in *l’Eurosime*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, p. 27 ss., ove anche ulteriori riferimenti alla bibliografia in materia. Per un recente commento alla nuova disciplina cfr. C. RABITTI BEDOGNI, *Commento all’art. 5*, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 60 ss.

opportuno, anche in ragione della loro complementarità⁽⁷³⁾, un coordinamento “per evitare sovrapposizioni e ingiustificati oneri per gli operatori”⁽⁷⁴⁾.

In questo contesto, alcuni paesi stanno sperimentando una strada in parte diversa, che presuppone il superamento della adesione all’uno o all’altro dei modelli descritti, attraverso la centralizzazione della vigilanza in un’unica Autorità con poteri di intervento sull’intero “teatro” dell’intermediazione finanziaria. Sebbene vi siano ordinamenti in cui sono già riscontrabili esperienze analoghe, e in altri, come gli Stati Uniti d’America, da tempo si discute dell’accorpamento delle competenze di vigilanza soprattutto per il settore bancario che presenta la nota, e atipica per l’Europa, “frammentazione” tra diversi organismi⁽⁷⁵⁾, è il sistema della Gran Bretagna che, per la ricchezza e la vivacità del dibattito suscitato, e per l’innovatività delle soluzioni proposte, merita di essere segnalato.

Una riforma così profonda dell’apparato di controllo riflette la volontà del legislatore (ma anche di parte della comunità finanziaria) inglese di dare un assetto più efficiente ad una struttura che, e numerose vicende assurde alle cronache della stampa lo testimoniano⁽⁷⁶⁾, aveva nel passato mostrato gravi lacune, dimostrandosi inadeguata nel promuovere la stabilità e l’integrità dei mercati e soprattutto una adeguata tutela di investitori e depositanti⁽⁷⁷⁾.

Se per quanto concerne gli intermediari finanziari vi era la oggettiva necessità di omogeneizzare una organizzazione dei controlli sedimentatasi attraverso la suddivisione delle competenze tra numerosi organismi⁽⁷⁸⁾, l’elemento di maggiore novità è che sottolinea decisamente

(73) Cfr. B. BIANCHI, *Commento all’art. 5 Testo Unico della finanza*, in *Commentario al Testo Unico della finanza*, a cura di G. Alpa, F. Capriglione, Padova, 1998, p. 68.

(74) Cfr. R. COSTI, *La disciplina dei mercati regolamentati e dei soggetti abilitati*, in *Manuale di diritto commerciale. Appendice*, a cura di V. Buonocore, Torino, 1998, p. 27; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*², Milano, 1998, p. 142.

(75) Su questi temi cfr. da ultimo in senso decisamente favorevole alla unificazione dei poteri di vigilanza B. COGGINS, *op. cit.*, p. 202.

(76) Per richiami alle crisi bancarie e finanziarie che hanno messo in crisi il sistema di vigilanza inglese e alla ponderosa letteratura che si è occupata dell’argomento cfr. B. ALEMANNI, *Le crisi bancarie in Gran Bretagna*, in *Le crisi bancarie*, a cura di R. Ruozi, Milano, 1995, p. 371 ss.; C. A. SAMUELSON, *The fall of Barings: lesson for legal oversight of derivatives transactions in the United States*, in *Cornell international law journal*, 1996, p. 793 ss.

(77) Cfr. le conclusioni del *Report to the Chancellor on the Reform of the financial regulatory system*, London, 1937.

(78) Nell’impossibilità di una compiuta descrizione del sistema inglese si rinvia, anche per ulteriori riferimenti bibliografici a F. VELLA, *L’autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, *op. cit.*, p. 481 ss.

a change in supervisory culture⁽⁷⁹⁾, è il passaggio dei poteri di vigilanza sulle banche dalla *Bank of England* alla nuova *Financial Services Authority*.

Tale passaggio si è realizzato con l'emanazione nel 1998 del *Bank of England Act* che alla *section 21* prevede il trasferimento di tutte le competenze di supervisione bancaria, attribuite dalla previgente normativa alla Banca Centrale, alla FSA. La legge si preoccupa poi di definire i presidi a tutela della continuità dell'attività (e delle strutture organizzative) di controllo nella fase di passaggio, e di introdurre tutte le modifiche necessarie per garantire la funzionalità del nuovo organismo. Viene così disciplinata (*section 28*) la nuova composizione del *Board of Banking Supervision*, prevedendo la presenza di due rappresentanti della FSA (che sostituiscono i tre rappresentanti della *Bank of England*) e sei membri indipendenti nominati di concerto tra il presidente della stessa FSA e il Ministro del Tesoro⁽⁸⁰⁾. Particolare rilevanza assume il *Memorandum of Understanding*, stipulato tra Ministro del Tesoro, Banca Centrale e FSA per suddividere le responsabilità tra le tre Autorità secondo i principi di *accountability*⁽⁸¹⁾, *transparency*, *no duplication*⁽⁸²⁾, e *regular information exchange*. Il *memorandum* conserva in capo alla Banca Centrale tutti i poteri per garantire la stabilità "del sistema monetario" e delle "infrastrutture del sistema finanziario" con particolare riferimento al sistema dei pagamenti, mentre alla nuova FSA sono attribuite le competenze in materia di: 1) autorizzazione e supervisione su banche, imprese di investimento, di assicurazione e *building societies*; 2) supervisione sui mercati finanziari e sui sistemi di compensazione; 3) controllo sulla applicazione delle regole di condotta; 4) definizione delle più generali politiche di vigilanza. Il Ministero del Tesoro è invece responsabile "for the overall institutional structure of regulation, and the legislation which governs it". Vengono infine definiti tra Banca Centrale e FSA accordi per cooperare nella acquisizione di informazioni sui soggetti vigilati, e si istituisce uno *Standing Committee* con i rappresentanti dei tre organismi che, riunendosi come minimo una volta al mese, dovrà affrontare "individual cases of significance and other developments relevant to financial stability".

Successivamente all'entrata in vigore del *Bank of England Act* è stato presentato, e sottoposto a pubblica consultazione, il disegno di legge che individua competenze, poteri e assetti

(79) Cfr. M. HALL, *All change at the Bank of England*, in *Butterworths Journal of international banking and financial law*, 1997, p. 299.

(80) Analoghe modifiche investono il *Deposit Protection Board*. Per un più approfondito esame della nuova normativa, qui illustrata nelle sue caratteristiche essenziali, cfr. C. RYAN, *Transfer of banking supervision to the Financial Services Authority*, in *Bank of England Act 1998*, a cura di M. Blair, R. Cranston, C. Ryan, M. Taylor, London, 1998, p. 39 ss.

(81) In particolare "Each institution must be accountable for its action, so each must have unambiguous and well-defined responsibilities".

(82) In particolare "Each institution must have a clearly defined role, to avoid second guessing, inefficiency and the duplication of effort. This will help ensure proper accountability".

organizzativi della nuova *Financial Services Authority*. Numerose sono le novità contenute nella proposta, che non si limita a sancire definitivamente l'accorpamento di tutte le funzioni di controllo sul mercato finanziario, ma coglie anche l'occasione per introdurre misure volte (almeno nelle intenzioni del legislatore) a migliorare l'efficienza della vigilanza⁽⁸³⁾.

Riprendendo in parte i principi del citato *memorandum of Understanding* si definiscono gli obiettivi che devono caratterizzare l'azione della FSA⁽⁸⁴⁾ e il metodo regolamentare ispirato a flessibilità, trasparenza, adattabilità alla costante evoluzione dei mercati e tutela dei consumatori. Soprattutto per quanto concerne quest'ultimo aspetto, appare importante la previsione di uno schema di ombudsman e di giurisdizioni specializzate per la soluzione delle controversie inerenti le norme emanate dalla FSA.

Il percorso che ha portato all'emanazione dei due provvedimenti⁽⁸⁵⁾ è stato caratterizzato da una travagliata discussione al cui interno sono emersi rilievi critici e in alcuni casi anche atteggiamenti di aperta sfiducia nei confronti delle reali possibilità della FSA di raggiungere gli obiettivi indicati dal legislatore.

Accanto agli inguaribili liberisti che ritengono infondate alla radice le ragioni che giustificano l'esistenza di una Autorità di controllo (e cioè la necessità di correggere i possibili fallimenti di mercato), preferendo una presenza "minima" di un organismo che si limiti a risolvere i conflitti tra gli operatori e tra questi e i consumatori⁽⁸⁶⁾ sono emerse preoccupazioni per il "gigantismo burocratico" e la eccessiva concentrazione di potere in un unico soggetto, soprattutto in considerazione del fatto che le uniche esperienze simili a quella britannica sono riscontrabili in paesi con apparati finanziari di dimensioni decisamente più contenute⁽⁸⁷⁾. Si sono anche richiamati i rischi che una nuova Autorità, dotata di così ampi e penetranti poteri, possa cedere alla tentazione di una *overregulation* e *overprotection* degli investitori⁽⁸⁸⁾ che finirebbero

(83) Per una dettagliata illustrazione del provvedimento cfr. C. BRIAULT, *A single regulator for the UK financial services industry in Financial stability*, n. 5, 1998, p. 19 ss.; E. RADMORE, J. GALLACHER, R. FINNEY, *Advance billing*, in *The Financial regulator*, n. 3, 1998, p. 46; S. WATSON, O. MORGAN, *Financial services and markets bill: individual beware*, in *The company lawyer*, 1998, p. 225 ss.

(84) In particolare, mantenere la fiducia nel sistema finanziario, promuovere la trasparenza, assicurare la protezione dei consumatori e prevenire comportamenti fraudolenti.

(85) Sul quale cfr. W. BLAIR, *The reform of financial Regulation in the UK*, in *Journal of international banking law*, 1998, p. 43 ss.

(86) Cfr. G. J. BENSTON, *The FSA and consumer protection*, in *Financial regulator*, 1997, p. 34 ss.

(87) Cfr. C. GOODHART, *Some regulatory concerns*, in *The emerging framework of financial regulation op. cit.*, p. 221.

(88) Cfr. A. ALCOCK, *A regulatory monster*, in *Journal of business law*, 1998, p. 375.

con il ribaltare completamente quelle caratteristiche di elasticità e informalità che tanto hanno contribuito al successo (ma in verità anche a qualche clamoroso “tonfo”) del sistema inglese.

Ed altre critiche hanno investito l’opportunità di accorpare obiettivi e “stili” di vigilanza così diversi tra di loro, con il pericolo di creare inevitabili “conflitti di interesse”⁽⁸⁹⁾ e di indebolire l’efficacia di metodologie di intervento (si pensi agli strumenti di controllo prudenziale e a quelli di verifica della correttezza e trasparenza delle operazioni) tra loro non certo omogenee⁽⁹⁰⁾. In sostanza, e utilizzando le efficaci espressioni di un recente commentatore, non è ancora ben chiaro se la FSA diverrà “*Pygmalion creating a Galatea or Frankenstein creating a misshapen monster*”⁽⁹¹⁾.

Non si può escludere che nella operatività della FSA possano sorgere questi problemi anche se, in una prospettiva in parte rovesciata, il nuovo organismo potrebbe forse contribuire a risolverli. Per quanto concerne i conflitti di interesse si è messo in rilievo come questi comunque esistano anche tra più autorità e che, forse “*have to be resolved in one way or another, and can be just as well resolved within one institution as across a number*”⁽⁹²⁾. L’“accentramento” può anche contribuire ad una più puntuale visione della complessa operatività⁽⁹³⁾, e soprattutto dei legami organizzativi degli intermediari, e se è vero che esistono attività, come quella bancaria, che conservano la loro “peculiarità” e che quindi necessitano di discipline specifiche⁽⁹⁴⁾, è anche vero che è in atto un processo di “contaminazione” tra le regole di controllo prudenziale degli intermediari (l’evoluzione della normativa comunitaria e di alcuni ordinamenti come quello italiano in parte lo testimonia)⁽⁹⁵⁾. Inoltre, non può escludersi che la “convivenza” tra strumenti

(89) Cfr. M. TAYLOR, *Unanswered questions for the UK’s new leviathan*, in *Financial regulator*, 1997, p. 42 ss.

(90) Cfr. M. ONADO, *op. cit.*, p. 153; T. PADOA-SCHIOPPA, *op. cit.*, p. 177.

(91) Cfr. S. GLEESON, *UK’s new financial regulator takes shape*, in *International financial law review*, n. 10, 1998, p. 11.

(92) Cfr. H. DAVIES, *Answering the worries*, in *Financial Regulator*, 1997, p. 26.

(93) Cfr. R. C. MCDOWALL, *Financial Services Authority-Progress or Pragmatism?*, in *Journal of international banking law*, 1998, p. 124.

(94) In questa sede si può soltanto di sfuggita accennare al dibattito sulla “specificità” della banca e sulla necessità che questa sia assoggettata a regole particolari e comunque non equiparata agli altri intermediari finanziari (una recente rassegna nell’introduzione di G. DI GIORGIO, C. DI NOIA al volume *La regolamentazione prudenziale delle banche*, Bologna 1998, i quali peraltro propendono per una netta attenuazione di tale “specificità”). La letteratura economica e giuridica è ricca di approfondite analisi sul tema; per una visione d’insieme con un interessante taglio interdisciplinare e con ampi riferimenti bibliografici cfr. S. COTTERLI, voce “Banca”, in corso di pubblicazione su *Digesto, Disc. Priv., Sez. comm.*

(95) Per osservazioni di carattere generale su questi profili cfr. l’introduzione di G. FERRARINI al volume *Prudential regulation of banks and securities firms*, a cura di G. Ferrarini, London, 1995, p. 10 ss.

diversi con obiettivi diversi all'interno di una stessa entità possa favorire una più efficiente applicazione degli stessi⁽⁹⁶⁾, consentendo “lo sfruttamento di economie di scala”⁽⁹⁷⁾ in grado di abbassare i costi della regolazione.

Infine, i pericoli di eccessiva burocratizzazione, di scarsa trasparenza e di eventuali “abusi di potere”, insiti nell'attribuzione di così estese competenze possono essere prevenuti dalla creazione di adeguate strutture di monitoraggio esterno sulla attività dell'unico regolatore⁽⁹⁸⁾.

IV CONCLUSIONI

Occorrerà probabilmente attendere i primi momenti di “verifica sul campo” del nuovo organismo per effettuare una valutazione della sua reale funzionalità, nella consapevolezza, comunque, che non sono possibili astratte ed automatiche trasposizioni di esperienze correttamente inquadrabili soltanto nel particolare contesto giuridico ed economico in cui sono maturate. Tuttavia, e nel tentativo di trarre le prime, provvisorie conclusioni alla luce dei riscontri offerti dalla analisi della evoluzione dei controlli sui mercati finanziari (sul piano nazionale e internazionale), appare chiara la spinta verso una revisione della vigilanza secondo criteri di “centralizzazione” delle competenze e unificazione delle strutture organizzative.

Questo dato non è naturalmente in grado di offrire immediate ricette, ma sottolinea l'esigenza di avviare una più approfondita riflessione sui possibili futuri sviluppi dell'assetto dei controlli, soprattutto in quegli ordinamenti come il nostro, che, per la sua contiguità con altri sistemi e per la collocazione nell'area comunitaria, può essere più esposto ai riflessi derivanti dalle riforme brevemente descritte⁽⁹⁹⁾.

(96) *Per una indagine focalizzata sulla convivenza dei strumenti di enforcement all'interno delle competenze della FSA cfr. di recente J. BAGGE, The future for enforcement under the new Financial Services Authority, in The company lawyer, 1998, p. 194 ss.*

(97) *Cfr. C. DI NOIA, L. PIATTI, op. cit., p. 20.*

(98) *Il citato progetto di legge sulla attribuzione dei poteri alla FSA prevede la creazione di una commissione di membri non esecutivi che controlli l'efficienza della operatività del nuovo organismo. Vi è l'obbligo di redigere una relazione annuale che deve essere inviata anche al Parlamento.*

(99) *Occorre segnalare che in questa sede non vengono affrontati altri rilevanti problemi, inerenti ai rapporti tra competenze di vigilanza e di antitrust, che pure, nell'ambito di una riforma della organizzazione della vigilanza sui mercati finanziari, meritano grande attenzione. Il riferimento è in particolare alla previsione di cui all'art. 20 della legge 287/90 che attribuisce poteri di tutela della concorrenza nel settore bancario alla Banca d'Italia. Come è noto, la norma, “disposizione oscura, che sembra sfuggire a qualsiasi canone interpretativo” (così da ultimi F. DENOZZA, A. STABILINI, Rapporti e possibili conflitti tra autorità preposte all'applicazione della normativa sulla concorrenza con riferimento al settore bancario, dattiloscritto, 1998, p. 41) è ormai da tempo oggetto di indagine da parte della dottrina (cfr. più di recente M. LAMANDINI, Le concentrazioni bancarie, p. 87 ss., ove anche ricchi riferimenti (segue...))*

Sotto questo profilo, mentre da un lato meriterebbero forse di essere ripresi gli spunti offerti da un dibattito avviatosi già negli anni 80' in ordine alla possibilità di realizzare una più efficace composizione degli interessi alla trasparenza e stabilità dei mercati finanziari "nell'ambito di una sola autorità di controllo, nella quale eventualmente le diverse funzioni trovino collocazioni organizzative separate"⁽¹⁰⁰⁾, dall'altro appaiono oggettivamente ostacolare la ricerca di più equilibrate soluzioni i tentativi di "cristallizzare" le competenze di controllo su specifici comparti dell'intermediazione tramite un recepimento nella Carta Costituzionale⁽¹⁰¹⁾.

Probabilmente non esiste un modello ideale di vigilanza, così come la individuazione di strutture ottimali non può rappresentare una "panacea"⁽¹⁰²⁾, in quanto l'attività di supervisione si cementa su molteplici fattori, dalla chiarezza ed efficacia delle regole, alla qualificazione professionale e culturale di chi le deve applicare, alla collaborazione e responsabilizzazione degli operatori, ma sarebbe sbagliato chiudersi in un atteggiamento "dogmatico" che ignori le sollecitazioni provenienti dalle radicali trasformazioni che stanno investendo i mercati, le regole e i regolatori.

(99) (...segue)

*bibliografici) e di un vivace dibattito circa l'opportunità di unificare tutte le competenze in materia in capo all' Autorità garante della concorrenza (cfr. F. VELLA, *Il corporate governance delle banche tra regole di vigilanza e disciplina di mercato*, op. cit., p. 82).*

(100) Cfr. R. COSTI, *Mercato finanziario e attività bancaria*, in *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, Milano, 1990, p. 62.

(101) Ci si riferisce in particolare all' art. 110 del recente progetto di riforma della Costituzione, approvato dalla Commissione per le riforme istituzionali, in base al quale "la Banca d'Italia svolge le sue funzioni in materia monetaria e di vigilanza sul sistema creditizio in condizioni di autonomia e indipendenza". Esprimono perplessità sulla opportunità del richiamo alla vigilanza sugli intermediari creditizi anche C. DI NOIA, L. PIATTI, op. cit., p. 52; R. HAMAUI, M. RATTI, op. cit., p. 35. Il progetto, con i lavori parlamentari, è ora pubblicato in P. COSTANZO, G. C. FERRARI, G.G. FLORIDIA, R. ROMBOLI, S. SICARDI, *La commissione bicamerale per le riforme costituzionali. I progetti, i lavori, i testi approvati*, Padova, 1998.

(102) Cfr. le conclusioni di T. SHEPHEARD-WALWYN, *The future o financial services regulation. Some reflections from the inside*, in *LSE financial markets group.-Special paper series*, n. 94, febbraio 1997, p. 12.

LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO. PREVENZIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE E TUTELA DEL CLIENTE

R. Lener^()*

I. LA GESTIONE DEL RISPARMIO NEL TESTO UNICO

1.1 A mio avviso sono tre i principali profili di novità della disciplina della gestione del risparmio introdotta dal testo unico della finanza (d.lgs. n. 58/98): (i) la creazione di un intermediario esclusivamente destinato alla gestione di patrimoni, abilitato a gestire per conto di terzi sia in forma “collettiva” che in forma “individuale”, al fine di ottenere una offerta più chiara, costi di gestione ridotti in ragione delle economie di scala, una maggiore tutela del cliente per le ipotesi di conflitti di interesse “da polifunzionalità”; (ii) il notevole ampliamento della possibilità di delegare ad altri intermediari l’esecuzione del servizio di gestione, per favorire la ricerca di gestori sempre più specializzati nei diversi comparti del mercato; (iii) il conseguente (potenziale) accrescimento del ruolo dei gestori come soci (necessariamente di minoranza) delle public companies.

II. LA CREAZIONE DI UN INTERMEDIARIO GESTORE (LA SGR)

2.1. Il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria ha introdotto nel nostro ordinamento, come noto, le società di gestione del risparmio (SGR), nuova figura di intermediario abilitato alla gestione su base individuale e alla gestione collettiva del risparmio. L’abilitazione è esclusiva, nel senso che la SGR non può svolgere attività diverse dalla gestione (collettiva, individuale, di fondi pensione), con eccezione delle sole attività connesse o strumentali individuate dalla Banca d’Italia, sentita la Consob (art. 33 T.U.).

Un simile risultato, come si è tentato altrove di dimostrare (LENER e GALANTE in AA.VV., *La riforma del mercato finanziario e delle società quotate*, Milano, 1998), è stato il frutto di una pluriennale riflessione sulla delegabilità del servizio di gestione e sulla “concentrabilità” dell’attività gestoria in capo ad un solo soggetto.

2.2 Si tratta di una innovazione significativa e senza precedenti in Europa. Non che sia di per sé nuova l’idea di accentrare in un solo soggetto tutta l’attività di gestione di patrimoni per conto di terzi. E’ però del tutto nuova l’idea di creare un soggetto che, a fronte della possibilità di

(*) *Facoltà di Giurisprudenza dell’Università di Roma Tor Vergata.*

gestire patrimoni in forma individuale e collettiva, si veda inibito lo svolgimento di altri servizi di investimento. Diversa è, ad esempio, la soluzione francese (*loi* n. 96-597) - pur a volte, erroneamente, indicata a modello - ove alle *sociétés de gestion de portefeuille* si consente in generale la “gestion pour compte de tiers”, senza peraltro inibire ad esse la prestazione di altri servizi.

Infatti, la “loi de modernisation” (legge n. 96-597 del 2 luglio 1996) nel trasporre nell’ordinamento francese la normativa comunitaria, se formalmente ha rispettato le limitazioni soggettive poste dal legislatore europeo, escludendo dal proprio campo di applicazione “les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le fonds communs de créances et les sociétés civiles de placement immobilier, ainsi que les sociétés chargées de leur gestion régies par la loi n. 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif de valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances” (art. 25), tuttavia ha poi, di fatto, consentito agli intermediari mobiliari anche la gestione in monte.

Al riguardo, va notato che l’art. 4 della legge, nella individuazione dei servizi di investimento, fa riferimento alla “gestion de portefeuille pour le compte de tiers” (art. 4, lett. d). Il fatto che l’attività di gestione non sia connotata dall’inciso “sur une base discrétionnaire et individualisée”, come invece si legge negli allegati alla direttiva 93/22 (e nella stessa formulazione dell’art. 1.2, lett. c) del nostro decreto legislativo n. 415/1996), implica l’ampliamento della portata della nozione di servizio di investimento anche al versante delle gestioni collettive; in altri termini, il disposto dell’art. 4 legittima la gestione collettiva da parte delle *sociétés de gestion de portefeuille*, il cui ambito operativo era precedentemente confinato dalla legge del 2 agosto 1989 alla limitata sfera della gestione di portafogli individuali.

D’altronde lo stesso art. 91, comma 1, novellando la disciplina in materia di fondi comuni (legge n. 88 - 1201), abilita espressamente la *société de gestion de portefeuille* alla costituzione di siffatti organismi. Ora, però, l’onnicomprendività del concetto di *gestion pour compte de tiers* non si riverbera anche sul fronte degli organismi di investimento collettivo, il cui oggetto rimane limitato alla gestione collettiva. L’osmosi delle diverse tipologie di gestione si realizza quindi solo per le *sociétés de gestion de portefeuille* e non per gli OICVM, secondo una logica di centralizzazione delle attività di gestione nelle imprese di investimento e nelle banche. Il superamento *unilaterale* della distinzione tra gestioni collettive ed individuali determina pertanto un naturale “effetto di trascinamento”, che induce le società di gestione di fondi comuni di cui all’art. 12 della l. 88 - 1201 a trasformarsi, per acquisire la forma più duttile della *société de gestion de portefeuille*.

Un effettivo spazio di operatività per le società di gestione residua unicamente sul versante comunitario, considerata la riserva dettata dalla direttiva 85/611/CEE a favore degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari. A tale proposito, occorre rimarcare come sui profili di incompatibilità con la direttiva 85/611 in materia di organismi d’investimento collettivo sia prevalso in Francia un atteggiamento di sostanziale indifferenza, basato sull’assunto che la disciplina di derivazione comunitaria è finalizzata esclusivamente alla libera circolazione dei servizi di gestione in monte all’interno dell’Unione Europea, circostanza questa che si ritiene lasci

piena autonomia agli operatori interni nella configurazione strutturale delle attività di investimento; in altri termini, la direttiva mantiene vigore precettivo solo per i rapporti transfrontalieri ai fini dell'ottenimento del "passaporto" europeo, ma non pone alcun vincolo al legislatore nazionale nella regolamentazione interna in punto di determinazione dei profili organizzativi delle attività di investimento.

Le novità introdotte dalla *loi de modernisation* hanno trovato traduzione in soluzioni organizzative - tese ad accentrare all'interno di un unico organismo le gestioni individuali e collettive - che consentono all'intermediario che offre i servizi di investimento di cui alla direttiva n. 93/22/CEE di offrire anche il servizio di gestione collettiva. Non è per ciò inibito alle c.d. "società di gestione" di svolgere anche altri servizi di investimento, oltre alla gestione.

2.3. In realtà gestione collettiva e gestione individuale si sono progressivamente avvicinate, tanto nelle loro modalità pratiche di svolgimento, quanto nella stessa visione delle Autorità di vigilanza.

Fermo restando il fatto che non deve essere perso di vista il confine fra gestione individuale e gestione collettiva, è invero indubitabile che la predeterminazione delle linee di gestione e la stessa previsione di *benchmark* muovono nel senso della standardizzazione delle gestioni individuali. Nel caso, le Autorità di vigilanza, dopo esitazioni iniziali, hanno scelto di "seguire" gli orientamenti del mercato, con ciò certamente contribuendo alla chiarezza dell'offerta.

D'altro canto, ad un progressivo avvicinamento dei due servizi gestori ha certamente condotto anche la scelta del legislatore di non introdurre limiti quantitativi minimi al servizio di gestione individuale, come pure inizialmente si era proposto.

In modo quasi impercettibile ha finito così per cadere quella barriera psicologica che - assai di più dell'interpretazione rigida delle direttive comunitarie, spesso utilizzata quale supporto di convincimenti in realtà formati altrove - aveva creato una sorta di "impenetrabilità" fra gestione individuale e collettiva. "Impenetrabilità" che, per lungo tempo, aveva fatto ritenere non si potesse delegare ad un gestore collettivo l'attività (parte della) del gestore individuale, e viceversa, proprio in ragione della diversa natura del mandato gestorio.

Al tempo stesso, l'attenta attività svolta dalla Consob in relazione ai possibili conflitti di interesse (cfr. artt.4 dei regg. n.5387/91 e 8850/94) aveva portato a verificare, già prima dell'attuazione della direttiva n.93/22/CEE, che una parte dei conflitti nell'attività gestoria - segnatamente quelli da rapporti di gruppo - è adeguatamente sterilizzabile con una efficace *disclosure* preventiva (da qui si è arrivati, ad esempio, a consentire la gestione in quote di fondi del gruppo).

Diversamente, il conflitto fisiologico da polifunzionalità si è visto non essere agevolmente evitabile con misure di trasparenza preventiva, tanto che nel vigore della legislazione del 1991 le Autorità di vigilanza hanno dovuto faticare non poco per disegnare linee di separazione funzionale e "chinese walls" fra la gestione e gli altri servizi di investimento (con la sola eccezione dell'attività di consulenza, peraltro oramai fuori dal novero dei servizi tipicamente finanziari esercitati in regime di riserva).

La combinazione di questi due fattori: avvicinamento di gestione collettiva e gestione individuale, da un lato, e necessità di evitare conflitti “fisiologici”, dall’altro, ha condotto alla creazione di un intermediario abilitato alla gestione di patrimoni in entrambe le forme, ma votato esclusivamente all’attività gestoria, con esclusione degli altri servizi di investimento.

La scelta appare saggia, soprattutto in punto di prevenzione dei conflitti di interesse. La nuova disciplina infatti, tagliando in radice il rischio di conflitti da polifunzionalità, semplifica anche la regolamentazione secondaria, consentendo di circoscriverla ai soli problemi effettivi di conflitto, contribuendo alla trasparenza e all’efficienza del mercato.

2.4. L’attenzione prestata dal legislatore alla prevenzione dei conflitti di interesse spiega anche la peculiare posizione delle SICAV, certamente assai più “compressa” di quella della società di gestione del risparmio. Infatti, mentre alle SGR è consentito gestire sia in forma individuale che in forma collettiva, e poi tanto fondi comuni di propria quanto di altrui istituzione (art.36, comma 1, testo unico), nonché patrimoni di SICAV (art.43, comma 7, testo unico), a queste ultime società non è consentito gestire in forma individuale, né gestire fondi comuni istituiti da altri o patrimoni di altre SICAV.

La ragione va rinvenuta in ciò, che nelle SICAV non è possibile distinguere, da un punto di vista formale, fra socio “imprenditore” e socio “cliente”, sì che ove la SICAV svolgesse anche servizi per conto di terzi diversi dai soci, considerati globalmente (anche per conto di soci *uti singuli*, come ad esempio una gestione di portafoglio individuale), ne conseguirebbe che i sottoscrittori necessariamente parteciperebbero anche al rischio di impresa derivante dalla gestione per conto terzi (parteciperebbero agli utili, certamente, ma sopporterebbero anche i costi relativi). Più in generale, e sotto un profilo di vigilanza, può pure dirsi che le SICAV si caratterizzano per la mancanza di un patrimonio proprio distinto da quello della massa dei sottoscrittori, tale da costituire adeguato presidio patrimoniale per l’attività di gestione svolta per conto terzi.

In somma, aprire alla gestione “per terzi” anche le SICAV avrebbe voluto dire ampliare i rischi di conflitto di interesse, in ragione del fatto che il loro patrimonio necessariamente coincide con il patrimonio gestito in forma collettiva, che è comunque sempre ad esse direttamente imputabile, a differenza di quanto avviene per le SGR.

2.5 La peculiare soluzione adottata dal legislatore italiano si giustifica, come detto, per la volontà di prevenire l’insorgere di conflitti di interesse fra le diverse attività esercitate dal gestore. La soluzione italiana sembra ora convincere anche la Commissione Europea, il cui progetto di modifica della direttiva n. 85/611 ricalca le scelte del testo unico della finanza.

La Commissione sembra infatti orientata verso un cambiamento strutturale della direttiva del 1985, diretto a farne la fonte normativa dell’intera attività di *gestione del risparmio*.

La proposta della Commissione si articola in un progetto di modifica della direttiva 85/611 e in un progetto di nuova direttiva applicabile in generale ai c.d. CIS (*collective investment schemes*), nozione ben più ampia di quella nota al diritto comunitario di OICVM e che comprende organismi il cui comune denominatore è l’investimento in forma collettiva.

In particolare, il progetto riferito ai CIS tende all'abrogazione dei limiti imposti dall'art. 6 della direttiva n. 85/611, attraverso una deroga alla norma che prevede l'oggetto sociale esclusivo e l'attribuzione della facoltà agli Stati membri di abilitare i gestori collettivi all'esercizio, da un lato, dell'attività di gestione di portafogli di investimento sulla base di mandati individuali dei clienti, e, dall'altro, dell'attività di gestione in forma collettiva anche delle forme di previdenza complementare.

Se siffatte proposte avranno seguito, si potrà dire che - questa volta - il legislatore italiano ha fatto da traino al legislatore comunitario. E si tratterebbe probabilmente del primo caso nella disciplina dei mercati finanziari.

III. LA DELEGABILITÀ DELL'ATTIVITÀ DEL GESTORE

3.1. Introdotti i sopra ricordati presidî preventivi dei conflitti di interesse, appare ora pienamente ipotizzabile anche un sistema di "integrazione" fra i gestori, che consenta a più d'uno di concorrere nella gestione del medesimo patrimonio.

Questo può farsi, per così dire, sia a livello genetico, sia a livello funzionale, e cioè sia mediante la scissione del servizio di gestione in promozione e gestione vera e propria (ciò che il testo unico ammette per le gestioni in monte), sia mediante deleghe gestionali (ammesse sia per le gestioni individuali ex art.24, comma 1, lett. f, sia per le gestioni collettive, ex art.33, comma 3).

E' ovvio, e comunque chiarito dalla legge, che né la delega funzionale, né la scissione "genetica" della gestione comportano limitazioni della responsabilità contrattuale della SGR verso la clientela (cfr. in part. art. 36, comma 5, per l'assunzione di responsabilità solidale). Né il principio può subire attenuazioni dal regolamento del fondo, ove esso è chiamato a disciplinare i rapporti fra promotore e gestore e fra questi e i partecipanti (ex art.39 T.U.).

3.2. In particolare, per la delegabilità del servizio a terzi nelle gestioni collettive è molto importante quanto affermato dalle Autorità di vigilanza: le disposizioni regolamentari hanno infatti permesso di superare il problema della ammissibilità di deleghe "globali" (cioè non limitate a "settori" del fondo; sul punto v. ancora LENER e GALANTE, 1998), non perfettamente chiarito dagli estensori del testo unico.

Infatti le due diverse dizioni adottate nell'art.24 e nell'art.33 avevano fatto pensare a soluzioni diverse, sul punto, per gestioni individuali e collettive, ancorché affidate al medesimo soggetto. E non se ne capiva invero la ragione: o la delega andava esclusa per contrasto con la "personalizzazione" del servizio ovvero andava ammessa allo stesso modo per entrambe le forme di gestione, in quanto meglio rispondente a criteri di specializzazione (e dunque nell'interesse del cliente).

3.3 L'articolo 52 del regolamento Consob 1° luglio 1998 n. 11521 disciplina l'ipotesi della separazione strutturale tra società "promotrice", la cui funzione si limita alla promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni e all'attività di amministrazione dei rapporti con i partecipanti, e società che gestisce il patrimonio degli OICR di propria e di altrui istituzione.

L'affidamento in gestione può avvenire sulla base di apposita convenzione tra le SGR interessate. Tale convenzione: a) non deve implicare alcun esonero o limitazione di responsabilità delle società stipulanti. La società promotrice e quella che svolge la gestione sono tenute a vigilare reciprocamente sull'osservanza della convenzione; si tratta di una prescrizione che nella sostanza riproduce il disposto dell'art. 36, comma quinto, del testo unico della finanza secondo cui "la società promotrice e il gestore assumono solidamente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario"; b) deve avere contenuto conforme agli obiettivi di investimento degli OICR con riferimento ai quali è stipulata; c) deve essere formulata in maniera tale da assicurare il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi con riferimento alla società promotrice e alla società che svolge la gestione; d) deve prevedere un flusso costante di informazioni sulle operazioni effettuate dalla società che svolge la gestione, che consenta alla società promotrice la puntuale amministrazione dei rapporti con i partecipanti.

Va tenuto presente che l'affidamento in gestione del patrimonio dell'OICR sulla base di convenzione tra società promotrice e gestore rappresenta una sorta di delega "istituzionale" che si attua nel momento genetico del fondo e per la quale non è previsto né un termine di durata, né la possibilità per la società promotrice di impartire indicazioni vincolanti al gestore.

3.4 L'art. 53 del regolamento Consob disciplina, in attuazione dell'art. 33, comma terzo, del testo unico della finanza, l'ipotesi di delega della gestione di OICR gestiti da una SGR ad altre SGR o intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento. Per ragioni di trasparenza la Consob richiede che della delega si dia notizia nel prospetto informativo, senza peraltro (e giustamente) imporre l'obbligo di indicare il nome del delegato. Si tratta di ipotesi di diversa da quella sopra descritta, relativa alla possibile ripartizione delle funzioni di promozione e gestione tra SGR nell'ambito di una convenzione stipulata ai sensi dell'art. 52 del regolamento. La differenza va apprezzata con principale riferimento ai seguenti aspetti.

i) Affidatari della delega possono essere non solo le società di gestione del risparmio ma anche, indistintamente, gli intermediari autorizzati, compresi gli intermediari comunitari, autorizzati nel proprio Stato d'origine alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio o del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, e gli intermediari extracomunitari autorizzati nel proprio Stato d'origine alla prestazione dei medesimi servizi, a condizione che esistano apposite intese tra la Consob e la Banca d'Italia e le competenti autorità dello Stato in cui tali intermediari hanno sede. Rimane l'area "grigia" delle eventuali succursali comunitarie di intermediari non comunitari, abilitate all'esercizio del servizio di gestione dall'Autorità del paese comunitario in cui sono stabilite (e da essa vigilate). E' dubbio

se esse possano ritenersi abilitate a svolgere la funzione di “delegato” nella gestione, pur se il regime di vigilanza cui sono sottoposte potrebbe essere in tutto uguale a quello degli intermediari comunitari.

Rispetto alla previgente disciplina delle deleghe gestionali del patrimonio degli OICR, contenuta nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia (parte prima, punto G.3), va sottolineata una significativa restrizione: la disciplina richiamata, infatti, nella identificazione dell'ambito soggettivo di delegabilità a terzi operava un riferimento generico a “soggetti esterni”, circostanza questa che implicava una dilatazione notevole del novero dei possibili affidatari della delega; ora, come sopra rilevato, destinatari di incarichi di gestione possono essere unicamente, oltre alle SGR, gli intermediari autorizzati, italiani, comunitari ed extracomunitari, in presenza delle condizioni descritte in precedenza.

ii) La delega riguarda “specifiche scelte di investimento nel quadro di criteri di allocazione del risparmio da esse (società) definiti di tempo in tempo”. Simile riferimento deve essere correttamente interpretato nel senso che in capo al soggetto delegante, a differenza dell'ipotesi di distinzione tra “promozione” e “gestione”, permangono compiti di natura gestionale consistenti nella c.d. *asset allocation*; pertanto, oggetto della delega è unicamente la scelta degli specifici investimenti (c.d. *stock picking*). Va notato che al limite di natura qualitativa dell'attività delegata non consegue alcun limite di carattere quantitativo: oggetto della delega può anche essere l'intero patrimonio dell'OICR, come si evince dall'assenza del riferimento alla necessità di circoscrivere quantitativamente la portata della delega, indicando i settori o mercati relativamente ai quali la stessa viene conferita.

iii) Si richiede che la delega, a differenza della convenzione, abbia una durata determinata, salva la possibilità di revoca con effetto immediato da parte dell'intermediario delegante; inoltre, ove l'esecuzione delle operazioni non sia subordinata al preventivo assenso del delegante, si vuole sia previsto che il delegato debba attenersi, nelle scelte degli investimenti, alle indicazioni impartite periodicamente dalla società di gestione del risparmio.

Anche la delega di gestione non comporta limitazioni di responsabilità per la società delegante, che resta soggetta alle disposizioni legislative e regolamentari pur con riferimento alle operazioni compiute dal delegato. Ciò anche nel caso in cui il delegato sia un intermediario estero non soggetto ai vincoli previsti nel regolamento Consob (ad esempio l'obbligo di preimputazione degli ordini): sarà perciò necessario che il delegante assicuri l'osservanza da parte del delegato degli obblighi ivi indicati.

3.5 Se la regolamentazione Consob disciplina il momento funzionale della delega della gestione di patrimoni di OICR e ne coglie, pertanto, l'aspetto dinamico che attiene allo svolgimento dell'attività ed ai rapporti con gli investitori, nel quadro della generale finalità di garantire la trasparenza e correttezza dei comportamenti, ad essa corrisponde l'omologa disciplina della Banca d'Italia di cui al paragrafo 3, Capitolo VII, del provvedimento 1° luglio 1998, che afferisce alla

dimensione statica ed organizzativa della SGR, ed è tesa a garantire la stabilità patrimoniale ed il contenimento del rischio degli intermediari (così, BISOGNI I modelli organizzativi della SGR nella prestazione del servizio di gestione collettiva, in Le Società, 1998, p. 1137 ss.). Qui, nella definizione delle modalità di organizzazione della gestione nell'ipotesi di delega *ex art. 33*, comma terzo, del testo unico, si richiede, diversamente da quanto previsto dal regolamento Consob, che siano indicati espressamente “i settori e/o mercati in cui il delegato è chiamato ad operare”.

La richiesta di indicazione dei settori o mercati nei quali la SGR delegata è chiamata ad operare - che prima facie potrebbe sembrare di ostacolo alla possibilità di affidare in gestione l'intero patrimonio dell'OICR - non va necessariamente letta quale divieto di delega integrale, poiché non preclude l'attribuzione al delegato di un potere di gestione che si estenda a tutti i mercati o settori nei quali è possibile investire il patrimonio del fondo; l'individuazione specifica dei segmenti di attività potrebbe risultare onnicomprensiva e il riferimento alla necessità di prevedere settori o mercati di operatività del delegato, più che essere ostativo al conferimento di deleghe a carattere generale, può essere letto come legittimativo dell'affidamento di deleghe a carattere particolare, limitate, cioè, a singoli segmenti di attività.

D'altro canto, una limitazione meramente quantitativa dell'oggetto della delega porterebbe a conseguenze inique, quanto meno in quelle ipotesi nelle quali l'attività di investimento dell'OICR è interamente dedicata a settori o mercati che richiedono specifiche competenze; in siffatta ipotesi la delega non può che essere generale, non essendo immaginabile che il delegante conservi il pieno potere gestionale solo in relazione ad una parte del patrimonio, senza che ciò trovi ragione in una diversità dei mercati o settori nei quali si effettuano gli investimenti (ancora BISOGNI, ivi).

Ulteriore conferma della lettura proposta si trae dal raffronto tra il paragrafo 3) del provvedimento della Banca d'Italia e le previgenti Istruzioni di Vigilanza, nella cui parte prima, al punto G.3, si affermava che “non sono consentite forme generali di delega tendenti, di fatto ad esautorare il consiglio di amministrazione dalle scelte strategiche di investimento e a conferirgli un ruolo marginale nell'esercizio dell'attività gestoria”; la mancata riproposizione di un divieto siffatto nella nuova regolamentazione di vigilanza sembra appunto legittimare una delega a carattere generale.

3.6 La duttilità organizzativa che si ricava dall'ammissibilità di deleghe gestionali generali, che a pieno titolo rientrano nel solco del descritto processo di segmentazione e specializzazione delle attività che compongono il servizio di gestione collettiva del risparmio, trova ulteriore manifestazione nell'ultimo capoverso del paragrafo 3) del regolamento Banca d'Italia in materia di organizzazione e controlli interni.

L'organo di vigilanza, infatti, nel disporre che il gestore, se diverso dalla società promotrice, debba informare quest'ultima circa la scelta del delegato, chiaramente afferma la possibilità, sul piano organizzativo, di una tripartizione funzionale tra soggetti: (i) la SGR promotrice, che promuove, istituisce e organizza i fondi comuni di investimento e cura

l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti, (ii) il gestore (necessariamente SGR), che compie la scelta del profilo strategico della gestione, (iii) l'intermediario delegato (non necessariamente SGR), che effettua le singole scelte di investimento.

IV. LE SGR COME SOCI E CENTRO DI AGGREGAZIONE DEI PICCOLI AZIONISTI

4.1. Come ben noto, uno dei principi ispiratori della delega legislativa che è dietro al testo unico della finanza è la "tutela delle minoranze". Non certamente l'unico, né a mio avviso il principale, ma comunque un principio importante che sorregge diverse parti del decreto legislativo n.58 del 1998.

Non è esplicitato nel testo unico cosa sia da intendersi per "minoranza" (o "minoranze"), e ciò da taluno è stato ritenuto un limite, o una (voluta ?) ambiguità del legislatore delegato.

In realtà di *minoranza* si parla pochissimo nel T.U.: ne parla direttamente soltanto la Sezione II del Capo III del Titolo III della Parte IV, rubricata appunto "tutela delle minoranze" (articoli da 125 a 135); all'interno di tale sezione, poi, il concetto si ritrova a sua volta espressamente menzionato solo nella rubrica dell'articolo 125, riferito alla convocazione dell'assemblea "su richiesta della minoranza"; fuori di tale sezione si ritrova la nozione una sola volta, nell'art.148, comma 2, sul collegio sindacale, ove si legge che almeno un sindaco (o due, per collegi composti da più di tre membri) deve essere "eletto dalla minoranza".

Dal complesso della nuova disciplina delle società quotate emerge peraltro, con certezza, un generale *favor* per la creazione di "centri di potere" alternativi al gruppo di controllo all'interno delle società con base azionaria aperta e dunque, mediamente, per l'aggregazione di queste (non definite e poco menzionate) minoranze attorno a "centri esponenziali" idonei a consentire alla massa dei piccoli azionisti di uscire dal loro "razionale disinteresse" (secondo la fortunata espressione di BERLE e MEANS, Modern Corporation and Private Property, New York, 1932) per la gestione della società in cui hanno investito parte del proprio denaro.

4.2 In punto di rappresentanza degli interessi della(e) minoranza(e) in seno agli organi delle società quotate la scelta degli estensori del testo unico è stata quella di limitare al minimo l'intervento *imperativo*, delegando all'autonomia statutaria l'adozione di regole più pervasive (cfr. art. 148). La ricerca di regole ulteriori, che ad esempio consentano la presenza di rappresentanti delle minoranze anche all'interno del consiglio di amministrazione, ovvero incanalino in una linea di confronto e autentica dialettica il rapporto fra consiglio e organi delegati, o ancora attribuiscono poteri ulteriori ai sindaci, non solo non va contro lo spirito del testo unico, ma anzi tende a dare completa attuazione ai principi ispiratori della nuova legge. Appare, al riguardo, del tutto logico che siffatte regole *ulteriori*, da trasporre negli statuti, siano frutto di negoziazione fra maggioranza e "minoranze" e possano essere ispirate da soggetti, bensì minoritari ma "forti", che fungano da centro di aggregazione dei piccoli azionisti e da portatori di interessi "diversi"

(non necessariamente contrapposti, ma necessariamente non coincidenti) da quelli della maggioranza, o del gruppo di controllo.

Proprio in questa “negoziazione” sta lo strumento migliore di “tutela delle minoranze”. Infatti, tutelare le minoranze non vuol dire (solo) consentire ai singoli azionisti l’esercizio dei diritti individuali del socio, ma anche e soprattutto favorire *l’aggregazione* dei soci minoritari, cogliendo fino in fondo il suggerimento degli estensori del testo unico, che proprio queste “aggregazioni” hanno inteso favorire. Sono le “aggregazioni” di soci che possono negoziare con il gruppo di controllo, non certo i singoli.

Il testo unico vuole che le minoranze si coagulino intorno a centri esponenziali dei loro interessi, anche se poi resta giustamente neutrale circa le modalità dell’aggregazione, soltanto lasciando intendere che un ruolo “aggregante” potrebbe essere esercitato da investitori istituzionali, e in specie gestori di patrimoni (cfr. art. 139, comma 2), o da associazioni di azionisti (cfr. art. 141).

La non soddisfacente esperienza francese delle associazioni di azionisti legalmente riconosciute (cfr. da ultimo TORINO in *Riv.dir.comm.*, 1999), nonché i problemi di effettiva rappresentatività e democrazia interna delle strutture di tipo associativo, sembrano far propendere per gli investitori istituzionali come possibile centro di “contropotere” rispetto al gruppo di controllo.

L’investitore istituzionale, che mira alla massima redditività dell’investimento e non al controllo dell’emittente, sembra invero poter dare migliori garanzie di trasparenza, ferma restando la necessità di vigilare attentamente sui possibili conflitti di interesse.

4.3 Come si è visto, la società di gestione del risparmio (SGR) è abilitata a svolgere sia il servizio di gestione collettiva che il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento (art. 33 t.u.). Non solo, ma la SGR è altresì abilitata a gestire in regime di delega il patrimonio delle SICAV (art. 43, comma 7, t.u.), il patrimonio di fondi comuni costituiti da altre SGR (art. 36, comma 1, t.u.), nonché il patrimonio affidato ad altre SGR con mandato di gestione individuale (art. 24, comma 1, lett. f, t.u.). A ciò si aggiunga che le SGR possono istituire e gestire fondi pensione (art. 33, comma 2, lett. c, t.u.), come peraltro già previsto dall’art. 6, comma 1, lett. c, d. lgs. n. 124 del 1993. Le SGR, infine, possono anche raccogliere deleghe di voto ex art. 139 t.u.

La capacità della SGR di porsi quale gestore “unico” del risparmio indirizzato verso l’investimento azionario, nelle varie forme previste dalla legge, ne fa un soggetto potenzialmente idoneo a svolgere quel ruolo di “aggregazione” di cui si diceva. La scelta legislativa in tal senso appare sufficientemente chiara, sia là dove impone alle società di gestione di svolgere esclusivamente attività gestoria (art. 33 t.u.), a differenza del modello francese delle *sociétés de gestion de portefeuilles*, che sono invece, come si è visto, tendenzialmente polifunzionali; sia là dove ad esse attribuisce espressamente l’esercizio del voto (art. 40, comma 2, t.u.), anche nel caso in cui operino in regime di delega (art. 40, comma 3, t.u.); sia infine non prevedendo più

limiti all'investimento del patrimonio in gestione finalizzati ad evitare la possibilità di controllo sull'emittente.

A tale ultimo proposito va evidenziato che limiti di investimento finalizzati ad evitare il controllo nell'emittente potrebbero ancora essere riproposti per via regolamentare. Non di meno, se anche un limite dovesse essere individuato, esso tuttavia potrebbe essere soltanto riferito all'insieme dei fondi gestiti, forse anche in regime di delega, ma certamente non si applicherebbe alle gestioni individuali, dove sussiste comunque la possibilità di delega ai sensi dell'articolo 24, comma 1, t.u., sia pur con delega individuale per singole assemblee. Né si applicherebbe ai fondi pensione eventualmente gestiti, di istituzione propria o di terzi, per i quali varrà il limite della legislazione di settore, che prevede comunque un limite del 5% globale per i fondi pensione gestiti dalla medesima società. Conseguentemente, se anche si mantenessero i ricordati limiti soggettivi, la medesima SGR potrebbe detenere nelle sue gestioni complessivamente l' $x\%$ del capitale di un'emittente, che si cumulerebbe con un ulteriore 5% che potrebbe acquisire attraverso i fondi pensione, più un $y\%$ che potrebbe raccogliere dalle gestioni individuali.

E' allora pensabile che nel futuro avremo grandi gestori che costituiranno la vera "minoranza qualificata", i naturali centri di aggregazione dell'azionariato diffuso, e che dovranno dimostrarsi in grado di instaurare una proficua dialettica con il management, nello spirito del progetto del legislatore delegante e del legislatore delegato che, come detto, mira ad una tutela della minoranza indiretta, cioè attraverso la creazione di un "contropotere", di una dialettica interna, di una maggiore trasparenza.

4.4 Ci si domanda però, con insistenza, se effettivamente sussista un interesse degli investitori istituzionali a servirsi dei poteri attribuiti alle minoranze. E' ovvio che se la risposta fosse negativa, ciò comprometterebbe in radice ogni possibilità di coagulare intorno ad essi il "peso" dell'azionariato diffuso.

Le perplessità sembrano riposare in ciò, che i poteri attribuiti alle minoranze dal testo unico (collegati al possesso del 5% del capitale sociale), azione di responsabilità, convocazione dell'assemblea, denuncia al tribunale, sono poteri "di rottura", poteri il cui esercizio è "price sensitive", cioè incidente sul valore del titolo. Per tale ragione si pensa che l'investitore istituzionale tendenzialmente non avrebbe interesse a esercitarli, potendo al massimo servirsene come strumento di negoziazione con la maggioranza e con il management, come "minaccia" per ottenere maggiore informazione sulla gestione della società partecipata.

In realtà, però, se l'investitore istituzionale davvero non ha interesse ad esercitare questi poteri - e il suo "disinteresse" è noto al management - anche la possibilità di minacciarne l'uso è assai modesta. A mio avviso il discorso è un altro: l'investitore istituzionale può indursi ad esercitare siffatti poteri solo in casi eccezionali, di fronte ad un effettivo rischio di pesanti perdite nel valore del suo investimento. In tali ipotesi anche l'esercizio di un potere "di rottura" può giustificarsi. E comunque, di norma, non è la minaccia di un'azione di responsabilità, quanto la minaccia di un massiccio disinvestimento, a dover condizionare il management.

Si aggiunga, poi, che l'investitore istituzionale può giocare un ruolo determinante - come l'esperienza sta dimostrando - nelle offerte pubbliche di acquisto, anche (ma non solo) per il peso del suo voto nelle assemblee ex artt. 104 e 126 T.U..

4.5 Se appare dubbio, o comunque fortemente sconsigliabile, che siano introdotti per via regolamentare limitazioni quantitative alla detenzione di partecipazioni da parte dei gestori per prevenire rischi di controllo o influenza dominante sulle emittenti, sembra invece normale che limitazioni ulteriori possano giungere dalla autoregolamentazione.

In effetti un intervento di "autoregolamentazione" vi è stato già prima del testo unico; nel *codice deontologico* adottato, nel 1995, dall'Associazione di categoria (Assogestioni) si rinviene infatti una previsione del seguente tenore: "Gestione delle società partecipate e partecipazione alle assemblee. Le società di gestione non possono vincolarsi a sindacati di voto o di blocco. Tutti coloro che nelle società di gestione hanno deleghe di gestione di portafogli di terzi non possono far parte del consiglio di amministrazione delle società le cui azioni siano presenti nei patrimoni in gestione. Ove le società di gestione partecipino alle assemblee delle società le cui azioni sono presenti nei patrimoni in gestione, il voto deve essere espresso liberamente, nell'esclusivo interesse dei clienti. Al voto espresso dalla società di gestione deve essere data la massima trasparenza. Dei comportamenti tenuti in assemblea, in relazione alla loro rilevanza, viene informata la clientela nella relazione al rendiconto annuale o in altra forma."

Questa esperienza dimostra che la via dell'autodisciplina è possibile anche nel nostro sistema, e che essa può costituire una efficace integrazione della disciplina legislativa, di rango primario e secondario. Non solo, ma la volontà manifesta di rendere trasparente l'esercizio del voto sembra muoversi nella giusta direzione, anche in chiave preventiva di possibili conflitti di interesse (cfr. art.40, comma 1, t.u.).

Recentemente, peraltro, il codice deontologico dell'Assogestioni è stato sottoposto a critica, sostenendosi che non vi è alcun motivo per cui le società di gestione si autoinibiscano la partecipazione a sindacati (di voto e di blocco) indipendentemente dalla quantità delle partecipazioni sindacate. La critica muove dalla valutazione che i patti di sindacato potrebbero favorire il formarsi di coalizioni indispensabili per esercitare un efficiente controllo sulla gestione (COSTI, Risparmio gestito e governo societario, in Giur. comm., 1998, I, p. 313 ss).

La critica è senz'altro ragionevole. Non si tiene però conto del fatto che il codice deontologico è stato redatto nel vigore del precedente sistema legislativo e che già forse potrebbe oggi, alla luce del testo unico, leggersi il regolamento autodisciplinare proprio nel senso suggerito, e cioè nel senso che il divieto operi solo là dove il sindacato sia in grado di esercitare una influenza dominante sull'emittente e là dove la partecipazione sindacata sia a sua volta tale da permettere di esercitare influenza dominante nel sindacato.

Va notato, al riguardo, come l'intera norma deontologica sopra riportata si proponga di evitare critiche circa i possibili conflitti di interesse fra gestore e risparmiatori che hanno conferito il proprio patrimonio. Critiche che, come si viene dicendo, continuano ad essere formulate ancor oggi, sì che perfettamente comprensibile appare la prudenza degli intermediari.

Non va poi dimenticato un “nodo” cruciale della disciplina che stiamo esaminando: il gestore deve sempre far sì che la sua posizione non sia bloccata, il suo l’investimento deve essere sempre liquidabile. Altrimenti, negata la via dell’*exit*, anche il suo potere di negoziazione con il *management* si riduce.

In altri termini, predicare un ruolo attivo del gestore nelle grandi società quotate, quale centro di aggregazione di interessi *diversi* da quelli del gruppo di controllo, non vuol dire necessariamente pensare ad uno scenario in cui il gestore, avendo acquistato una partecipazione consistente, di fatto incontra difficoltà nell’uscire dalla società partecipata (in questo senso è invece l’auspicio di COSTI, *ivi*).

L’investitore istituzionale deve sempre avere aperta la scelta fra *exit* e *voice* e poter prendere l’una o l’altra decisione avendo come unico obiettivo l’interesse alla massima valorizzazione dell’investimento effettuato per conto della clientela.

Esula con certezza dagli obiettivi del gestore di patrimoni il controllo sull’emittente. L’auspicata capacità di “negoziare” con il *management* deve proporsi esclusivamente l’obiettivo di garantire una gestione efficiente della società partecipata.

In questo senso, a mio avviso, è indicativa la disposizione del regolamento Consob sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti (n. 11715/98), che consente agli intermediari gestori di comunicare l’acquisto di partecipazioni fra il 2 e il 5 per cento non, come normale, nei cinque giorni dall’acquisto, ma entro l’assemblea successiva (art. 5, comma 3): in molti casi, infatti, l’acquisizione potrebbe esser stata motivata da mere finalità di trading cui è estranea ogni volontà di “pressione” sulla gestione della società.

4.6 Conclusivamente, non può che ribadirsi il valore precettivo pieno dell’enunciato dell’art.40, comma 2, t.u., per il quale “la società di gestione del risparmio provvede, nell’interesse dei partecipanti, all’esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti (...)”.

Per quanto, in particolare, riguarda il diritto di voto, il testo normativo rimuove in radice ogni dubbio circa l’ascrivibilità dello stesso alla società di gestione. Chi ancora pensasse che per garantire l’adeguatezza dell’attività di questa all’interesse preconstituito dei clienti che hanno conferito il proprio patrimonio (un interesse cui è certamente estraneo ogni obiettivo di governo delle imprese nelle quali il risparmio conferito è investito) sia raccomandabile “sterilizzare” il diritto di voto dalle partecipazioni azionarie incluse nel patrimonio in gestione - quand’anche queste, per la categoria d’appartenenza, lo possedano - non formulerebbe che un auspicio di riforma legislativa. La scelta del legislatore non è nel senso della privazione del diritto di voto ma del limite e della funzionalizzazione del suo esercizio all’interesse dei partecipanti (cfr. SPADA, Il voto dei gestori di fondi comuni, parere inedito, 1996).

Gli investitori istituzionali, invero, sono soggetti il cui contegno si distacca tanto da quello degli azionisti che intendono utilizzare la partecipazione come strumento di governo dell’impresa, quanto da quello degli azionisti-risparmiatori, latitanti dal mercato azionario non meno che dalla direzione dell’impresa alla quale partecipano. Gli investitori istituzionali si interpongono, infatti,

tra formazione del risparmio disposto all'investimento azionario e formazione del capitale di rischio delle imprese che a quel risparmio attingono, garantendo una selezione ed una gestione professionale degli investimenti, nel segno della diversificazione e della stabilità dei rendimenti (ancora SPADA, *ivi*).

All'assenteismo dell'azionariato risparmiatore gli investitori istituzionali possono sostituire una vigilanza professionale sul *management* delle società alle quali fanno affluire capitale di rischio. E la disponibilità, da parte dell'investitore istituzionale, di una partecipazione *integra* - corredata cioè di tutte le situazioni soggettive che la compongono a seconda della categoria nella quale risulta qualificabile - è condizione di assolvimento dei compiti che ad esso il testo unico sembra affidare. Se appare irrealistico educare il risparmiatore all'autotutela, la presenza di investitori istituzionali seri funge, ad un tempo, da veicolo di razionale allocazione delle risorse e da strumento di protezione di un risparmio più o meno "inerte", anche e soprattutto culturalmente.

FUND MANAGER COMPENSATION SCHEME AND INVESTMENT PERFORMANCE: AN EMPIRICAL INVESTIGATION

G. D'Agostino^(*)

1. INTRODUCTION

The US Investment Advisers Act of 1940 generally prohibited incentive-based performance fees⁽¹⁾, including any compensation based on performance relative to a benchmark index. In 1970, this act was amended allowing investment companies and those advisers whose clients had at least \$1 million under management to use performance-based compensation contracts only if symmetric⁽²⁾. Some years later the Securities and Exchange Commission revised the threshold level⁽³⁾ and imposed specific disclosures to be made to clients entering into these contracts. In 1998 the Commission adopted amendments to the above rule providing “*investment advisers great flexibility in structuring performance fee arrangements with clients who are financially sophisticated or have the resources to obtain sophisticated financial advice regarding the terms of these arrangements*”⁽⁴⁾.

(*) Consob, Divisione Intermediari, Via della Posta 8/10, Milano. E-mail: g.dagostino@consob.it.

This paper grew out of my MA dissertation. I am grateful for all the helpful comments on earlier drafts made by Giovanni Siciliano (CONSOB). Full responsibility for any errors and opinions expressed is, of course, my own.

(1) “No investment adviser shall make use of mails or any means ..., directly or indirectly, to enter into, extend, or renew any investment advisory contract, ..., if such contract: 1) provides for compensation to the investment adviser on the basis of a share of capital gains upon or capital appreciation of the funds or any portion of the funds of the clients; ...” (The Investment Advisers Act, 15 -80b-5).

(2) These contracts “provide for compensation based on the asset value of the company or fund under management averaged over a specified period and increasing or decreasing proportionately with the investment performance of the company or fund over a specified period in relation to the investment record of an appropriate index of securities prices or such other measure of investment performance as the Security and Exchange Commission by rule, regulation or order may specify” (The Investment Advisers Act, 15 -80b-5).

(3) *In 1985 the Securities and Exchange Commission adopted rule 205-3 permitting performance fee contract only to clients with at least \$500.000 under the adviser’s management or with a net worth of more than \$1.000.000.*

(4) *The amendments to rule 205-3 eliminated specific contractual and disclosure requirements and revised client eligibility criteria under the rule [(a)clients with at least \$750.000 under management with the adviser or more than \$1.500.000 of net worth; (b)clients who are “qualified purchasers” and (3) (continued...)]*

According to the SEC, the potential for the adviser under a performance fee arrangement is to engage in excessive risk taking. This position has found support in some theoretical works⁽⁵⁾.

Nevertheless, unlike the institutional emphasis, much of the recent literature on portfolio management has not been concerned with the form of agency contract, focusing rather on performance measurement questions. Moreover, only few empirical studies have directly analysed the relationship between performance and the fund manager reward schedule. The present study has been conducted in the attempt to provide insights into this field. The aim of the research is to test whether investors pay an equitable compensation to fund managers, that is whether different reward schedules reflect agents' different abilities (i.e., nature and quality of information owned).

This study compares performance of mutual funds to infer information about the influence of managers' incentives on their investment behaviour, in terms of market timing and selectivity, systematic risk level and noise trading. In addition, the dependence between base compensation and assessment of managers' quality was also analysed. Empirical tests were applied to a sample of Italian mutual funds with a large part of their portfolios invested in Italian stocks and bonds.

The context of the research is the investigation of a principal-agent relationship in the investment management industry. In the relationship between mutual fund managers and investors, as in all agency relationship, problems arise due to the presence of asymmetric information. The investor cannot freely and directly know the information supplied by manager in the portfolio management service. The investor receives only *ex post* information by observing portfolio choice and performance results. From the observed results, the investor can neither distinguish the effects of the manager's action from the effects of the randomly determined state of nature, nor infer the *ex ante* risk level. The manager does not have incentive to intensify his efforts in acquiring information for portfolio selection unless the investor constructs a contract that provides the proper incentives.

In an attempt to investigate this issue, a new approach for performance evaluation was derived from the Merton and Henriksson-Merton model, so as to encompass their theoretical innovation in the agency framework. The indirect result was to design a contract for portfolio management including a risk sharing rule that allows investors to recognise target (or contractual) level of systematic risk from the speculative components based on manager's forecasting ability.

This paper is organised as follows:

(4) (...continued)
knowledgeable employees of the investment adviser] (Securities and Exchange Commission, Release n. IA-1731, File n.S7-29-97).

(5) According to Starks (1987) performance fee schedule, if asymmetric, has a potential for manager divergent behaviour in terms of excessive risk taking with respect to the client's desire and lower amount of research expenditure. Das and Sundaram (1998) show that in absence of leveraging the equilibrium fee is a flat (base) fee with no performance component; when leveraging is permitted the equilibrium fee is an incentive fee with a large performance component.

in Section 2, the theoretical framework of agency contracting with regard to mutual funds is described and a theoretical connection between market efficiency and the existence of portfolio managers is established. Besides this, a review of the literature on the optimal compensation schemes for fund managers outlining the implications for their investment behaviour is reported; in Section 3, a specification of the managers compensation function and a description of two models for performance evaluation are presented. A new version of the Merton and Henriksson-Merton model is derived for the purpose of the research; and finally, the hypotheses tested in this paper are displayed; Section 4 describes the data and the methodology employed in the empirical investigation; Section 5 details the results of the equations estimated to support the models; Section 6 reports a summary of the results and the findings.

2. THE THEORETICAL FRAMEWORK

2.1 THE NATURE OF AGENCY PROBLEMS

The literature on the principal-agent relationship is very wide and extensively used to explain different situations in many contexts. This section is focused to show the framework of the general theory, appealing to the classic papers by Ross (1973, 1976), Holmstrom (1979) and Shavell (1979).

In the context of mutual funds, the term “agency” refers to the fact that investment decisions are delegated to fund managers (i.e. *agents*) performing on behalf of other parties, the fund-shareholders or investors (i.e. *principals*)⁽⁶⁾.

As pointed out by Ross (1973), the basis for an agency relationship is that the agent may possess “better or finer” information about the states of the nature than the principal. Delegation of investment decision-power may give rise to moral hazard problems as long as the agents’ actions are not subject to full monitoring by principals. Unresolved agency problems may lead to Pareto inefficient allocation of resources in terms of the principals’ interests. They can be mitigated by reducing the difference in objectives of the parties through the design of appropriate contracts.

The standard economic theory of agency applied to mutual funds is based on the relationship between fund shareholders, treated as a single principal, who provide capital and consequently possess a right to the end-of-period value of the fund, and fund managers paid to supply efforts in acquiring and processing information for an optimal portfolio selection. Usually, managerial compensation is related to the nature of the claims of the principals to the fund value.

(6) *In general terms, agencies’ problems may arise from conflicting interests among parties within a corporate firm, such as management, security holders and employees, and among these and outsiders, such as customers, suppliers and the government.*

The sharing of risk among principals and agents is a central issue to an agency problem. Since the end-of-period value of the fund is uncertain when contracts are settled, the contractual distribution of this value between the principal and the agent implies a given risk sharing. Enforceable contracts define exactly each party's share in the observed value of the fund.

One fundamental assumption of the theory is that agents and principals have independent utility functions and act to maximise their expected utility related to the level of their end-of-period wealth.

A second crucial assumption is that each party recognises the self-interest motivations of the other, that is agents and principals know each other's utility function. As a consequence, agents use the delegated power to promote their own welfare, regardless of the best interests of the principals, but their divergent behaviour can be prevented by the principals.

Thus, since agents do not supply their best efforts unless these are consistent with their expected utility maximising objective, the principal's problem is reduced to the choice of the "best" compensation scheme for the agent. Naturally, the term "best" refers to the Pareto-optimality. A contract (i.e., a sharing rule) is Pareto-optimal if there is no other contract which would increase the welfare of one party without reducing the welfare of the other. This implies that they find a solution by designing the contract as a result of the bargaining process.

As for the form of the agent compensation scheme, it is clear that it can depend only on variables observable ex post by both parties, so that there should be no ambiguity in the amounts payable to agents for their services.

The immediate variables of interest to agents and principals are:

- a. the agents' efforts;
- b. the fund end-of-period value (i.e. the outcome);
- c. the risk tolerance (or aversion);
- d. the state of the nature affecting the performance.

While the outcome and the realised state of the nature are always presumed observable by both parties, the agent's efforts may not be observed by the principal.

"Observability" of the agent's effort introduces the incentive issue to the theory of agency. The incentive problem is related to the existence of moral hazard due to the unobservable efforts of the manager. After contracting is concluded, a moral hazard problem arises when the consequences of the agent's effort cannot be separated, without ambiguity to the results, from the effects of other random events, (that are beyond the control of agent) only by observing the outcome. In this case, managers and principal may seek to employ certain signals or parameters that convey information about the supplied efforts.

In this context, the principal's problem is to design a compensation scheme, that induces the manager (agent) to supply the optimal effort for a given state of the world s . Therefore, the objective is to design a contract that is optimal in a utility maximising sense.

2.2 MORAL HAZARD, MARKET EFFICIENCY AND THE RATIONALE FOR FUND MANAGEMENT

In the standard theory of agency, the content of the agent's effort is not specified. In the context of the portfolio management problem, the agent's efforts are often intended as the amount of information supplied by managers (Kihlstrom, 1988; Golec, 1992) or, more precisely, as their skill in acquiring and interpreting information related to the movements in security prices for an optimal portfolio selection (Stoughton, 1993)⁽⁷⁾.

Since the agent is assumed to possess "better or finer" information about the states of the economy than the principal, we can refer to the fund managers as informed individuals, whereas the fund-shareholders (investors) deem themselves to be uninformed individuals. Moreover, neither the efforts to collect information nor the quality of information itself can directly be monitored by investors.

Thus, in the presence of asymmetric information and moral hazard, investors are concerned with the design of an appropriate compensation scheme for fund managers so that they are motivated to acquire information and to disclose it truthfully through the portfolio choice. This implies that investors believe there to be some degree of exploitable inefficiencies in the financial markets that allow portfolio managers to gain extra-return by applying a costly searching process. Therefore, as known, if prices, at all times, fully and unequivocally reflected publicly available information, there would not be enough incentive for market traders to cover the cost of collecting information. As pointed out by Grossman-Stiglitz (1980), "*there is a fundamental conflict between the efficiency with which market spread information and the incentive to acquire information*".

In the Grossman-Stiglitz model (1980), informed individuals are those who employ resources to obtain information for trading on risky securities and receive compensation from this activity. Nevertheless, since the security price system conveys information from the informed to the uninformed traders, who just observe the prices, an equilibrium in the market does not exist. This occurs since, when prices reflect all the information, each informed trader feels that he does not have incentive to purchase information and "*do as well as a trader who pays nothing for information*". But again, each trader, observing the reduction in the informational role of the security prices, presumes that there are "relative benefits" from becoming informed. Therefore, the market never remains in equilibrium.

One of the main conjectures of the Grossman-Stiglitz model, for the purposes of this research, is that the magnitude of noise reduces the informative power of the price system and hence, in turn, lowers the expected utility of the uninformed traders. Thus, it may argue that

(7) *In the performance evaluation literature there is a fundamental distinction between timing ability and selectivity (or selection) ability. The two terms are related to the managerial capacities to respond, respectively, to the economic-wide signals and to the signals on individual securities. For details see Section 3.*

market noise (as factual expression of uncertainty⁽⁸⁾) to some extent constitutes an economic explanation for the existence of the fund management⁽⁹⁾.

Indeed, the rationale is that portfolio managers are perceived by uninformed investors as capable to distinguish variation in price due to a change in the information set from variation which results from a change in aggregate demand and supply of securities.

It is known that in addition to the outcome, other possible relevant variables, observable by both parties, can be used in contracting as a signal of the agent's efforts to improve the expected utilities of the principal and the agent (Holmstrom, 1979; Shavell, 1979). In the context of this section, we can say that fund managers use signals, apart from the realised performance, to convince investors that they are informed individuals and, hence, to increase the reward for their activities.

As shown by Trueman (1988), managers of investment funds might have an incentive to carry out noise trading⁽¹⁰⁾ *“even though it is not expected to result in positive returns”*⁽¹¹⁾. The basic argument is that the manager's compensation is related to the investor's belief in his ability to collect private information concerning current and potential investments. But, in turn, this ability depends either on the precision of the information owned or on the frequency with which he purchases and trades on such private information. However, since investors cannot infer whether the manager receives private information by observing the total amount of trading, managers will attempt to induce investors to believe that a positive correlation exists between the owned information and trading. Thus, fund portfolio managers will have an incentive to trade more than is justified on the basis of private information alone. Actually, the absence of trading on risky assets would strongly indicate to investors that the managers did not seek private (i.e., not publicly available) information to gain abnormal returns.

From this main thesis Trueman derives an important corollary: an uninformed manager will have a greater incentive to trade in riskier assets, that is the amount of noise trading will increase with the riskiness of the fund's investments. In fact, because the prices of riskier assets present a greater volatility, it is more likely that only informed traders take positions on those, but, by doing this, uninformed traders can conceal their condition.

(8) F. Black (1986) (page 529) states: *“Noise is information that hasn't arrived yet. It is simply uncertainty about future demand and supply conditions...”*.

(9) This point of view is derived from F. Black (1986) (page 534) (*“Noise creates the opportunity to trade profitably, but at the same time makes it difficult to trade profitably”*) and from Grossman-Stiglitz (1980) (page 399) (*“An increase in noise increases the proportion of informed traders,...,reduces the informativeness of the price system; but it increases the returns to information and leads more individuals to become informed”*).

(10) Noise trading can be defined as *“trading on noise”*, that is without any informational base.

(11) Trueman (1988) page 83.

Finally, we can now establish some useful connections between the thesis of the Grossman-Stiglitz model and Trueman's theory. Given the presence of adverse selection and moral hazard, noise trading can be considered not only as a means used by portfolio managers to signal to investors that they are informed, but also the result of a rational strategy undertaken to reduce the capacity of the market prices to reveal possible future movements⁽¹²⁾ and thus to increase the returns on information. In this sense, portfolio managers can maintain that they employ resources to search for private information and they trade on that, without risk of disclosing their true informative state. In this framework, when information is costly, there is a trade-off between market efficiency conditions and the incentive to acquire information and, hence, the demand for fund shares.

Given the difficulties of evaluating the managerial ability to collect information or to carry out precise forecasts, the contract structure (that is the manager's compensation scheme) has a serious role to play.

2.3 THE CONTRACT DESIGN FOR FUND MANAGER: A BRIEF REVIEW OF THE LITERATURE

In this sub-section, the special features of economic research on agency problems with regard to delegated portfolio management are reviewed to account for the alternative solutions to the contract form for portfolio managers.

The main concerns of theoretical modelling for the fund manager-investors relationship have been the shape of the contract under asymmetric information and the potential implications in terms of the agent's undesirable behaviour. Thus, models explicitly take into account the fact that the manager's behaviour is endogenously determined by the evaluation and reward schemes employed.

Two different approaches have been followed in the construction of models: the "signalling" and the "performance" approaches.

In signalling models, since the opportunity to observe historical performance may have little value, the principal's goal is to attract agents with a high level of prediction precision on risky asset returns and to cut out agents with lower precision levels. The compensation scheme is designed to encourage the hired portfolio manager to reveal truthfully his information state either directly to the investors (Bhattacharya and Pfleiderer, 1985; Stoughton, 1993) or indirectly through his portfolio choice (Kihlstrom, 1988; Huberman and Kandel, 1993). Linear and non-linear contract forms are compared with the first-best solution (Bhattacharya and Pfleiderer, 1985; Stoughton, 1993). These schemes have very different implications for the manager's motivation

(12) Trueman (1988, page 92) himself concludes "noise trading will still prevent prices from fully revealing all private information" and (page 93) "While some trading based on private information will occur, it is expected that there will also be some noise trading generated by those who want to mimic the action of informed investors".

to acquire information and to transfer the benefits of such information to investors. Although the quadratic contract leads to sub-optimal risk-sharing, Stoughton (1993) shows that this negative aspect is economically less significant when the investor is a large (risk-tolerant) principal.

In performance models, fund managers and investors are assumed to believe that assets are priced according to a linear return generating process (i.e. single index model, CAPM or APT). Thus, the fee schedule is designed as a linear function of systematic and unsystematic risk components (Ramakrishnan and Thakor, 1984; Golec, 1992; Starks 1987).

2.3.1 *The Signalling Approach*

In the general signalling models, since effort is unobservable, the only enforceable contracts are those relating the manager's compensation to the prediction of the return on risky assets. Nevertheless, investors cannot directly observe the portfolio managers' forecasting abilities; they can only observe the portfolio chosen. Actually, the portfolio choice will act as an informative signal of the prediction. In this situation, manager's compensation is made dependent on the portfolio choice and the return actually paid by the risky security.

Bhattacharya and Pfleiderer (1985) provide further development about the appropriate fee scheme. Each time the agent adjusts the portfolio position for the principal after having announced the prediction of the return. Ex post, the investors assess the goodness of the prediction by examining the portfolio composition and reward the agent on that basis⁽¹³⁾. This contract works by imposing a risk of prediction error so that the manager has the incentive to report his private information accurately.

In Huberman and Kandel's model, the remuneration of the fund managers is affected by both their ability to trade and their reputation based on the market's frequent evaluation of their performance and the portfolio composition. A manager's reward is a proportion of the wealth he manages. The amount of wealth he manages depends on his reputation. The reputation is subject to the quality of his forecast for the risky asset return. The more accurate the manager's perceived prediction, the more money the clients allow him to manage.

The relationship between the manager and market fits into a signalling model:

- the manager signals his type (high or low) using the portfolio choice;
- the market receives the signal and derives additional information from the realised return on the risk investment.

In this adverse selection environment, the better manager will try to signal his quality and the bad manager will try to hide his poor quality. Since the only instrument available to them is

(13) *Actually, this model embodies the possibility that the portfolio policy might be implemented directly by the principal.*

the choice of portfolio weights, this choice will be influenced by the competition among the managers.

The manager of the lower type chooses his optimal portfolio, and the manager of the higher type exaggerates his position for the risky asset relative to his optimal level. In this model the undesirable behaviour of the manager with high precision (i.e. the exaggeration on taking a riskier position) is undertaken to prevent the lower type from imitating him.

In Trueman's model, the investment manager's compensation is assumed to be a linearly increasing function of the funds' portfolio end-of-period market value. The total amount invested in the fund by investors at the beginning of the period of investment is set as function of the investors' perception of the manager's ability to generate positive returns on their investment, that, in turn, depends on their assessment of the probability that the manager receives private information for each period. In the Trueman's model, the fund manager signals to the investor that he is informed by increasing the trading volume on riskier assets.

2.3.2 The Performance Approach

In the context of the performance models, Ramakrishnan-Thakor (1984) assume that a managerial linear incentive contract consists of three components:

- i) a constant;
- ii) a part depending on the specific (or unsystematic) return;
- iii) a part depending on the market return.

The principal must optimise the market portfolio value by searching for the appropriate weights to assign to these three components. If managerial actions are not observable ex post, the Pareto optimal incentive contract will depend on the realised unsystematic (or specific) return of the asset as well as the market return.

Ramakrishnan-Thakor argue that specific risk is inconsequential for risk sharing purposes. Its presence in equation for the optimal contract is simply to motivate the manager to take the optimal action. Systematic risk is important for risk sharing purposes because the principal is concerned with the market risk he bears. Since the asset total return contains both risks, a contract contingent on the asset total return will obviously accomplish some risk sharing and have some motivational effects.

In Golec's performance approach study, the starting point is a traditional linear incentive fee:

$$\Phi(k_b, K_i, R_p, R_X, A) = K_b A R_p + K_i A (R_p - R_X) \quad (1)$$

where K_b and K_i are the base and incentive fee parameters, respectively, R_p is the gross return on the managed portfolio and R_X is the return on the index portfolio; A is the total value of the portfolio assets. The index portfolio is assumed to be perfectly diversified so that $R_X = \beta_X M$ (where M is the market portfolio).

Therefore, the expected fee paid to the fund manager can be expressed as:

$$E(\Phi) = \left[\beta_p K_b + (\beta_p - \beta_x) K_i \right] A \bar{M} + \left[K_b + K_i \right] A I \quad (2)$$

where I is the non-random portfolio return due to information supplied by the manager.

This fee schedule rewards the agent for two services to the investor: systematic risk sharing and information supply, following the separation of the portfolio return in market-based and information-based portions. The specialisation of the parameters is not complete. The first part of the scheme rewards the manager for bearing systematic risk: K_b is applied to a return with a beta value of β_p and K_i is applied to a return with a beta value of $(\beta_p - \beta_x)$. The second part is information-based: each fee parameter is applied to a return with the same information-based component, hence the parameters are equally weighted. Golec shows that changes in β_p only affect the relative attraction of K_b and K_i for risk sharing.

3. FEE PARAMETERS AND INVESTMENT PERFORMANCE MEASUREMENT: THE HYPOTHESES TESTING

3.1 THE SPECIFICATION OF FUND MANAGER COMPENSATION SCHEME

As described in the previous section, the signalling approach to contract design relies on *ex-ante* disclosure of investment forecasts by the fund manager (and therefore on the error of his prediction); indeed, since forecasts are not directly revealed, investors can derive them from analysing the observable variables such as the actual return time series or the end-of-period portfolio composition. Thus, even in the signalling approach, manager's reward can be dependent on an investment performance measurement.

Following the mentioned literature, we state that manager's compensation (Φ) is a function of W (the end-of-period value of fund), g (the performance measures) and z (a noise trading proxy), that is:

$$\Phi = f(W, g, z) \quad (3)$$

In function (3) g and z can be used as signals for carrying inferences about the manager's forecasting abilities. The higher the performance measures and the lower the volume of noise trading, the more accurate the manager's predictions are; the accuracy of forecasts in turn increases - according to Huberman and Kandel's model - manager's reputation (W) and consequently the reward the fund-shareholders are willing to pay at the end of each period.

As W and g depend on the quality of the manager's information set (i.e. the effort in agency term), they represent rightful parameters for a reward scheme, whereas z , being the result of inadequate effort, ought to reduce the manager's remuneration.

3.2 THE INVESTMENT PERFORMANCE MEASUREMENT: A REDEFINITION OF THE MHM MODEL

For the purpose of carrying out performance measurement, it is assumed that security returns are generated by a linear process as in Jensen's (1968) version of the Capital Asset Pricing Model:

$$R_{P_t} = \alpha_P + \beta_P R_{M_t} + u_{P_t} \quad (4)$$

where R_{P_t} is the return on the P -th portfolio in excess form (i.e. net of risk-free rate); R_{M_t} is the excess return of market portfolio; α_P can be described as a proxy for the non-random return associated to the manager's ability to supply security specific information; β_P measures the sensitivity of the portfolio return to the market return (that is the systematic risk) and u_{P_t} is the unexpected portfolio-specific return - distributed as $NID(0, \sigma^2)$ - that captures the effects of random factors.

The literature on performance evaluation theorises the existence of two distinct components of manager's investment performance, namely: market timing and selectivity. As stated firstly by Fama (1972) and Jensen (1972), the term market timing refers to the manager's skill to change portfolio risk level by increasing or decreasing the amount of funds invested in risky assets, in order to anticipate favourable or unfavourable stock market-price movements. The term selectivity refers to the manager's ability to identify individual stocks that are mispriced relative to the expected returns conditional upon the manager's micro-information. Nevertheless, from the above definitions it is worth noting that, while selectivity is represented in the linear equation (4) by the intercept α_P , the market timing component is not identified. Anyway, the identification procedure presents non trivial methodological problems. In fact, the existence of market timing implies that the fund manager is able to continuously vary the portfolio systematic risk level, dependent on his interpretations of macroeconomic signals⁽¹⁴⁾. However, this possibility is not consistent with the standard agency theory framework, since this envisages a contract for portfolio managers that entails a compensation scheme based on a chosen β_P (i.e. the risk-sharing rule), other than on an incentive to supply information (α_P). Therefore, if investors set a target Beta (β_P^*), a contractual problem could arise as portfolio managers change the prefixed level of systematic risk⁽¹⁵⁾. In fact, a market timing activity causes a time-varying Beta. In this context, testing for market timing ability could give rise to a regulatory problem with regard to the tolerable magnitude of manager's choice divergence. The rationale is that systematic risk choice should not produce any agency costs because it implies a passive investment strategy.

(14) *Furthermore, another issue is given by the fact that security specific information affects the systematic risk level (see Elton and Gruber (1991), for an evaluation theory accomplishing this problem).*

(15) *On the point, Bruni, Pototschnig and Zingales (1987) argue that mutual fund portfolios should be differentiated in terms of risk profile so as to satisfy different investors' preferences.*

As for the measurement of timing and selectivity, the key assumptions of the following two models were considered:

- 1) the Merton (1981) and Henriksson-Merton (1981) model (MHM)⁽¹⁶⁾;
- 2) the Bhattacharya and Pfleiderer procedure (BP)⁽¹⁷⁾.

The basic idea of the MHM model is that the fund manager increases the Beta of portfolio when he forecasts stock market to outperform the bond one and reduces the Beta in the opposite case; therefore:

$$\beta_t = b + \theta_t \quad (5)$$

where b is the unconditional (on the forecast) expected value of β_t ; θ_t is the unanticipated component of β_t dependent on the manager's forecast.

In an example of two target risk levels, the manager is assumed to have:

$\bar{\theta}_1$ for $E(R_M) \leq 0$; $\bar{\theta}_2$ for $E(R_M) > 0$; with $\bar{\theta}_1 < \bar{\theta}_2$ if the forecaster is rational.

The MHM regression equation is set as:

$$R_{pt} = \alpha_p + \beta_p R_{mt} + \gamma_p Put_t + u_{pt} \quad (6)$$

where $Put_t = \max[0, -R_{mt}]$, γ_p represents a measure of market timing ability and the other variables have the same definition as in equation (4). The parameter Put has the economic meaning of a "put option" on a stock market portfolio with an exercise price equal to the risk-free rate r . As a result, if γ_p has a positive value and results statistically significant, then the fund manager adjusts the portfolio composition accordingly to prevent adverse stock market movements.

An "alternative" but "more intuitive" specification of the MHM model is⁽¹⁸⁾:

$$R_{pt} = \alpha' + \beta'_1 x_{1t} + \beta'_2 x_{2t} + \varepsilon_{pt} \quad (7)$$

where $x_{1t} \equiv \min[0, R_{Mt}]$ and $x_{2t} \equiv \max[0, R_{Mt}]$.

Given this specification, the test for market timing ability would be to show whether β'_2 (defined as the "up-market beta") is significantly greater than β'_1 ("the down-market beta" of the portfolio).

(16) The model MHM was tested originally by Henriksson (1984). For the Italian case see Ferretti-Murgia (1990) and Panetta -Zautzik (1990).

(17) The Bhattacharya and Pfleiderer procedure was drawn from Lee-Rahman (1990). For an extension see Admati, Bhattacharya, Pfleiderer and Ross (1986).

(18) See Henriksson and Merton (1981) page 530.

As regards the BP procedure, it is an extension of a Jensen's theoretical work⁽¹⁹⁾, in which the manager is supposed to go through an error learning process of market forecasts in order to set optimal portfolio adjustments. Jensen (1972) states that at each point in time, given the manager's information ϕ and assuming investors have a constant absolute risk aversion coefficient equal to a , optimal choice of portfolio systematic risk, β_{p_t} , is given by:

$$\beta_{p_t} = \beta_p^* + \theta_p \pi_t^* \quad (8)$$

where β_p^* is the investors' "target Beta"⁽²⁰⁾ equal to $\theta_p E(R_m)$, with $\theta_p = 1/[2a \text{var}(\pi_t/\phi_t)]$ that measures the manager's action conditional upon a and ϕ , and $E(R_m)$ that represents the unconditional expected market portfolio return; π_t^* is the optimal forecast given by $\psi(\pi_t + \varepsilon_t)$, with $\pi_t = [R_{m_t} - E(R_m)]$ that indicates the forecast error and $\psi = \sigma_\pi^2 / (\sigma_\pi^2 + \sigma_\varepsilon^2)$ the minimum variance of the forecast error⁽²¹⁾.

(19) See Jensen (1972).

(20) Jensen (1972) defines the target Beta as "that risk level which on the average the manager wishes to maintain given the unconditional expected returns on the market portfolio and the preferences of his (fund) shareholders" (page 316).

(21) Using the above mentioned relationships, equation (4) becomes:

$$R_{p_t} = \alpha_p + \theta \left\{ E(R_m) + \psi [R_{m_t} - E(R_m) + \varepsilon_t] \right\} R_{m_t} + u_{p_t} \quad (9)$$

Rearranging, equation (9) gets:

$$R_{p_t} = \alpha_p + \theta E(R_m) (1 - \psi) R_{m_t} + \theta \psi R_{m_t}^2 + \theta \psi \varepsilon_t R_{m_t} + u_{p_t} \quad (10)$$

Equation (10) is rewritten in reduced form in terms of observable variables as follows:

$$R_{p_t} = \eta_0 + \eta_1 R_{m_t} + \eta_2 R_{m_t}^2 + \omega_t \quad (11)$$

where the coefficient estimates in a large sample are:

$$\eta_0 = \alpha_p \quad (12)$$

$$\eta_1 = \theta E(R_m) (1 - \psi) \quad (13)$$

$$\eta_2 = \theta \psi \quad (14)$$

and the error term is $\omega_t = \theta \psi \varepsilon_t R_{m_t} + u_{p_t}$ (15).

As reported above, the coefficient estimate $\eta_0 = \alpha_p$ reveals the presence of selectivity ability, while a measure of timing ability is obtained in BP procedure by regressing ω_t^2 on $R_{m_t}^2$:

$$\omega_t^2 = \left(\theta \psi \varepsilon_t R_{m_t} + u_{p_t} \right)^2 = \theta^2 \psi^2 \sigma_\varepsilon^2 R_{m_t}^2 + \zeta_t \quad (16)$$

where $\zeta_t = \theta^2 \psi^2 R_{m_t}^2 (\varepsilon_t^2 - \sigma_\varepsilon^2) + u_{p_t}^2 + 2\theta \psi \varepsilon_t R_{m_t} u_{p_t}$ (17).

(continued...)

Since in an agency contract for portfolio management it should be possible to settle a risk sharing rule that avoids portfolio Beta to be either fixed or stochastic, a new specification was searched in order to encompass the innovative theoretical assumptions of the MHM and Jensen's models in an agency framework.

The starting point was to set some constraints to the Beta variability. Being in a context of principal-agent relationship, these constraints should be defined *ex ante* so as to design a forcing path for the systematic risk level chosen by the fund manager.

To build the alternative specification process, the Jensen's definition of the investors' "target Beta" β_p^* was modified adding a constant term λ_0 to a linear function of $E(R_M)$, that gets:

$$\beta_p^* = \lambda_0 + \lambda_1 E(R_M) \quad (19)$$

where λ_0 describes the contractual "minimum" of systematic risk level, that means the minimum percentage of portfolio risky assets; $\lambda_1 = \theta_p$ and $E(R_M)$ the unconditional expected market portfolio.

Furthermore, to design an error correction path for manager's systematic risk choice, it is useful to exploit the intuition backing the MHM model specified in (5) as follows:

$$\gamma_p^* = \begin{cases} \beta_p^* + \lambda_2 Call_t \\ \beta_p^* + \lambda_3 Put_t \end{cases} \quad (20)$$

where γ_p^* defines the pre-fixed discretionary range of variation for portfolio target Beta; λ_2 and λ_3 settle the boundaries of this range; $Call_t$ is equal to $\max[0, R_{M_T}]$ and Put_t equal to $\max[0, -R_{M_T}]$. It has the same effect to impose constraints on investment strategies.

Therefore, considering (20), portfolio Beta can be written as:

$$\beta_p = \lambda_0 + \lambda_1 E(R_m) + \lambda_2 Call_t + \lambda_3 Put_t \quad (21)$$

(21) (...continued)

Thus, since the estimated value of $\theta\psi$ is known from (14), regressing equation (16) allows us to obtain σ_ε^2 .

As for σ_π^2 , Bhattacharya and Pfleiderer use an estimating procedure introduced by Merton (1980) based on the assumption that π_t follows a stationary Wiener process:

$$\sigma_\pi^2 = \left\{ \sum_{t=1}^n \left[\ln(1 + R_{m_t}) \right]^2 \right\} / (n - 2) \quad (18)$$

Now by estimating σ_π^2 , it is possible to determine $\psi = \sigma_\pi^2 / (\sigma_\pi^2 + \sigma_\varepsilon^2) = \rho^2$ and then ρ that provides evidence of manager's market timing ability.

where $\lambda_0, \lambda_1, \lambda_2, \lambda_3$ are the parameters of the risk sharing contractual rule; besides, λ_2 and λ_3 define the tolerated deviations from target Beta.

Moreover, to solve the agency problem involved with Beta function (21), some conditions are to be satisfied:

- a) λ_0 and λ_1 must be non negative in order to allow for short selling restraint;
- b) λ_2 must be positive and λ_3 negative to set portfolio rational adjustments to anticipated positive or negative shocks;
- c) the magnitude of λ_3 must be limited by the positive value of β_p given by the contractual minimum risk (i.e., λ_0).
- d) λ_2 should be less than the absolute value of λ_3 if we assume investors are risk averter.

Now, substituting (21) in equation (4) and using the target Beta definition (19), the Jensen's security return process can be written as:

$$R_{p_t} = \alpha_p + \beta_p^* R_{M_t} + \lambda_2 Call_t R_{M_t} + \lambda_3 Put_t R_{M_t} + v_t \quad (22)$$

where α_p is the Jensen's measure for selectivity abilities, λ_2 and λ_3 reveal the existence of the manager's market timing ability⁽²²⁾.

Finally, for the purpose of estimating function (3), the standard deviation of the portfolio specific-return (σ_v) was chosen as proxy of noise trading.

3.3 THE HYPOTHESES TESTING

Assuming the manager's compensation function (3) to have a linear form and adopting equation (22) as performance measurement model, we empirically tested⁽²³⁾:

- 1) whether the actual shape of the manager's compensation scheme (that is with and without incentive fee parameters) affects the manager's behaviour in terms of performance measures, systematic risk level and noise trading;
- 2) whether these mentioned factors have effects on the measure of contractual management fee parameters (controlling the differences in the estimates when incentive fees are

(22) *Intuitively, equation (22) looks like the Treynor and Mazuy (1966) model, in which a quadratic term $R_{M_T}^2$ was added to the standard CAPM regression equation to test for market-timing ability; in fact, since $Call_t R_{M_T} = \left(R_{M_T}^+\right)^2$ and $Put_t R_{M_T} = \left(R_{M_T}^-\right)^2$, equation (22) entails separately positive and negative quadratic innovations on market portfolio value.*

(23) *The estimating procedure is conditioned by the fact that portfolio management contracts envisage a wide range of incentive schemes, making meaningless any numerical definition of incentive fees parameters.*

applied)⁽²⁴⁾, in order to know if the managers' compensation reflects a reliable assessment of their quality.

The hypothesis 2) was tested cross-sectionally as in Golec's (1992). The general form of this cross-sectional regression is:

$$K_{bj} = b_0 + b_1\alpha_j + b_2\beta_j^* + b_3\lambda_{2j} + b_4\lambda_{3j} + b_5\sigma_{vj} + b_6W_j + e_j \quad (23)$$

where K_{bj} is the "base" (or management) fee as annual percentage of the j -th portfolio value, b_0 a constant term, the explanatory variables have the same meaning as before, whereas $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6$ are the regression coefficients that measure the sensitivity of base fee to the respective independent variable; and finally, e_j is the random error term.

Differently from function (3) and contrary to agency standard theory, in (23) we introduced target beta between the regressors to verify its explanatory power on the level of management fees⁽²⁵⁾.

4. DATA AND METHODOLOGY

The data base consists of a sample of 80 Italian open-end mutual funds (*fondi comuni d'investimento mobiliare di tipo aperto*), whose portfolios are invested extensively in Italian stocks. Data were made available from *Moneymate Software*.

For a fund to be included in the sample, it had to have weekly return data available over the period from January 1993 to December 1995. The fund sample can be divided for specialisation: 29 in Italian stocks (*Azionari Italia - A*), 37 in Italian stocks and government bonds (*Bilanciati Italia- B*) and 14 in Italian stocks and corporate bonds (*Specializzati Italia- S*)⁽²⁶⁾. Of these n. 43 have only base fees (WIF) and n. 37 have base and incentive (or contingent) fees (IF). Specifically, the mutual fund sample can be described as follows:

(24) As pointed out by Golec (1992), "base" fees also provides incentive to the fund manager to supply specific information; in fact, since they are paid at the end of each period, the manager receive a portion of the amount invested and a portion of the return yielded over the period.

(25) According to Ramakrishnan-Takor's (1984) model, "base" fees should be independent of beta (because it does not imply agency costs) only if performance fees are not envisaged in portfolio management contract.

(26) The sample of mutual funds is specified in the Appendix 1.

SPECIALISATION	WIF	IF	TOTAL
A	15	14	29
S	4	10	14
B	24	13	37
TOTAL	43	37	80

In the group of mutual funds using incentive schemes just 3 (IMIT, PRIMIT and PRIMCL) adopt the Comit as an index of the Italian market portfolio to determine the incentive fees; 1 (FINV2) employs a composite index of Treasury Bill and Comit, another (FINV3) a composite benchmark of consumer price index and Comit, and finally, 2 (IMICAP and IMIND) apply a composite index of Government Bonds, Comit and Morgan Stanley World Composite Index. Some of the other funds, 4 in all, use a spread on the Treasury Bill, while the majority, 23, use a spread on the Italian Consumer Price Index.

As for base fee parameters, they appear to be related to the contractual investment specialisation of the sampled funds. They are expressed as a percentage of the fund value and are paid with a fix periodicity in time (weekly, monthly or quarterly). The minimum level in the sample is 1,0% and the maximum one is 2,0% in annual terms; the average is equal to 1,44%.

The raw data used in the research are:

- weekly returns on portfolios of the sampled Italian mutual funds;
- weekly return on the Italian stock-market portfolio (i.e. *MIB Storico*) as market return;
- weekly net return on short-term government-bonds (i.e. Bank of Italy net capitalised BOT index) as a proxy for the risk-free rate;
- “base” fee parameters (as annual percentage rates)⁽²⁷⁾;
- monthly average of portfolios market value (in billions of Italian Lire) for 1995.

All returns are measured as annually continuously compounded rates of return. The portfolio values have been expressed in natural logarithm terms in order to reduce the problem of different scales.

The period of analysis is from 1993 to 1995.

As for the methodology⁽²⁸⁾, the OLS (Ordinary Least Squares) regression technique was applied to equation (22) for each fund in the sample, for which the usual assumptions of the classical multiple regression analysis were verified through the following diagnostic tests on the residuals, in order to proceed to unbiased OLS estimations:

(27) *In this study have been applied the parameters in force in June 1996.*

(28) *To proceed with the estimates we have used the package “Econometric Views - Micro TSP for Windows”.*

- a) Jarque-Bera test for normality;
- b) Breusch-Godfrey serial correlation LM test (no 8 lags);
- c) White test for heteroscedasticity (including cross-terms);
- d) Ramsey Reset test for functional form (no 2 fitted terms);
- e) Chow breakpoint test for parameters stability (120 observations);
- f) Augmented Dickey-Fuller (ADF) test for stationarity (with trend and intercept in the test equation; 8 lagged differences).

Especially, with regard to the return model (22), the condition of the regression parameters time invariance (i.e. stability) is crucial for the following cross-sectional analysis (equation (23)). Indeed, if the target level of fund systematic risk is time-variant rather than fixed then any estimates from the OLS regression method will be inefficient⁽²⁹⁾.

For estimating the cross-sectional regression (23), the econometric technique of generalised least squares (GLS) was applied in order to moderate the heteroscedasticity issue related to the heterogeneity of the data. As a weighting, we used the “White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors&Covariance” which is included among the options in the econometric package utilised.

5. EMPIRICAL RESULTS

The parameters of the adjusted MHM model (22) were estimated by the OLS method for each mutual fund. In order to check whether a compensation scheme, including a reward for performance, really motivates the Italian fund managers to forecast “better” and to take riskier positions on an informative basis, we created two sub-samples: one for mutual funds with incentive fees (IF) and the other without (WIF). According to the *t-ratios*, in the period of analysis, only the target Beta and “lambda 3” coefficient results are always significantly different from zero even at the 1% level, whereas the coefficient of “upward” market forecasting ability (lambda-2) is significantly different from zero only in half of the whole sample. Also, the alpha parameter is statistically significant at the 5% level just in 38 cases; not surprisingly these cases are more evident in the sub-sample IF where risky funds (A and S) are the majority.

The F-test shows that the parameters are always jointly significantly different from zero. Besides, the R-squared statistics suggest that the variables considered have a very high explanatory power of the variance of mutual fund returns.

As for the diagnostic tests, about half of the estimated regressions suffers for heteroscedasticity and functional form issues. Therefore, the estimate of the coefficients should be interpreted with caution. However, the equations are modestly affected by serial correlation on the residuals; naturally, it means that the used regressors are able to capture the influence of

(29) See Maddala (1992) page 528.

other economic variables. Also, the parameter instability issue does not appear present in the adjusted version of the MHM model. Finally, non-normality and unit root problems have been discovered, but they are not so as to affect heavily the meaning of the results.

With regard to the economic interpretation of the estimates, we can appreciate the possible distinction of managers' investment behaviour between the two sub-samples of mutual funds by observing mean, standard deviation and percentage of significance of the estimated equation parameters, the noise trading proxy and the management fee charged. The results are shown in Table I.

TABLE I

MEAN AND STANDARD DEVIATION OF MANAGEMENT FEE, PERFORMANCE MEASURES, SYSTEMATIC RISK AND NOISE TRADING IN IF AND WIF GROUPS

SUB-SAMPLE	α	β^*	λ_2	λ_3	σ_v	MF
IF - MEAN	0.07	0.56	-0.01	-0.23	0.306	1.47%
IF - STDEV	0.06	0.10	0.03	0.07	0.078	0.30%
SIGNIFICANT %#	62%	100%	57%	100%		
WIF- MEAN	0.03	0.54	-0.01	-0.22	0.267	1.41%
WIF-STDEV	0.05	0.07	0.02	0.06	0.074	0.27%
SIGNIFICANT %#	35%	100%	26%	100%		
ALL - MEAN	0.05	0.55	-0.01	-0.23	0.285	1.44%
ALL - STDEV	6	0.09	0.03	0.06	0.080	0.28%
SIGNIFICANT %#	49%	100%	40%	100%		

Percentage of mutual funds with parameters statistically significant at the 5% level.

According to the empirical results, a slight positive difference in selection ability of IF portfolio managers, captured from the alpha parameter, was revealed by the model; however, the percentage of significantly positive alpha for the first group (62%) is considerably higher than that of the second (35%).

In order to assess the impact of the contingent fees on the risk position of the portfolio chosen by fund managers, we analysed coefficient Beta together with the measures of market timing ability (λ_2 and λ_3). A negligibly higher systematic risk level is observable for the first sample; thus a divergent behaviour cannot be seen. However, in both sub-samples, managers clearly exhibit an equal defensive capacity in anticipating negative shocks: the coefficient of

“downward” market movements (λ_3) is indeed negative, its magnitude is notably greater, in absolute value, than λ_2 (about 23% against 1%), making evident an asymmetric managerial attitude towards changes in the target level of Beta, and especially the statistically significant percentage equal to 100%. As for λ_2 , the small size (about 1%) and, differently from the expectations, the negative sign in the two groups show no ability to forecast up-market movements⁽³⁰⁾, (but in 6 examples the sign is positive). Nevertheless, despite the statistically significant percentage of λ_2 , the discretionary space for modelling portfolio systematic risk appears negligibly wider in IF sub-sample than in the WIF one.

TABLE II

MANAGEMENT FEE, PERFORMANCE MEASURES, SYSTEMATIC RISK AND NOISE TRADING OF MUTUAL FUNDS CLASSIFIED FOR INVESTMENT SPECIALISATION

SPECIALISATION		α	β^*	λ_2	λ_3	σ_v	MF
S - IF	MEAN	0.11	0.62	0.01	-0.29	0.31	1.58%
	STD. DEV.	0.05	0.07	0.03	0.05	0.05	0.26%
	SIGNIFICANT %#	90%	100%	40%	100%		
S - WIF	MEAN	0.12	0.59	0.01	-0.28	0.36	1.52%
	STD. DEV.	0.04	0.06	0.02	0.01	0.10	0.40%
	SIGNIFICANT %#	100%	100%	25%	100%		
A - IF	MEAN	0.07	0.54	-0.02	-0.23	0.33	1.55%
	STD. DEV.	0.05	0.12	0.03	0.07	0.06	0.28%
	SIGNIFICANT %#	78.6%	100%	57.1%	100%		
A - WIF	MEAN	0.07	0.60	-0.01	-0.27	0.31	1.54%
	STD. DEV.	0.06	0.07	0.02	0.05	0.07	0.27%
	SIGNIFICANT %#	66.7%	100%	26.7%	100%		
B - IF	MEAN	0.02	0.52	-0.03	-0.18	0.27	1.31%
	STD. DEV.	0.04	0.08	0.02	0.05	0.11	0.26%
	SIGNIFICANT %#	23.1%	100%	69.2%	100%		
B - WIF	MEAN	0.00	0.50	-0.02	-0.19	0.23	1.31%
	STD. DEV.	0.01	0.04	0.02	0.03	0.04	0.22%
	SIGNIFICANT %#	4.2%	100%	25%	100%		

Percentage of mutual funds with parameters statistically significant at the 5% level.

(30) The negative sign of λ_2 can be interpreted as a sale of call options, that is it indicates an upward market risk exposition.

A more insightful assessment of the impact of the incentive compensation scheme can be carried out by analysing the estimated parameters of equation (22) for class of investment specialisation. These estimates are shown in Table II.

In this context, a more appreciable comment can be made. Firstly, the mean and the standard deviation values of the coefficient α are absolutely equivalent in IF and WIF groups for the *S* and the *A* funds (*Specializzati Italia* and *Azionari Italia*); this finding is supported by the measures of significant percentages (90% against 100% for *S* funds; 78.6% against 66.7% for the second class). As well as this, in the case of balanced funds (*B*) managers rewarded with incentive fees perform, on average, moderately better than portfolio managers who received fixed compensation, after controlling for noise trading. However, significant percentages of α are really low in both groups (23.1% against 4.2%).

Secondly, as regards target Beta estimates, it is worth noting that in two of the three fund classes (*S* and *B*) IF funds exhibit a modestly higher value. Paradoxically, in class *A* IF funds have a lower Beta in comparison with that of WIF (0.54 against 0.60).

Thirdly, as for λ_2 , the coefficient size is approximately equivalent in IF and WIF sub-samples for all classes (*S*, *A* and *B*), but its sign is positive only for *S*. The negative sign of λ_2 in classes *A* and *B* could be explained as an evidence of a strategy in portfolio management aimed to liquidate risky assets as soon as their price grows (rather than as a revelation of inability to forecast positive innovation in market return). The fact that significant percentages are consistently superior in the IF groups makes evident that incentive compensation schemes affect the manager's attitudes towards "up-market" risk, even though the power and the direction of this influence seem related to the systematic risk level of portfolio funds.

Finally, with regards to λ_3 , the negative sign and the significant percentage (100% for all classes *S*, *A* and *B*, in both sub samples IF and WIF) reveal the existence of the manager's ability to adjust portfolio composition in order to prevent "down-market" movements. As for magnitude, the observation of the empirical results shows a numerical equivalence within each fund class (-0.29 and -0.28 for class *S*; -0.23 and -0.27 for class *A*; -0.18 and -0.19 for class *B*), but a relevant difference among classes. However, the discretionary space for downside risk correction is positively related only to the target Beta level (that is related to the class of fund specialisation).

On the grounds of these results, it is possible to argue that distinct form of compensation schemes do not appear to have supplied different incentives either in terms of non-random return associated with the manager's selectivity ability or in terms of additional portfolio return due to market timing ability. Furthermore, the use of performance fee parameters did not encourage manager to adopt "divergent" behaviour in terms of remarkably riskier asset positions. In this sense, since the actual incentive fees are generally based on a scale of the consumer price index, they can be considered on average as an additional "tax" paid by the investors on the excess return without effects on their welfare state.

With regard to the second hypothesis testing, we have proceeded to estimate, by GLS technique with White correction for heteroscedasticity, the cross-sectional compensation function (23). The GLS estimates are shown in Table III.

Some considerations arise from the reading of the statistical results shown below. The estimates of the coefficients of equation (23) are severely (downward) biased by the presence of measurement errors, since the right hand side variables are estimated. Therefore, they must be regarded with extreme caution.

As regards the ALL sample, two factors explain significantly the change in the size of the management fee parameter, other than the constant term: 1) the target Beta; 2) the average value of the portfolio fund (W). The coefficients of the other variables included in the risk sharing rule (λ_2 and λ_3) are not statistically significant. The value of the F-test shows that the parameters of the explanatory variables in regression (23) are jointly significantly different from zero. Moreover, the R-squares measure an unsatisfactory goodness of the whole estimates (about 30%). In addition, the ALL regression exhibits heteroscedasticity problems that reduce the informativeness of the results.

TABLE III

GLS ESTIMATES OF THE CONTRACTUAL MANAGEMENT FEE PARAMETERS
(DEPENDENT VARIABLE IS MF)

VARIABLE	ALL SAMPLE 1 80	WIF SAMPLE 1 43
CONSTANT	0.0098	0.0019*
<i>T-RATIO</i>	3.25	0.27
α	0.0056*	-0.0106*
<i>T-RATIO</i>	0.67	-0.61
β^*	0.0147	0.0233*
<i>T-RATIO</i>	2.11	1.19
λ_2	0.0039*	-0.0161*
<i>T-RATIO</i>	0.35	-0.95
λ_3	0.0038*	0.0051*
<i>T-RATIO</i>	0.36	0.19
σ_v	0.0025*	0.0100*
<i>T-RATIO</i>	0.52	0.97
W	-0.00068	-0.0003*
<i>T-RATIO</i>	-2.50	-1.16
F-TEST	4.46	1.97**
R-SQUARED	0.27	0.24

* Not significantly different from zero at the 10% level. ** Not significantly different from zero at the 5% level.

TABLE IV

DIAGNOSTIC TESTS

	ALL	WIF
NORMALITY [PROB.]	0.933 [0.620]	1.28 [0.525]
SERIAL CORRELATION [PROB.]	0.090 [0.91]	1.77 [0.185]
HETEROSCEDASTICITY [PROB.]	1.96 [0.02*]	1.58 [0.175]
FUNCTIONAL FORM [PROB.]	0.104 [0.901]	1.31 [0.281]

* The null hypothesis is rejected at the 10% level of significance.

However, it is worth pointing out that - unlike the agency theory - the target Beta has a strong impact on the level of management fee. This outcome is consistent with Ramakrishnan-Thakor model (1984) where, because of the presence of moral hazard, investors desiring a higher effort face a higher agency cost. To counteract this effect, they increase the weight assigned to the portfolio systematic risk (given by the target Beta in the fee schedule), since this is not accompanied by increases in agency cost. As for W , as expected the sign of the parameter is negative consistently with the usual policy of many mutual funds to scale the fee level according to the amount of capital endowed by the investors. Noise trading (i.e. the standard deviation of portfolio specific return) does not have an evident relation with the contractual manager's reward.

In the case of the WIF group, no significant explanatory factor was found, even though the regression function does not seem to suffer econometric problems according to the diagnostic tests applied.

Given the different results obtained in the estimation procedure for the ALL sample and for the WIF sub-sample, we can conclude that, in the incentive compensation schemes of mutual funds management fees are directly related to target Beta, so as to balance the undesirable effects of performance fees, and inversely to the size of fund value. Nevertheless, investors do not assess straightforwardly the manager's forecasting abilities to set his compensation. Therefore, according to this result, manager's reputation seems not to affect base fees contractual level (i.e. fee in percentage terms).

6. CONCLUSIONS

In this paper Italian mutual funds performance has been analysed to infer whether or not the shape of the managers' compensation scheme leads to informational advantage and how the existence of incentive affects the features of their behaviour. Moreover, the hypothesis of a base compensation to fund managers by aware investors was tested.

The context of the study is the investigation of a principal-agent relationship between investors and fund managers. In the presence of moral hazard and asymmetric information, the investors are not able to observe the manager's effort in acquiring and processing information to an optimal portfolio selection. Thus, they cannot distinguish how much of the observed outcome is due to the manager's action and how much due to random events. The literature on the principal-agent relationship has shown that in this case the structure of the managerial compensation has a serious role to play. Thus, the principal problem is to design an appropriate incentive system that induces the agent to avoid any divergent behaviour from the principal's desire.

The fund manager's undesirable behaviour can reveal itself in three different ways:

- a) by acquiring no specific information for stock selection;
- b) by taking a position on risky assets without any ability to predict stock price movements;
- c) by carrying out "noise" trading just to signal to the investors that he is informed, when this is not the case.

To some extent this paper tried to make evident any investment behaviour dissimilarity due to the existence of differences in the compensation scheme for Italian fund managers. The empirical results of this study can be summarised as follows:

- on average, no substantial difference has been discovered in terms of abnormal return gained, systematic risk level and managerial ability to risk adjustments (i.e. market timing abilities), among the portfolios of mutual funds with incentive fees and those of mutual funds without incentive fees. As a consequence, we argued that the type of index commonly used by the Italian mutual funds to determine the performance fees (i.e. the consumer price index) did not supply a successful incentive to exploit the manager's ability in gathering and processing private information, but at the same time it did not encourage manager to adopt divergent behaviour in terms of riskier asset positions on an uninformed basis;
- differences in noise trading volume between funds for class of specialisation do not appear to change the above considerations;
- for the mutual funds with the manager's compensation based on a performance measurement, management fee size was found to be directly related to the target Beta and inversely related to portfolio fund value. Therefore, even though the explanatory power of the two variables was quite low, the fund managers' base compensation can be considered as not straightforwardly related to the assessment of their quality.

Finally, on the grounds of these results, it is possible to conclude that in the Italian context of mutual funds the adopted form of incentive schemes did not produce appreciable effects on the investors' welfare state.

REFERENCES

- A. Admati, S. Bhattacharya, P. Pfleiderer and S.A. Ross, (1986), "On Timing and Selectivity", *Journal of Finance*, 46, pp. 715-730.
- S. Bhattacharya and P. Pfleiderer, (1985), "Delegated Portfolio Management", *Journal of Economic Theory*, 36, pp. 1-25.
- A. Black, P. Fraser and D. Power, (1992), "UK Unit Trust Performance 1980 - 1989: A passive Time-Varying Approach", *Journal of Banking and Finance*, 16, pp. 1015 - 1033.
- F. Black, (1986), "Noise", *The Journal of Finance*, vol. XLI, n.3.
- F. Bruni, A. Pototschnig and L. Zingales, (1987), "Diversificazione di Portafoglio, Specializzazione tra i fondi comuni di investimento ed efficienza nella gestione del risparmio", Università L. Bocconi Working Paper n.14.
- E.C. Chang and W.G. Lewellen (1984), "Market Timing and Mutual Fund Investment Performance", *Journal of Business*, vol.57, n.1.
- Cheng-few Lee and Shafiqur Rahman, (1990), "Market Timing, Selectivity, and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Business*, vol.63, n.2.
- S.R. Das and R.K. Sundaram (1998), "On the Regulation of Fee Structures in Mutual Funds", *NBER Working Paper Series* n. 6639, July.
- E.J. Elton, M.J. Gruber, (1991), "Differential Information and Timing Ability", *Journal of Banking and Finance*, 15.
- E.J. Elton, M.J. Gruber, S. Das and M. Hlavka, (1993), "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios", *The Review of Financial Studies*, vol. 6, number 1 pp. 1-22.
- E.F. Fama (1972), "Components of Investment Performance", *The Journal of Finance*, vol. XXVII, n.3.
- R. Ferretti and M. Murgia, (1990), "Fondi Comuni di Investimento: Costi di Gestione e Performance", Università L. Bocconi Working Paper.
- J.H. Golec (1992), "Empirical Tests of a Principal-Agent Model of the Investor - Investment Advisor relationship", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.27, N.1, pp. 81-95.
- M. Grinblatt and S. Titman, (1994), "A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, N. 3, pp. 419-444.
- S. J. Grossman and J. E. Stiglitz, (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, 70, pp. 393-408.
- R.D. Henriksson, (1984), "Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Business*, vol.57, n.1.
- R.D. Henriksson and R.C. Merton (1981), "On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills", *Journal of Business*, vol.54, n.4.
- B. Holmstrom, (1979), "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, 10, pp. 74-91.
- G. Huberman and S. Kandel, (1993), "On the Incentives for Money Managers. A Signalling Approach", *European Economic Review*, 37, pp. 1065-1081.
- R. A. Ippolito, (1989), "Efficiency with Costly Information: a Study of Mutual Funds Performance, 1965-1984", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CIV.
- M.C. Jensen, "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *The Journal of Finance*, vol. XXIII.
- M.C. Jensen, (1972), "Optimal Utilization of Market Forecasts and Evaluation of Investment Performance", in G:P: Szego and K. Shell (Eds.), *Mathematical Methods in Investment and Finance*, North-Holland.
- R. E. Kihlstrom, (1988), "Optimal Contracts for Security Analyst and Portfolio Managers", *Studies in Banking and Finance*, 5, pp. 291-325.
- R.C. Merton, (1980), "On Estimating the Expected Return on the Market", *Journal of Financial Economics*, n.8 (March).

- R.C. Merton, (1981), "On Market Timing and Investment Performance. I. An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts", *Journal of Business*, vol.54 (July).
- T. C. Mills, (1993), *The Econometric Modelling of Financial Time Series*, Cambridge University Press.
- G.S. Maddala, (1992), *Introduction To Econometrics*, Edition, MacMillan.
- G. Majnone and M. Massa (1996), "Efficienza di Costo e Efficienza di Gestione dei Fondi comuni d'investimento", Assogestioni Quaderno 14.
- F. Panetta and E. Zautzik, (1990), "Evoluzione e Performance dei Fondi Comuni Mobiliari Italiani", *Università L. Bocconi Working Paper*.
- R. T. S. Ramakrishnan and A. V. Thakor, (1984), "The Valuation of Assets under Moral Hazard", *The Journal of Finance*, vol. 39, n. 1, pp. 229-238.
- S. A. Ross, (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, 63, pp.134-139.
- S. A. Ross, (1974), "On The Economic Theory of Agency and The Principle of Similarity", in M.S. Balch, D.L. McFadden and S.Y. Wu (Eds.), *Essay on Economic Behavior under Uncertainty*, North Holland Publishing Company, pp.215-237.
- S. Shavell, (1979), "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", *Bell Journal of Economics*, 10, pp.74-91.
- L. T. Starks, (1987), "Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, pp. 17-32.
- N. M. Stoughton, (1993), "Moral Hazard and The Portfolio Management Problem", *The Journal of Finance*, vol. 48, n.5, pp. 2009-2028.
- J. L. Treynor and K.K. Mazuy, (1966), "Can Mutual Funds outguess the Market?", *Harvard Business Review* 44 (July-August): 131-136
- B. Trueman, (1988), "A Theory of Noise Trading in Securities Markets", *The Journal of Finance*, vol. 43, pp.83-95.

APPENDIX 1 SAMPLE OF ITALIAN MUTUAL FUNDS

1	ANFAT	B - IF	Anima Fondattivo	21	EUMST	B - WIF	Euromob. Euromob.Strat.
2	ANFTR	A - IF	Anima Fondo Trading	22	FCRIAZ	S - IF	Fondicri Carimonte Az. It.
3	ARCA27	A - WIF	Arca Arca 27	23	FCRIBIL	B - WIF	Fondicri Fondicri Bil.
4	ARCABB	B - WIF	Arca Arca BB	24	FCRISEL	S - IF	Fondicri Fcrl. Selez. Italia
5	ARCAZIT	S - WIF	Arca Arca Az. Italia	25	FERSEL	B - WIF	Ersel Fondersel
6	AUREO	B - WIF	Coogest. Aureo	26	FFLAZIT	S - IF	Fin&Fut Lagest Az. Ita.
7	AURPR	A - WIF	Coogest. Aureo Previd.	27	FFPRGIT	S - IF	Fin&Fut Prof. Gest. Ita.
8	AZIMBIL	B - IF	Azimet Azimet Bil.	28	FFPROF	B - WIF	Fin&Fut Professionale
9	AZIMGC	A - IF	Azimet Azimet Glb. Cresc.	29	FFPRRIS	B - IF	Fin&Fut Prof. Risparmio
10	BNMULT	B - WIF	Sofiban BN Multifondo	30	FININRAZ	A - IF	Fininvest Risip. Ita. Az.
11	BNSIC	B - WIF	Sofiban BN Sicurvita	31	FINV2	B - IF	Fondinvest Fondinvest 2
12	CARIDEL	A - WIF	Fondigest Cari. Delta	32	FINV3	A - IF	Fondinvest Fondinvest 3
13	CARILIB	B - WIF	Fondigest Cari.Libra	33	GCREDBIT	S - WIF	Gcredit Gcredit Bor. Ita.
14	CENTC	A - WIF	Centrale Cent.Capital	34	GCREDIT	B - WIF	Gcredit Capitalcredit
15	CGESTAZ	A - WIF	Capitalgest Capital.Az.	35	GELLEA	S - WIF	Gestielle Gelle A
16	CGESTBIL	B - WIF	Capitalgest Capital Bil.	36	GELLEB	A - WIF	Gestielle Gelle B
17	CISAZ	A - WIF	Cisalp. Cisalp. Az.	37	GENCOMIT	B - WIF	Genercomit Genercomit
18	CISBIL	B - WIF	Cisalp. Cisalp. Bil.	38	GENERG	A - WIF	Genercomit Gener. Capit.
19	EPTAC	B - WIF	Eptafund Eptacapital	39	GEPOC	A - WIF	Sogepo Gepocapital
20	EUMRF	A - IF	Euromob. Euromob.Risk F.	40	GEPOR	B - WIF	Sogepo Geporeinvest
41	GESLOMB	A - IF	Gesfimi Lombardo	61	QUADAZ	A - WIF	G.I. Gest. Qd.foglio Az.
42	GESVIS	B - IF	Gesfimi Visconteo	62	QUADBIL	B - WIF	G.I. Gest. Qd.foglio Bil.
43	GINTER	B - WIF	Gestinter Immobiliare	63	RASCAP	S - IF	Gras Capitalras
44	GMVENT	A - IF	Gmerchant Venture Time	64	RASM	B - IF	Gras Multiras
45	GNAGRA	B - WIF	Gfondi Nagracapital	65	ROLO	B - WIF	Rolofond Rolomix
46	GNORDC	B - WIF	Gnord Nordcapital	66	ROMAZZ	B - IF	Roma Azzurro
47	GRIFOC	B - WIF	Grifogest Grifocapital	67	ROMF	A - IF	Roma Finanza Romagest
48	IMICAP	B - IF	Fideuram Imicapital	68	ROMGIAL	B - IF	Roma Giallo
49	IMIND	A - IF	Fideuram Imindustria	69	ROMIND	A - IF	Roma Industria Romagest
50	IMIT	S - IF	Fideuram IMI - Italy	70	SAIGAL	A - WIF	SAI Galileo
51	INGAZ	S - IF	ING Azionario	71	SAIPHEN	A - WIF	SAI Phenixfund Top
52	INGP	B - IF	ING Svil. ING Portfolio	72	SGCFIT	B - IF	Sogesfit Capitalfit
53	INTBAZ	A - IF	Intbanca Intbanca Az.	73	SGFIN	A - IF	Sogesfit Sgsfit Finanza
54	INTBBIL	B - IF	Intbanca Invest. Bil.	74	SPFALD	S - WIF	S.Paolo SPF Aldebaran
55	INTBINV	S - IF	Intbanca Invest. Az.	75	SPFJ	A - IF	S.Paolo SPF Junior
56	MIDABIL	B - WIF	Fidagest. Mida Bil.	76	VENB	A - WIF	Gveneto Venetoblue
57	PRIMCAP	A - IF	Prime Prime Capital	77	VENC	B - WIF	Gveneto Venetocapital
58	PRIMCL	S - IF	Prime Primeclub Az. Ita.	78	VENV	A - WIF	Gveneto Venetoverture

59	PRIMIT	S - IF	Prime Prime Italy	79	ZETABIL	B - WIF	Zeta Salvadanaio Bil.
60	PRIMR	B - IF	Prime Prime Rend.	80	ZETAZ	A - WIF	Zeta Salvadanaio Az.

INVESTMENT SPECIALISATION

A = PREFERIBLY ITALIAN STOCKS (*AZIONARIO ITALIA*)

B = ITALIAN STOCKS AND GOVERNMENT BONDS (*BILANCIATO ITALIA*)

S = ONLY ITALIAN STOCKS (*SPECIALIZZATO ITALIA*)

COMPENSATION SCHEME

IF = WITH INCENTIVE FEES

WIF = WITHOUT INCENTIVE FEES

DEFINIZIONE DEI *BENCHMARK*, MISURAZIONE DELLE
PERFORMANCE E VALUTAZIONE DEI “COSTI”
NEI FONDI PENSIONE CON MINIMO GARANTITO^(*)

M. De Felice^(**) e *F. Moriconi*^(***)

1. IL *BENCHMARK* NEI REGOLAMENTI DEI FONDI PENSIONE

Nella normativa sui fondi pensione, il *benchmark* è proposto come “parametro oggettivo di riferimento per la verifica dei risultati della gestione”.

Il *benchmark* deve soddisfare requisiti di *coerenza* rispetto alla politica di investimento dichiarata (nello statuto, nel regolamento e nella convenzione di gestione); di *rappresentatività* rispetto alle opportunità di investimento effettivamente disponibili nel mercato; di *oggettività* in quanto gli indicatori componenti siano di comune utilizzo e calcolati e diffusi da soggetti di indiscussa reputazione e terzi rispetto al gestore; di *trasparenza* nel senso che le informazioni sul *benchmark* ne rendano, senza ambiguità, agevole il calcolo del valore⁽¹⁾. Dal punto di vista del controllo, il *benchmark* deve essere utilizzato nella relazione degli amministratori del fondo come “portafoglio di riferimento” per la valutazione delle *performance* realizzate dal fondo, al netto e al lordo delle commissioni di gestione e degli oneri amministrativi considerando, possibilmente, anche gli oneri di negoziazione⁽²⁾.

L'impostazione è coerente con lo spirito generale dei regolamenti “sulla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori”; in particolare, con l'articolo in cui si dispone che “ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, l'intermediario deve indicare al cliente un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi al quale

(*) *Alcune parti di questo lavoro sono state presentate all'International workshop on “The Interplay between Finance, Insurance and Statistics”, Cortona, 1998.*

(**) *Università di Roma “La Sapienza”.*

(***) *Università di Perugia.*

(1) *Cfr. Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, 31-7-1998, art. 1.*

(2) *Cfr. Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, 14-7-1998, pag. 38.*

commisurare i risultati di gestione. Tale parametro deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo”⁽³⁾.

Il richiamo della normativa alla logica del “portafoglio *benchmark*” propone un punto di vista teorico standard sulla caratterizzazione e sulla valutazione dei fondi di investimento, che tutela gli aspetti di informazione sulla “qualità” del prodotto e di controllo sui risultati “effettivi” – rendimento e *performance* – della gestione⁽⁴⁾.

Naturalmente, sulle linee della teoria, la logica d’uso del *benchmark* può essere messa in discussione nella prospettiva del dibattito tra gestione passiva e gestione attiva, verso un “*portfolio management revisited*”⁽⁵⁾.

Ma pur condividendo l’importanza di un parametro oggettivo di riferimento per la verifica dei risultati della gestione, sembra rilevante approfondire che cosa sia il *benchmark* e quale ruolo contrattuale e gestionale abbia per i fondi pensione con garanzia di minimo. Alcuni meccanismi contrattuali caratteristici delle linee garantite proposte nel mercato italiano, infatti, esasperano problemi standard tipici di investimenti a fronte di flussi di passività “assegnati”.

La problematica, d’altra parte, non è nuova per la finanza assicurativa. In un famoso lavoro su polizze del ramo vita *equity-linked* con garanzia, Brennan e Schwartz ponevano in evidenza come “*The reference portfolio is typically a portfolio formed by investing (...) in common stocks. It is clearly not essential that premiums actually be so invested; all that is required is that they are deemed to be invested in computing the policyholder’s benefit. Indeed we shall find (...) that it is in general not optimal (...) to invest the whole of the investment component of the premium in the reference portfolio*”⁽⁶⁾.

(3) Cfr. Consob, 1997, art. 19; Consob, 1998, art. 42.

(4) Cfr. Sharpe, Alexander, Bailey, 1995, pag. 1002, 923-24. Per garantire la confrontabilità dei risultati tra la gestione e il benchmark e tra i diversi gestori debbono essere definiti e condivisi criteri di calcolo dei rendimenti e di misurazione dei rischi per la valutazione della performance. Una sintesi delle posizioni sull’argomento è data in AIMR-GIPS, 1998; per precisazioni cfr. De Felice, Moriconi, 1998a e Cesari, Panetta, 1998.

(5) Cfr. Elton, Gruber, 1995, chap. 26.

(6) Cfr. Brennan, Schwartz, 1976.

2. FORMALIZZAZIONE DEL CONTRATTO DEI FONDI PENSIONE CON MINIMO GARANTITO

2.1 LA COMPONENTE ELEMENTARE DEL CONTRATTO

La struttura del contratto tipo di un fondo pensione con garanzie di minimo può essere formalizzata in riferimento a un'operazione finanziaria "elementare", che nella data di scadenza T , garantisca il flusso di cassa

$$Y_T = D \max \left\{ \beta_I \frac{I_T}{I_0}, \beta_p \frac{p_T}{p_0}, \beta_W \frac{W_T}{W_0}, (1+i)^T \right\}, \quad (2.1)$$

essendo

$$I_t = \alpha S_t + (1-\alpha)W_t, \quad 0 \leq \alpha \leq 1,$$

l'indice di riferimento, per il calcolo del controvalore, e dove S_t è un indice azionario, W_t è un indice obbligazionario, p_t è un indice dei prezzi al consumo, i è un tasso di rendimento prefissato.

I coefficienti β_I , β_p , β_W e il livello i del rendimento minimo possono essere utilizzati per realizzare logiche di garanzie elementari distinte per causa di eliminazione: scadenza naturale, morte, invalidità⁽⁷⁾.

2.2 LA SCOMPOSIZIONE PUT

Il flusso di cassa (*pay-off*) rappresentato dall'espressione (2.1) può essere scritto nella forma:

$$Y_T = D \max \left\{ \beta_I \frac{I_T}{I_0}, M_T \right\},$$

essendo:

$$M_T = \max \left\{ \beta_p \frac{p_T}{p_0}, \beta_W \frac{W_T}{W_0}, (1+i)^T \right\},$$

(7) È possibile trattare forme più complicate per i fattori di accumulazione; a esempio, per soddisfare consuetudini del mercato, invece di $\beta_p p_T/p_0$ si può avere:

$$\prod_{k=1}^{[T]} \left[1 + \beta_p \left(\frac{p_k}{p_{k-1}} - 1 + j \right) \right],$$

dove j è un premio annuo pagato in aggiunta al tasso di inflazione realizzata. Per precisazioni si rimanda all'appendice A1.

il fattore di garanzia⁽⁸⁾.

È espressivo, per evidenziare la ragione economica del contratto, vedere il *pay-off* "scomposto" nei termini della:

$$Y_T = D \frac{I_T}{I_0} + D \max \left\{ M_T - \frac{I_T}{I_0}, 0 \right\}, \quad (2.2)$$

o anche della:

$$Y_T = D \frac{I_T}{I_0} + N_0 \max \{ K_T - I_T, 0 \},$$

avendo posto:

$$N_0 = \frac{D}{I_0}, \quad e \quad K_T = M_T I_0.$$

La prestazione elementare può quindi essere rappresentata come somma del *pay-off* prodotto da un contratto di puro investimento nell'indice e del *pay-off* fornito da N_0 opzioni europee – che convenzionalmente possiamo dire "di tipo *put*"⁽⁹⁾ – scritte sull'indice I_t , con tempo di esercizio T e prezzo *strike* K_T ; in questo senso la (2.2) è convenzionalmente detta "scomposizione *put*".

(8) Solitamente, le caratteristiche di uno schema con minimo garantito vengono descritte in confronto con quelle degli schemi a contributo definito e degli schemi a prestazione definita (cfr., a es., Blake, 1996).

In uno schema a contributo definito la prestazione dovuta al tempo T è l'intero valore degli asset del fondo pensione, quindi il *pay-off* a scadenza è dato da:

$$Y_T = D \frac{I_T}{I_0}, \quad (1n)$$

dove l'indice I_T per il calcolo del controvalore è il valore della quota del fondo di riferimento.

Nello schema a prestazione definita, il *pay-off* a scadenza è "predeterminato", nella forma:

$$Y_T = D M_T. \quad (2n)$$

Anche in questo caso M_T può essere un importo noto in $t=0$, ma può anche essere, più significativamente, un importo indicizzato, determinato molto spesso dall'andamento della dinamica salariale del contraente.

Formalmente, confrontando il *pay-off* del contratto con minimo garantito:

$$Y_T = D \max \left\{ \frac{I_T}{I_0}, M_T \right\},$$

con la (1n) e con la (2n) risulta che la prestazione fornita da un piano a minimo garantito non è mai inferiore né alla prestazione di un piano a contributo definito né a quella di un piano a prestazione definita. In questo senso, quindi, uno schema con garanzia di minimo può essere visto come un piano che "combines the best attributes of defined benefits and defined contribution plans" (Cfr. Bodie, Marcus, Merton, 1988, pag. 159).

(9) A rigor di termini, l'opzione *put* ha prezzo di esercizio noto.

Le opzioni implicate nella scomposizione *put* hanno il significato di *put* “protettive”: sono scritte (cioè vendute) dal gestore⁽¹⁰⁾ e servono a integrare la prestazione dovuta al contraente qualora l’indice di riferimento non raggiunga il livello minimo garantito.

Sempre nel senso della scomposizione *put*, quindi, il contratto dei fondi pensione con minimo garantito ha come componente elementare uno *zero-coupon bond* strutturato.

Osservazione – La struttura contrattuale dello *zero-coupon bond* strutturato si basa (e si giustifica) sul fatto che l’opzione *put* è scritta sullo stesso indice che regola il reddito prodotto dalla parte indicizzata. In questo senso, se la parte indicizzata produce un reddito minore di quello corrispondente al minimo garantito, la *put* assicura esattamente la differenza che va aggiunta al reddito da indicizzazione per raggiungere il livello della garanzia. ■

2.3 LE COMPONENTI DEL PREZZO

Al tempo $t = 0$ il valore (prezzo) della componente elementare del contratto è dato da:

$$V(0; Y_T) = N_0 V(0; I_T) + N_0 P(0),$$

dove:

$$P(0) = V(0; \max\{K_T - I_T, 0\})$$

è il valore dell’opzione *put* “unitaria”.

Se I_t è un indice di mercato definito su un portafoglio che non paga dividendi dovrà aversi, per evitare arbitraggi:

$$V(0; I_T) = I_0;$$

quindi il valore del contratto sarà:

$$V(0; Y_T) = D + N_0 P(0). \tag{2.3}$$

Sulla base della (2.3), il valore della *put* protettiva rappresenta l’importo che il contraente deve versare al tempo zero, a pagamento della garanzia di minimo, in aggiunta alla componente di investimento D (il “*deemed capital*”, nella terminologia di Brennan e Schwartz⁽¹¹⁾).

(10) L’impostazione è coerente con la logica delle “garanzie di risultato”, come definite nel documento della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, 14-7-1998, pag. 17.

(11) Cfr. Brennan, Schwartz, 1976.

In molti casi pratici il "costo della garanzia" $P(0)$ deve essere esplicitamente dichiarato nel contratto⁽¹²⁾.

2.4 LA STRUTTURA GENERALE DEL CONTRATTO

Uno schema generale di fondo pensione con minimi garantiti può essere definito – utilizzando la componente elementare (2.1) – da una struttura contrattuale cosiddetta "a premi unici ricorrenti": ciascun versamento nel fondo attiva una "linea" di investimento caratterizzata da una o più garanzie; le garanzie sono attivate subordinatamente al verificarsi di particolari eventi (in genere sono eventi rilevanti la morte, l'invalidità, l'uscita volontaria, il raggiungimento dell'età pensionabile).

Sia n la data di scadenza del contratto (data in cui si verifica l'evento rilevante), sia $\beta_t = 1$ e sia D_k la componente di investimento della contribuzione versata al tempo k , per $k = 0, 1, \dots, n-1$. Con la contribuzione D_k il contraente attiva una linea di investimento che gli garantisce, alla scadenza n , la prestazione:

$$Y_{k,n} = D_k \max \left\{ \frac{I_n}{I_k}, M_{k,n} \right\},$$

dove $M_{k,n}$ è il fattore di accumulazione minimo garantito da applicare all'investimento D_k . A scadenza, quindi, la prestazione complessiva sarà:

$$\bar{Y}_n = \sum_{k=0}^{n-1} Y_{k,n}.$$

(12) Una decomposizione alternativa del pay-off (2.1) è data dalla:

$$Y_T = DM_T + N_0 \max \{ I_T - K_T, 0 \},$$

che esprime uno schema con minimo garantito come un portafoglio composto da uno schema a prestazione definita e da N_0 opzioni europee di tipo call, scritte dal gestore sul sottostante I_t , sempre con tempo di esercizio T e prezzo di esercizio K_T .

Il valore iniziale del contratto si può esprimere ora come:

$$V(0; Y_T) = DV(0; M_T) + N_0 C(0),$$

dove:

$$C(0) = V(0; \max \{ I_T - K_T, 0 \})$$

è il valore in $t = 0$ della call unitaria che garantisce al contraente l'eventuale extra-rendimento fornito dal portafoglio di riferimento rispetto al livello della "prestazione definita".

Il contratto a premi unici ricorrenti è, quindi, semplicemente un portafoglio di linee di investimento, ciascuna regolata dalla logica del premio unico⁽¹³⁾. Globalmente gli impegni del fondo sono rappresentati da un portafoglio di contratti finanziari strutturati, i cui *pay-off* sono ponderati con le probabilità caratteristiche degli eventi rilevanti. In riferimento alle garanzie fornite al singolo partecipante (testa), è *come se* il fondo vendesse frazioni di *put*, che coprono lo scadenzario di riferimento (nella pratica, mensile), ciascuna frazione essendo definita dalla corrispondente probabilità di “attivazione” della *put*, che è una probabilità dipendente dalle caratteristiche “attuariali” – età, sesso, mestiere o professione, ... – della testa (aderente).

Se si considera un collettivo di aderenti, relativamente a ciascuna data di versamento, il fondo dovrebbe aver venduto un numero di *put* con diverse date di esercizio, tale che scadenza per scadenza il numero delle *put* esercitabili sia il più possibile prossimo al numero di uscite per eventi rilevanti dal collettivo.

Osservazione – La costruzione della struttura di *put* dipende dalle tavole di probabilità di uscita; la copertura finanziaria delle opzioni sarà tanto più efficace quanto più adeguate al collettivo sono le valutazioni di probabilità degli eventi rilevanti. ■

Osservazione – Va precisato che le frazioni di *put*, relative alla stessa data di esercizio, sono sommabili a parità di data di sottoscrizione (stesso livello iniziale dell’indice di riferimento e stessa tipologia di garanzia). ■

(13) Un diverso schema a premi periodici può essere basato sulla logica “a premio annuo”. In questo caso la prestazione a scadenza è definita dalla:

$$\bar{Y}_n^* = \max \left\{ \sum_{k=0}^{n-1} D_k \frac{I_n}{I_k}, \sum_{k=0}^{n-1} D_k M_{k,n} \right\}.$$

È importante osservare che il valore al tempo t di un contratto di questo tipo è minore del valore di un corrispondente contratto a premi unici ricorrenti, dato che è:

$$\sum_{k=0}^{n-1} D_k \max \left\{ \frac{I_n}{I_k}, M_{k,n} \right\} \geq \max \left\{ \sum_{k=0}^{n-1} D_k \frac{I_n}{I_k}, \sum_{k=0}^{n-1} D_k M_{k,n} \right\}.$$

Anche nei casi più semplici, non sono disponibili espressioni in forma chiusa per il prezzo di un contratto a premio annuo. Inoltre, in generale la strategia di hedging per un contratto a premio annuo non è autofinanziante, nel senso che i premi incassati lungo la vita del contratto possono non essere sufficienti per costruire il portafoglio di copertura degli impegni assunti e può quindi essere necessario il ricorso a fonti di finanziamento aggiuntive.

3. LA VALUTAZIONE DELLA COMPONENTE ELEMENTARE DEL CONTRATTO E IL RUOLO DEL *BENCHMARK*

3.1 IL MODELLO GENERALE DI VALUTAZIONE

La valutazione – calcolo del prezzo e degli indicatori di rischiosità – del contratto con garanzia richiede la definizione e l'identificazione di un modello per il mercato di riferimento.

Data la struttura (2.1) della componente elementare del contratto, è stato necessario definire un modello a tre fattori, con tassi di interesse stocastici. Il modello è stato ottenuto estendendo un modello alla Cox, Ingersoll e Ross (CIR) “traslato” per tassi di interesse nominali e reali⁽¹⁴⁾ con un modello di tipo Black e Scholes per l'indice azionario⁽¹⁵⁾.

3.2 IL CASO PURAMENTE AZIONARIO

Si consideri un contratto elementare che garantisce a scadenza la prestazione:

$$Y_T = D \max \left\{ \frac{S_T}{S_0}, (1+i)^T \right\}; \quad (3.1)$$

il contratto fornisce all'investitore il rendimento realizzato dall'indice azionario di riferimento, garantendo comunque un rendimento annuo minimo uguale a $i^{(16)}$. Il modello generale di valutazione consente di calcolare il prezzo $V(0; Y_T)$ del contratto nel caso generale di correlazione tra rischio di tasso di interesse e rischio azionario; nel caso si ipotizzi non correlazione tra le fonti di rischio il modello si riduce a una semplice estensione del tradizionale

(14) Cfr. Moriconi, 1994.

(15) Una descrizione sintetica del modello di valutazione è riportata nell'appendice A2; per maggiori dettagli sui fondamenti e sulle modalità di utilizzazione nelle procedure di calcolo si rimanda a De Felice, Moriconi, 1998a.

(16) Formalmente la (3.1) è un caso particolare della (2.1), con $\beta_I = 1$, $\beta_p = \beta_W = 0$ e $\alpha = 1$.

modello di Black e Scholes⁽¹⁷⁾; insieme al prezzo, la procedura di valutazione consente il calcolo degli indici di rischio (delta, gamma e altre “lettere greche”).

Per lo studio delle implicazioni logiche del contratto – essenziali per impostare strategie coerenti di gestione e di regolamentazione – è fondamentale considerare il problema di copertura (replicazione) della *put*.

Come è noto, il delta della *put* $\Delta_S^{(P)}$, cioè la derivata del prezzo rispetto a S , rappresenta la quota di sottostante, cioè di portafoglio azionario, da detenere per replicare l’opzione, e quindi per effettuare la copertura, nel senso del delta *hedging*, dell’impegno sul minimo garantito. Nel caso delle *put*, il delta ha valore compreso tra 0 e -1, quindi è sempre negativo, dato che il portafoglio replicante si costruisce vendendo allo scoperto quote azionarie. Poiché, per la scomposizione *put*, il contratto elementare è rappresentato sommando l’opzione a un investimento puramente azionario, la componente azionaria necessaria per replicare il *pay-off* della (3.1) sarà data da $\Delta_S = \Delta_S^{(P)} + 1$; avrà quindi valore compreso tra 0 e 1. La restante quota dell’ammontare $V(0; Y_T)$ andrà investita in titoli obbligazionari adatti alla copertura dell’impegno del minimo garantito, cioè in *zero-coupon bond* con scadenza T o, più realisticamente, in obbligazioni con *duration* T .

3.3 PRIME CONSIDERAZIONI SUL RUOLO DEL *BENCHMARK*

Durante la vita del contratto, cioè per istanti di tempo $t > 0$, il “ricalcolo” del valore $V(t; Y_T)$ del contratto condurrà anche a un ricalcolo dei delta. Ciò implica una strategia di copertura di tipo dinamico, che si persegue ricalibrando continuamente la composizione azioni/obbligazioni del portafoglio di copertura.

Per un contratto che fornisce la prestazione Y_T del tipo espresso dalla (3.1) l’indice S_t non gioca il ruolo di un *benchmark* in senso proprio, poiché non definisce completamente né un profilo rischio/rendimento, né uno stile di gestione. La specificazione delle caratteristiche dell’indice serve piuttosto a definire il sottostante della *put* protettiva, e quindi il costo della garanzia. Il *benchmark* che definisce effettivamente lo stile di gestione è di tipo dinamico, nel senso che non è deterministicamente prefissato, ma è determinato, date le caratteristiche del sottostante e il livello del minimo garantito, dall’andamento del mercato, coerentemente con la regola gestionale del delta *hedging*.

Questa caratteristica è tipica di tutti gli schemi con garanzia di minimo. In generale, quindi, l’indice di riferimento I_t non è sufficiente a caratterizzare lo stile di gestione e gioca un ruolo

(17) In particolare, il prezzo della *put* protettiva, cioè il valore in zero del *pay-off*:

$$Y_T = \frac{D}{S_0} \max \left\{ S_0 (1+i)^T - S_T, 0 \right\},$$

si ottiene dalla tradizionale formula di Black e Scholes utilizzando come tasso di interesse “non rischioso” il rendimento sulla scadenza T fornito, a esempio, dal modello CIR.

di *benchmark* solo in collegamento con il tipo e con il livello del minimo garantito. Il portafoglio di copertura effettivamente detenuto durante la vita del contratto, e quindi la struttura del fondo, è frutto di una strategia dinamica di *hedging*, determinata sia dalle caratteristiche del contratto, sia dall'andamento dei mercati di riferimento.

Questo risultato di portata logica generale, può essere sintetizzato – emblematicamente – considerando il caso di un fondo che replicava, nel periodo da gennaio a dicembre 1990, il rendimento del MIB30 (*benchmark* di riferimento) con un minimo garantito del 3% annuo. La figura 1 rappresenta – tramite la quota del MIB30 presente in portafoglio – l'andamento dello "stile di gestione" (riferito al caso di una *call*).

Nella figura 2 è riportato (con linea continua), per scadenze T fino a 30 anni, l'andamento del valore delle *put* protettive (il costo della garanzia) in un contratto con rendimento minimo del 2% annuo. La valutazione è effettuata in ipotesi di correlazione nulla, con riferimento a un investimento $D = 100$ lire e per valori della volatilità σ del processo azionario a livelli del 25% e del 15%.

Nella figura 2 è anche riportato (con linea punteggiata) il valore dei delta azionari $\Delta_S^{(P)}$ relativi alle *put*.

3.4 COSTI E COMMISSIONI DI GESTIONE

Nella pratica, i costi di gestione – in particolare costi di transazione e commissioni di gestione propriamente dette – si configurano come una successione di "perdite" che incidono sul *Net Asset Value* (NAV) del fondo e quindi sui risultati di gestione durante la vita del contratto.

Dal punto di vista modellistico, i costi di gestione sono assimilabili a un processo di "stacco di dividendi" dal portafoglio-indice di riferimento, che ha l'effetto di abbattere il valore di I_t a un livello ridotto dalle commissioni (*fee*) $I_T^{(f)}$, che andrà utilizzato come sottostante "effettivo" per il calcolo della *put* protettiva. La conseguenza sarà, in generale, un aumento del costo delle garanzie di minimo, tanto più alto quanto più oneroso sarà il processo dei dividendi.

In un contratto puramente azionario, è possibile ricorrere ancora al modello di Black e Scholes per valutare l'aumento del valore della *put* protettiva causato dai costi e dalle commissioni di gestione, assumendo che i costi agiscano come un *dividend yield* continuo sul valore dell'indice S_t . Se si indica con $S_t^{(f)}$ il valore dell'indice azionario abbattuto per il *dividend yield*, si tratta di valutare il prezzo in $t = 0$ del *pay-off* in T :

$$Y_T = \frac{D}{S_0} \max \left\{ S_0 (1+i)^T - S_T^{(f)}, 0 \right\},$$

Nella figura 3 è illustrato l'andamento in funzione di T del prezzo della *put* nei contratti di cui alla figura 2, ipotizzando in questo caso un abbattimento per costi di S_t al livello dell'1% annuo.

3.5 IL CASO PURAMENTE OBBLIGAZIONARIO

Un'altra situazione interessante da valutare è data dal caso "puramente obbligazionario", riferito a un contratto elementare che garantisce a scadenza la prestazione:

$$Y_T = D \max \left\{ \frac{W_T}{W_0}, (1+i)^T \right\}; \quad (3.2)$$

in questo caso viene fornito il rendimento realizzato da un indice obbligazionario di riferimento, con un minimo garantito dato dal rendimento i ⁽¹⁸⁾. Un fattore critico per la determinazione del prezzo $V(0; Y_T)$ del contratto è la specificazione delle caratteristiche "temporali" dell'indice di capitalizzazione obbligazionaria W_t .

Poiché l'indice W_t deve essere facilmente replicabile, nella pratica va scelto in modo da risultare quanto più possibile simile al montante prodotto da una strategia di *trading* che il gestore considera effettivamente perseguibile.

Una scelta possibile è quella di definire W_t come il montante generato da una strategia di compra-vendita, a intervalli di tempo di ampiezza Δt prefissata, di *coupon bond* di *duration* prefissata $\tau \geq \Delta t$. Si tratta cioè di acquistare un titolo con *duration* τ per rivenderlo dopo Δt unità di tempo, riacquistando contestualmente un nuovo titolo con *duration* τ , sul quale si riapplicherà la stessa procedura.

Se $B(t; \tau)$ è il prezzo di mercato al tempo t del *coupon bond* con *duration* τ , scelto per l'investimento, il valore dell'indice W_t alla n -esima data di compra-vendita $t = n\Delta t$ sarà dato da:

$$W_{n\Delta t} = \prod_{k=1}^n \frac{B(k\Delta t; \tau - \Delta t) + C(k\Delta t)}{B(k\Delta t - \Delta t; \tau)}, \quad n = 1, 2, \dots,$$

dove $C(k\Delta t)$ è il valore delle cedole staccate nel k -esimo periodo di detenzione $((k-1)\Delta t, k\Delta t]$ reinvestite ai tassi di mercato fino alla scadenza $k\Delta t$ del periodo.

Naturalmente, se l'orizzonte di detenzione Δt coincide con la *maturity* del titolo trattato, la strategia di compra-vendita si riduce a una strategia di *roll-over*.

Una tipica strategia di *roll-over* a breve termine si ottiene assumendo che i titoli trattati siano *zero-coupon bond* con vita a scadenza τ coincidente con l'orizzonte di detenzione Δt . In questo caso si ha:

$$W_{n\Delta t} = \left[v(0; \tau) v(\tau; \tau) v(2\tau; \tau) \dots v((n-1)\tau; \tau) \right]^{-1}$$

dove $v(t; \tau)$ è il prezzo al tempo t di uno *zero-coupon bond* unitario con *maturity* $t + \tau$.

(18) Formalmente la (3.2) è un caso particolare della (2.1), con $\beta_l = 1$, $\beta_p = \beta_s = 0$, e $\alpha = 0$.

3.6 ALTRE CONSEGUENZE DALLA SCELTA DEL BENCHMARK

Un contratto del tipo (3.2) risulta soggetto soltanto al rischio di tasso di interesse, quindi può essere valutato con un modello caratterizzato da un'unica fonte di incertezza.

Tuttavia il *pricing* della garanzia risulta in questo caso piuttosto delicato, poiché le caratteristiche delle traiettorie seguite dall'indice W_t dipendono in modo critico dalla scelta della *duration* di riferimento τ e dell'orizzonte di detenzione Δt . A esempio, per una strategia di *roll-over* a 3 mesi ($\Delta t = \tau = 3$ mesi) W_t segue andamenti piuttosto regolari, che però possono differire tra loro in modo notevole a tempi lunghi. Al contrario, per una strategia di compra-vendita trimestrale di titoli con *duration* decennale ($\Delta t = 3$ mesi, $\tau = 10$ anni) gli andamenti possibili di W_t risultano accidentati, ma tendenti a scostarsi di poco l'uno dall'altro nel lungo periodo. In altri termini, per valori di $\tau/\Delta t$ vicini a 1, W_t mostra bassa volatilità locale, ma alta dispersione a tempi lunghi; per valori crescenti del rapporto $\tau/\Delta t$ la volatilità locale aumenta e diminuisce la dispersione a lungo termine delle traiettorie.

Questo effetto è illustrato nella figura 4, in cui sono riportate alcune traiettorie di W_t simulate utilizzando il modello CIR, generate da strategie di compra-vendita trimestrale di titoli con *duration* di 3 mesi, 2, 5 e 10 anni.

Questa ampia varietà di comportamento del processo stocastico W_t può difficilmente essere descritta da una distribuzione di tipo lognormale come quella sottostante il modello di Black e Scholes; appare quindi preferibile, per evitare approssimazioni di esito incontrollabile, effettuare il *pricing* delle garanzie risolvendo, quasi sempre per via numerica, il modello CIR univariato.

Il valore delle *put* in un contratto con rendimento minimo del 3% annuo è riportato nella figura 5 per scadenze T fino a 30 anni. La valutazione è effettuata, con riferimento a un investimento $D = 100$ lire, per strategie di compra-vendita con $\Delta t = 3$ mesi e *duration* di riferimento di 3 mesi (linea continua), 5 anni (linea tratteggiata) e 10 anni (linea punteggiata). I valori dei parametri del modello CIR sono stimati sul mercato telematico dei titoli di Stato italiani (MTS).

3.7 UN CASO PIÙ ARTICOLATO

Gli aspetti problematici del *benchmark* in confronto allo stile di gestione effettivo possono essere "riassunti" considerando i problemi tipici della valutazione di un contratto con minimo garantito.

A titolo di esempio, si consideri, nella sua forma base, un contratto articolato su più eventi rilevanti.

La prestazione dovuta in caso di scadenza naturale è espressa dal *pay-off*

$$Y_T = D \max\left(\frac{I_T}{I_0}, \frac{p_T}{p_0}\right); \quad (3.3)$$

nel caso di premorienza o invalidità si ha invece:

$$Y_T = D \max\left(\frac{I_T}{I_0}, 0.9 \frac{p_T}{p_0}, 1.025^T\right), \quad (3.4)$$

mentre per vecchiaia si ha:

$$Y_T = D \max\left(\frac{I_T}{I_0}, \frac{p_T}{p_0}, \frac{W_T}{W_0}, 1.035^T\right). \quad (3.5)$$

L'indice di riferimento per il calcolo del controvalore è per il 30% azionario e per il 70% obbligazionario:

$$I_t = 0.3S_t + 0.7W_t,$$

e l'indice obbligazionario è definito come il risultato di una strategia di compra-vendita, con periodicità trimestrale, di *coupon bond* con *duration* quadriennale; si pone cioè

$$\tau = 4 \text{ anni}, \quad \Delta t = 3 \text{ mesi}.$$

Il valore dei parametri del processo p_t dei prezzi al consumo è:

$$y_0 = 0.02, \quad \vartheta = 0.015, \quad \eta = 0.11, \quad \zeta = 0.022;$$

la volatilità del processo S_t dell'indice azionario è:

$$\sigma = 0.20;$$

i parametri del modello CIR per lo *spot rate* nominale r_t sono stimati sul mercato telematico dei titoli di Stato italiani (MTS) alla data del 30 ottobre 1997.

I coefficienti di correlazione tra le tre fonti di incertezza sono:

$$\rho_{rp} = 0.6, \quad \rho_{rs} = -0.1, \quad \rho_{ps} = -0.2.$$

Nella figura 6 sono riportate le curve dei rendimenti prodotte (in forma chiusa) dal modello *displaced CIR* per i tassi di interesse nominali e reali. Le curve descrivono, su un orizzonte decennale di scadenze, l'andamento della struttura dei tassi nominali a pronti (nomin.), dei tassi nominali a termine (impl.) e dei tassi nominali attesi (nom.at), della struttura dei tassi reali a pronti (reali) e dei tassi reali attesi (real.a) e della struttura inflattiva (inflat).

Per il valore $V(0; Y_T)$ dei *pay-off* (3.3), (3.4) e (3.5) è stata utilizzata una procedura di simulazione Monte Carlo⁽¹⁹⁾.

Anche lo stile di gestione, caratterizzato tramite i delta relativi alle tre fonti di incertezza (e di rischio), è stato definito per via numerica.

(19) La procedura è applicata all'espressione in forma integrale (a6) dell'appendice A2. Costruito un equivalente discreto (secondo lo schema di Eulero) della versione risk neutral delle equazioni (a2), (a3) e (a4), sono state campionate N traiettorie, da 0 a T , dei processi r_t , p_t e S_t , dati i valori iniziali r_0 , p_0 e S_0 . La stima numerica dell'aspettativa risk neutral espressa dalla (a5) è stata ottenuta come media aritmetica dei valori scontati del *pay-off* Y_t , calcolati in corrispondenza di ciascuna traiettoria.

Un'approssimazione numerica delle derivate:

$$\Delta_r = \frac{\partial V}{\partial r}, \quad \Delta_p = \frac{\partial V}{\partial p}, \quad \Delta_S = \frac{\partial V}{\partial S},$$

è stata ottenuta ripetendo la procedura Monte Carlo per valori incrementati dei valori iniziali r_0 , p_0 e S_0 e calcolando i corrispondenti rapporti incrementali.

La simulazione Monte Carlo è stata effettuata con passo di discretizzazione settimanale e con $N = 10000$ iterazioni, per scadenze T da 1 a 5 anni. I risultati sono riportati nella tavola 1 dove sono elencati, per ciascuna delle tre cause di eliminazione previste dal contratto, il prezzo e i delta del contratto, relativamente a una componente di investimento $D = 100$ lire. Sono anche riportati i valori delle *duration* stocastiche (in anni), ricavati dal valore di Δ_r secondo il modello CIR.

3.8 IL PRICING DELLA LINEA GARANTITA

La valutazione della componente elementare (definita rispetto a una scadenza certa) può essere utilizzata per valutare l'“intera” linea di investimento, in cui la scadenza del *pay-off* elementare è aleatoria e dipende dagli eventi rilevanti (morte, invalidità, uscita volontaria, raggiungimento dell'età pensionabile).

Nell'ipotesi che la conclusione del contratto avvenga per motivi indipendenti dall'andamento delle variabili finanziarie, il *rischio finanziario* (l'incertezza sull'effettiva prestazione dovuta a scadenza) e il *rischio attuariale* (l'incertezza sulla data e sul motivo di scadenza del contratto) possono essere distinti e controllati separatamente.

Se si assume, inoltre – com'è usuale nella pratica attuariale standard –, che il numero di contratti che costituiscono il portafoglio sia sufficientemente grande da rendere trascurabile il rischio attuariale, il premio praticato si può ottenere come premio medio, ponderando cioè attuarialmente i premi dei contratti base.

A esempio, per un contratto a premi unici ricorrenti che contempla solo il caso di premorienza, il valore al tempo 0 per una testa di età x è:

$$\bar{V}(0) = \sum_{h=1}^n \pi(x; h) V(0; Y_{0,h}),$$

essendo:

$$\begin{aligned} \pi(x; h) &= {}_{h-1/1} q_x, \quad \text{per } h = 1, 2, \dots, n-1, \\ \pi(x; n) &= {}_{n-1/1} q_x + {}_n p_x, \end{aligned}$$

dove ${}_{h-1/1} q_x$ è la probabilità che la testa, in vita nell'anno x , deceda nell'anno $x+h$.

L'espressione del prezzo di acquisto della linea garantita consente di precisare la struttura del contratto: a fronte di ciascun versamento l'aderente acquista frazioni dello *zero-coupon bond*

strutturato – quindi in particolare frazioni di *put* – che coprono lo scadenziario di riferimento, ciascuna frazione definita dalla corrispondente probabilità di uscita dell’aderente dal fondo per eventi rilevanti (che rappresenta anche la probabilità di esercizio della *put*).

Osservazione – In una tipica polizza di assicurazione sulla vita, $\bar{V}(0)$ è la riserva prospettiva della linea di investimento attivata al tempo 0. ■

Osservazione – È interessante osservare che l’utilizzazione di “basi tecniche di secondo ordine”, in particolare di tavole di mortalità più pessimistiche, può creare margini disponibili per il gestore solo nel caso in cui sia legalmente proprietario degli *asset* acquistati con il prezzo incassato per la vendita delle *put* protettive. ■

4 I PRINCIPI DEL CONTROLLO

4.1 LA SOLVIBILITÀ

Un piano con garanzia di minimo è, per struttura formale, simile a un contratto *Equity-linked Life Insurance Policy with Asset Value Guarantee* (ELPAVG)⁽²⁰⁾; i due contratti sono però sostanzialmente diversi nella ragione economica, proprio per il ruolo (contrattuale) giocato dal *benchmark*. Nel caso dell’ELPAVG il livello del *benchmark* entra a definire l’impegno dell’assicuratore, indipendentemente dal rendimento effettivo realizzato dal fondo di riferimento della polizza; per i fondi pensione con garanzia di minimo il *benchmark* non costituisce obbligo contrattuale, poiché il contratto obbliga soltanto a garantire il rendimento minimo dichiarato.

Ovviamente la ragione economica del contratto ha effetti significativi sulle condizioni di solvibilità del fondo.

In uno schema a prestazione definita il valore al tempo $t \leq T$ degli impegni del gestore è dato da $DV(t; M_T)$. Quindi, se A_t è il NAV del fondo al tempo t , la condizione di solvibilità in t è data dalla:

$$A_t \geq DV(t; M_T).$$

In uno schema a contributo definito le prestazioni dipendono soltanto dall’andamento del valore del fondo A_t , che non necessariamente replicherà l’andamento dell’indice I_t . Quindi, mentre deve essere $A_0 = D$ può ben accadere che, per $t > 0$ risulti

$$A_t \neq D \frac{I_t}{I_0}.$$

(20) Cfr. Brennan Schwartz, 1976 e 1979.

Estendendo questo punto di vista a un piano con minimo garantito, la condizione di solvibilità sarà ancora

$$A_t \geq DV(t; M_T);$$

si richiederà cioè che, in ogni istante di vita del contratto, il valore del fondo non scenda al di sotto del valore attuale del minimo garantito.

Questa richiesta è ben diversa dalla condizione di solvibilità che caratterizza una ELPVAG, per la quale deve essere

$$A_t \geq DV\left(t; \max\left\{\frac{I_T}{I_0}, M_T\right\}\right).$$

4.2 PERFORMANCE E REPUTAZIONE

Il ruolo del *benchmark* definisce – in linea di principio – una situazione di non-equità nel meccanismo contrattuale dei fondi pensione con minimo garantito.

I costi di adesione al fondo sono determinati (e dovrebbero essere verificabili per gli aderenti) date le caratteristiche finanziarie del *benchmark* I_t e le qualità attuariali dell'aderente; d'altra parte, le prestazioni corrispondenti sono definite e calcolate sulla base del rendimento effettivo dato dal NAV A_t del fondo.

Questa asimmetria, è una delle cause che rende più complessa la gestione dei fondi con minimo garantito – rispetto ai fondi senza garanzia – e più delicata l'attività di regolamentazione (controllo delle riserve, verifica delle *performance*).

Il problema d'altra parte non può essere risolto impostando il *pricing* direttamente sulle caratteristiche del rendimento del fondo (invece che del *benchmark*), ché sarebbe mal-posto un contratto di *put*, scritto su un sottostante "manipolabile" da chi vende l'opzione.

L'unica via verso la soluzione può essere data da una regolamentazione, che possa garantire livelli alti di efficienza nel mercato. In un mercato efficiente, infatti, la tutela della reputazione impone vincoli stringenti al gestore; se il prezzo di vendita, in $t=0$ è stato calcolato sul *benchmark*, allora alla scadenza n la reputazione del gestore sarà tutelata soltanto se A_t/A_0 risulterà prossimo al "rendimento" *benchmark* I_t/I_0 ; in questo senso I_t/I_0 costituisce – a tutti gli effetti – un *obbligo morale*, e l'esigenza di soddisfare l'obbligo in difesa della reputazione consente di considerare meno iniquo il *pricing* basato sul *benchmark*.

Le difficoltà gestionali e di regolamentazione comunque permangono intere. Anche se può aver senso assumere che al tempo zero sia:

$$V\left(0; \frac{A_n}{A_0}\right) = V\left(0; \frac{I_n}{I_0}\right),$$

al tempo $t > 0$ può ben accadere che si abbia:

$$\frac{A_t}{A_0} < \frac{I_t}{I_0}.$$

In uno schema a contributo definito questo evento causerà una perdita (temporanea) di reputazione per il gestore, senza alcun effetto necessario sul proseguimento della strategia di investimento: l'osservazione dell'indice I_t continuerà a fornire un *benchmark* rispetto al quale misurare le *performance* di gestione (che saranno valutate confrontando il rendimento del fondo A_{t+1}/A_t con il rendimento di mercato I_{t+1}/I_t) e il vincolo reputazionale potrà essere considerato ancora efficace.

In uno schema con garanzia di minimo questo meccanismo non è altrettanto chiaro. In un mercato in equilibrio, il rendimento atteso di uno schema a minimo garantito con indice di riferimento I_t è minore del rendimento atteso di un analogo schema a contributo definito, dato il più basso livello di rischiosità dell'investimento. Quindi il *benchmark* appropriato per la misurazione delle *performance* è proprio il valore degli impegni

$$V_t = V(t; Y_{0,n}),$$

calcolato in riferimento alla situazione corrente di mercato.

Inoltre, va considerato che eventuali *underperformance* accusate nel passato non possono non essere tenute in considerazione, dato che possono incidere sul conseguimento del minimo garantito. Per esempio, anche se da una certa data t_0 in poi l'apprezzamento del fondo è più alto di quello richiesto all'equilibrio, cioè se è

$$\frac{A_{t+1}}{A_t} \geq \frac{V_{t+1}}{V_t}, \quad \text{per } t_0 \leq t \leq n,$$

ciò potrebbe non essere sufficiente ad assicurare il rendimento minimo garantito alla scadenza n qualora si sia incorsi in *underperformance* in date t precedenti a t_0 .

In conclusione – affinché il vincolo reputazionale sia realmente efficace per il ripristino dell'equità –, è importante definire un *criterio di misurazione delle performance* che permetta di confrontare i risultati di investimento di schemi con garanzia di minimo che differiscano tra loro sia per la ragione finanziaria che per struttura attuariale delle garanzie. Un simile criterio fornirebbe anche l'obiettivo adeguato da perseguire nelle strategie gestionali.

4.3 IL SIGNIFICATO LOGICO DEL “RESCALED BENCHMARK”

Per la posizione logica del problema di misurazione di *performance* di strutture contrattuali diverse, sembra rilevante la definizione di “*rescaled benchmark*”.

Siano $t = 0, 1, 2, \dots, n$ le date alle quali deve essere effettuata la valutazione delle *performance*. Al tempo t , si definisca γ_t come la soluzione dell'equazione:

$$V_t^{[\gamma]} = A_t,$$

essendo $V_t^{[\gamma]}$ definito dalla:

$$V_t^{[\gamma]} = D_0 V \left(t; \max \left\{ \gamma_t \frac{I_n}{I_0}, M_{0,n} \right\} \right).$$

Se γ_t esiste e è unico, può essere interpretato come un fattore di *rescaling* che determina di quanto il risultato di gestione I_n/I_0 , promesso in $t=0$, deve essere modificato al tempo t , date le *performance* realizzate nel periodo $[t-1, t]$, per poter continuare a garantire alla scadenza la prestazione minima $D_0 M_{0,n}$. Naturalmente è $\gamma_0 = 1$, dato che è $V_0^{[1]} = A_0$ per definizione.

Un criterio ragionevole per misurare i risultati di investimento nell'intervallo $[t, t+1]$ potrebbe essere ottenuto confrontando il rapporto $Q_t = A_{t+1}/A_t$ con il rapporto:

$$Q_t^{[\gamma]} = \frac{V_{t+1}^{[\gamma]}}{A_t}.$$

Da un punto di vista puramente contrattuale, anche se si verificasse una sfavorevole successione di valori di γ_t minori di uno, il gestore non sarebbe obbligato a rifinanziare il fondo, a meno che non venga violato il vincolo di solvibilità:

$$A_t > D_0 V \left(t; M_{0,n} \right).$$

Secondo il criterio del *rescaling*, al tempo t il rapporto riscalo $Q_t^{[\gamma]}$ potrebbe essere utilizzato come rendimento *benchmark* per il periodo $[t, t+1]$, mentre il fattore di *rescaling* fornirebbe una misura sintetica del passato andamento delle *performance*.

In altri termini, secondo il criterio del *rescaling*, il NAV del fondo al tempo t può essere scomposto nella forma:

$$A_t = A_t' + A_t'' ,$$

dove

$$A_t' = D_0 V \left(t; \gamma_t \frac{I_n}{I_0} \right) = \gamma_t \frac{D_0}{I_0} I_t ,$$

è il *valore base* del portafoglio, e

$$A_t'' = D_0 V \left(t; \max \left\{ M_{0,n} - \gamma_t \frac{I_n}{I_0}, 0 \right\} \right)$$

è il *valore della garanzia*. La funzione A_t' rappresenta il valore del fondo *aggiustato per il costo della garanzia* A_t'' e può essere usato come l'appropriato valore di riferimento per confrontare le *performance* di strategie di investimento soggette a differenti tipi di minimo garantito o anche prive di impegni di minimo. È anche evidente come il criterio proposto suggerisca ragionevoli strategie di *hedging*.

Va segnalato, che il criterio del “*rescaled benchmark*” non è facilmente applicabile al caso di fondi gestionalmente complessi; comunque suggerisce modalità per definire criteri operativi, adeguati al problema.

4.4 UN CRITERIO OPERATIVO PER CONTROLLARE IL PATRIMONIO

Si consideri un capitale di riferimento D di 1 lira, in $t = 0$. Il patrimonio dell’assicurato (il NAV) in $t = 0$ può essere definito nella forma:

$$A_0 = 1 + V \left(0; \max \left\{ M_{0,n} - \frac{I_n}{I_0}, 0 \right\} \right),$$

cioè come somma della posizione individuale $A_0^{(1)} = 1$ e del costo della garanzia:

$$A_t^{(2)} := V \left(t; \max \left\{ M_{0,n} - \frac{I_n}{I_0}, 0 \right\} \right),$$

calcolato in $t = 0$. Concettualmente, il termine $A^{(1)}$ individua il fondo “da destinare” al perseguimento del *benchmark*, il termine $A^{(2)}$ il fondo “dedicato” alle garanzie. A esempio, in una gestione che lavorasse tramite acquisto diretto delle garanzie, il fondo $A^{(2)}$ sarebbe il fondo delle *put* di copertura.

In uno schema di gestione corretto, che non si esponesse a non necessari rischi di perdita patrimoniale o di caduta di reputazione, il rapporto di scomposizione $A_t^{(1)}/A_t^{(2)}$ del NAV A_t non può rimanere costante nel tempo, a causa del naturale *time decay* delle opzioni, ma soprattutto per il continuo mutare delle condizioni di mercato e dei risultati di gestione.

In generale, il problema gestionale si configura come un problema di calcolo dei valori degli impegni (riserva di bilancio e riserva gestionale) e di controllo di congruità tra valore degli impegni e valore del patrimonio.

Il sistema di calcolo del valore degli impegni deve poter fornire gli indici di rischio – in particolare delta e *duration* – che sono, nella pratica, necessari per le strategie di *hedging*, finalizzate alla difesa della reputazione.

Nel caso di *put* replicata, nel corso della gestione il valore della posizione individuale $A_t^{(1)}$, e quindi il fondo su cui calcolare il rendimento di riferimento, va ricavato dal NAV A_t detraendo da questo il valore corrente della garanzia.

In $t > 0$, cioè nel corso della gestione del contratto, se l’opzione che copre la garanzia di minimo viene replicata internamente al fondo, il valore di mercato A_t di tutti gli *asset* del fondo – come è già stato notato – non può essere utilizzato per calcolare il rendimento da confrontare col *benchmark* “promesso”, per due ordini di motivi: 1) rispetto a un *benchmark* (cioè al rendimento di un portafoglio di mercato privo di garanzie di minimo), A_t determinerà un rendimento sistematicamente inferiore, dato che è relativo a un fondo garantito e perciò con livello di rischiosità più basso; 2) i livelli di A_t forniti da fondi diversi non sono immediatamente

confrontabili tra loro, dato che il costo delle garanzie di ciascun fondo dipenderà dal tipo di garanzie fornite e dalla composizione per età del collettivo.

In analogia con la logica della scomposizione *put*, che consente di scomporre il valore totale di un contratto in valore delle garanzie e valore base, si può definire il valore $A_t^{(1)}$ della posizione individuale come il *valore residuo* degli *asset* dopo aver detratto il valore della garanzia accessoria, cioè:

$$A_t^{(1)} := A_t - A_t^{(2)} .$$

Il rendimento del fondo da usare come criterio di valutazione delle *performance* di gestione sarà dato (con riferimento al periodo $[0, t]$) da:

$$\left[\frac{A_t^{(1)}}{A_0^{(1)}} \right]^{1/t} - 1 .$$

La gestione del fondo nel caso di “*put replicata*” deve essere svolta in modo consolidato, trattando cioè il portafoglio degli *asset* come un tutt’uno, composto solamente di posizioni lunghe. Il portafoglio replicante l’opzione – contenente sia posizioni lunghe che corte – individuato formalmente con il modello interno di valutazione, non viene contabilizzato come tale.

Nel caso di “*put acquistata*” il patrimonio complessivo risulta ripartito – concettualmente – in due gestioni: una relativa a un puro fondo di investimento senza garanzie, e svolta dal gestore, l’altra consistente nel replicare l’opzione con un opportuno *mixing* di posizioni lunghe e corte, e “ceduta” a tutti gli effetti all’intermediario dal quale si è acquistata l’opzione.

Nel caso di *put replicata*, si potrebbe tentare di ricalcare lo stesso schema “separando” le due gestioni. In questo caso parte del portafoglio titoli di riferimento servirebbe a garantire le vendite allo scoperto necessarie alla gestione della parte replicante secondo le prescrizioni del delta *hedging*.

Questa separazione consentirebbe forse una più diretta definizione della posizione individuale $A_t^{(1)}$ (che si potrebbe ricavare col metodo degli “*asset replicanti*”, cioè come valore di mercato dei titoli acquistati in $t = 0$ con l’ammontare $A_0^{(1)}$ al fine di replicare il *benchmark*), ma potrebbe porre seri problemi di tipo contabile e gestionale.

5. IL CASO DEI FONDI APERTI CON COSTO DELLA GARANZIA DEFINITO COME “PROVVIGIONE ANNUA”

5.1 IL COSTO DELLA GARANZIA COME DIVIDENDO STACCATO

In riferimento alla scomposizione *put*:

$$V(0; Y_T) = D + N_0 P(0) ,$$

si può osservare che il prezzo della garanzia $N_0 P(0)$, sia che venga versato nel fondo di riferimento, oppure assoggettato a gestione separata, ha sempre la natura di un costo che il contraente sostiene in $t = 0$ per acquisire la certezza del rendimento minimo. Alla scadenza T il valore $P(t)$ della *put* sarà nullo se le *performance* del fondo avranno superato il livello garantito; altrimenti $P(t)$ assumerà esattamente il valore necessario per garantire l'integrazione al minimo. Il rendimento minimo garantito è calcolato sulla componente D della contribuzione, mentre l'importo $N_0 P(0)$ serve per *proteggere* l'investimento; non costituisce cioè patrimonio del contraente disponibile per l'investimento.

In molti casi pratici si preferisce adottare una forma contrattuale differente, in cui l'intero versamento iniziale costituisce patrimonio disponibile per l'investimento a rendimento minimo garantito, mentre, per compensare il gestore della garanzia fornita, viene periodicamente staccato dal fondo di riferimento un "dividendo" ("provvigione") di importo dato da una percentuale prefissata g del NAV.

In uno schema di questo tipo, il costo g della garanzia corrisponde a un flusso di dividendi che abbatte il rendimento del fondo di riferimento. Poiché a una diminuzione del rendimento atteso del "sottostante" corrisponde un aumento del valore della *put* protettiva (cioè del costo stesso della garanzia), il valore di g andrà ricavato in modo implicito, come valore di equilibrio. Più precisamente, se si indica con $I_t^{(g)}$ l'indice di riferimento abbattuto per il costo periodico della garanzia, in un contratto di scadenza T fissata il valore di g andrà ricavato in $t = 0$ come soluzione dell'equazione

$$V \left(0; D \max \left\{ \frac{I_T^{(g)}}{I_0}, M_T \right\} \right) = D ,$$

cioè come quel livello di dividendo per cui il valore iniziale del contratto è uguale all'importo della contribuzione.

Qualora si debba tener conto anche dei "dividendi" staccati dal fondo di riferimento come compenso per i costi e le commissioni di gestione, g andrà ricavato come soluzione della

$$V \left(0; D \max \left\{ \frac{I_T^{(f+g)}}{I_0}, M_T \right\} \right) = V \left(0; D \frac{I_T^{(f)}}{I_0} \right), \quad (5.1)$$

dove si è indicato con $I_t^{(f)}$ l'indice di riferimento abbattuto solamente per i costi e le commissioni di gestione e con $I_t^{(f+g)}$ lo stesso indice abbattuto sia per costi e commissioni di gestione (*fee*), sia per il costo della garanzia.

Naturalmente, in uno schema con garanzia pagata come dividendo la conoscenza esatta della scadenza T del contratto assume un ruolo cruciale, nel senso che se il contratto dovesse estinguersi anticipatamente il gestore non recupererebbe l'intero ammontare della somma dovuta a copertura del minimo, mentre nel caso di un prolungamento si creerebbe spazio per un margine aggiuntivo. Di questo fatto va tenuto adeguatamente conto in fase di ponderazione attuariale dei contratti elementari e nella fase di formazione del collettivo di contratti.

Per le finalità del *pricing* e del controllo della gestione, è perciò utile definire *tempo di recupero* la durata minima T_R per cui, dato un costo g della garanzia, è soddisfatta la (5.1). Si può allora ricavare una valutazione di adeguatezza del costo g calcolando, sulla base della struttura per età del collettivo, la durata media dei contratti elementari e confrontando tale durata col corrispondente tempo medio di recupero.

A titolo di esempio, si consideri un contratto puramente azionario, con rendimento nominale minimo garantito i e con costo della garanzia g . Si definiscano le funzioni di T :

$$V^Y(T) = V \left(0; D \max \left\{ \frac{S_T^{(f+g)}}{S_0}, (1+i)^T \right\} \right)$$

e:

$$V^D(T) = V \left(0; D \frac{S_T^{(f)}}{S_0} \right).$$

Il tempo di recupero, se esiste, è il valore T_R per cui si ha:

$$V^Y(T_R) = V^D(T_R).$$

Nelle figure 7A e 7B è illustrato l'andamento, per valori di T fino a 40 anni, della funzione V^D (linea continua) e delle funzioni V^Y calcolate per livelli della volatilità σ dell'indice azionario uguali al 5% (linea punteggiata), al 15% (linea tratto-e-punto) e al 25% (linea tratteggiata); il minimo garantito è uguale al 2% annuo e si fa riferimento a una contribuzione $D = 100$ lire. I dividendi staccati per le commissioni e quelli staccati per la garanzia di minimo sono ipotizzati come *dividend yield* continui, e le funzioni V^Y sono ricavate utilizzando l'equazione di Black e Scholes, ponendo il tasso di valutazione al livello della struttura a termine stimata col modello CIR il 26 ottobre 1998. Le quattro figure sono relative a diverse scelte per la coppia commissioni/garanzia. Da ciascuna figura sono ricavabili i tempi di recupero, come intersezioni tra le curve V^Y e la curva V^D .

Se nell'indice di riferimento si include una componente obbligazionaria, la valutazione va effettuata ancora per via numerica utilizzando il modello CIR esteso.

La figura 8 illustra l'andamento della funzione V^D e delle funzioni V^Y calcolate per livelli della componente obbligazionaria dell'85% (linea tratto-e-punto) e del 100% (linea punteggiata), ipotizzando per W_t una strategia di compra-vendita trimestrale di obbligazioni a *duration* quinquennale. La volatilità dell'indice azionario, nel caso di indice misto, è uguale al 25%; i parametri CIR sono stimati alla data del 26 ottobre 1998. Si garantisce un rendimento minimo del 2% annuo, su un investimento $D = 100$ lire. I costi e le commissioni di gestione sono posti al livello dell'1.50% all'anno e il costo della garanzia è uguale all'1% all'anno. Per il contratto puramente obbligazionario risulta un tempo di recupero di 3.55 anni, mentre il costo della garanzia per il contratto misto azionario/obbligazionario si recupera in 4.87 anni.

5.2 IL RUOLO DEL *BENCHMARK* NELLA DEFINIZIONE E NEL CALCOLO DELLA RISERVA GESTIONALE

Si consideri, al tempo t , una linea di garanzia attivata all'epoca $u \leq t$, che scade al tempo $s \geq t$ e caratterizzata dal pagamento a scadenza

$$Y_{u,s} = D_u \max \left\{ \frac{I_s^{(f+g)}}{I_u^{(f+g)}}, (1+i)^{s-u} \right\}.$$

La *durata residua* della linea è $s-t$ e l'*antidurata* è $t-u$.

La riserva gestionale in t può far riferimento al valore di mercato in t del pagamento a scadenza, definito come:

$$V(t; Y_{u,s}) = D_u V \left(t; \max \left\{ \frac{I_s^{(f+g)}}{I_u^{(f+g)}}, (1+i)^{s-u} \right\} \right).$$

Si ponga:

$$F_t^u = \frac{I_t^{(f+g)}}{I_u^{(f+g)}},$$

che rappresenta il fattore di rivalutazione dovuto all'incremento dell'indice di riferimento tra la data u e la data t ,

$$D_t^u = D_u F_t^u,$$

che rappresenta il valore rivalutato all'epoca t del pagamento di D_u lire all'epoca u , e

$$c_i = \frac{(1+i)^{t-u}}{F_t^u},$$

che è un coefficiente che vale 1 se l'indice ha reso tra u e t , in base annua, esattamente il tasso minimo garantito, mentre è minore di 1 se l'indice ha reso di più ed è maggiore di 1 se l'indice ha reso di meno.

Risulta che:

$$\begin{aligned} V(t; Y_{u,s}) &= D_u F_t^u V \left(t; \max \left\{ \frac{I_s^{(f+g)}}{I_t^{(f+g)}}, \frac{(1+i)^{t-u}}{F_t^u} (1+i)^{s-t} \right\} \right) \\ &= D_t^u V \left(t; \max \left\{ \frac{I_s^{(f+g)}}{I_t^{(f+g)}}, c_i (1+i)^{s-t} \right\} \right). \end{aligned}$$

L'espressione della riserva alla quale appare opportuno attribuire un significato di riferimento ai fini gestionali è quella ottenuta interpretando il fattore F_t^u come il fattore di apprezzamento della quota dalla data u alla data t :

$$F_t^u = \frac{Q_t}{Q_u}.$$

Con questa scelta, per una linea che va a scadenza immediatamente dopo la data di valutazione t , cioè in t^+ , il valore della riserva risulta, correttamente:

$$V(t; Y_{u,t^+}) = D_u \max \left\{ \frac{Q_t}{Q_u}, (1+i)^{t-u} \right\}.$$

Le derivate rispetto a r e rispetto a S della riserva gestionale:

$$V_r = \frac{\partial V}{\partial r}, \quad V_s = \frac{\partial V}{\partial S},$$

costituiscono gli *input* per il calcolo delle corrispondenti quantità relative all'intero portafoglio, che costituiscono, a loro volta, gli elementi strategici per l'*asset allocation*, cioè per definire lo stile di gestione.

Per una valutazione dell'efficienza della gestione potrà essere utile il confronto con la "riserva di mercato" $V^M(t)$, ottenuta definendo il fattore F_t^u nella forma:

$$F_t^u = \frac{B_t^{(f+g)}}{B_u^{(f+g)}},$$

avendo indicato con $B_t^{(f+g)}$ il valore del *benchmark* in t abbattuto per tutti i costi annui (di transazione, di gestione e della garanzia).

Altre forme, più tradizionali, di riserva potranno essere facilmente calcolate nella logica della riserva retrospettiva, dopo aver precisato i dettagli della definizione.

5.3 COME GESTIRE SOLVIBILITÀ E REPUTAZIONE

Si consideri il caso di *benchmark* contrattuale composto con quota azionaria e obbligazionaria. Alla data t (di valutazione), sia $V(t)$ l'impegno del gestore relativo a tutte le linee attivate. L'importo $V(t)$ è la riserva gestionale ottenuta a partire dai valori di riserva elementari relativi a ogni singola linea attivata, definiti dalla:

$$\frac{Q_t}{Q_u} V \left(t; \max \left\{ \frac{I_s^{(f+g)}}{I_t^{(f+g)}}, \frac{(1+i)^{t-u}}{Q_t/Q_u} (1+i)^{s-t} \right\} \right),$$

dove u è la data di attivazione della linea, s è la scadenza, $I_t^{(f+g)}$ è il valore dell'indice di riferimento abbattuto per i costi di transazione, di gestione e della garanzia, Q_t è il valore della quota in t .

Il valore di $V(t)$ si ottiene ponderando i valori di riserva elementari con le probabilità di uscita alle scadenze s , moltiplicando per l'ammontare dei relativi contributi di attivazione e

sommando su tutte le linee attivate; analogamente possono essere definite e calcolate le derivate di V rispetto a r e rispetto a S :

$$V^{(r)}(t) = \frac{\partial V(t)}{\partial r}, \quad V^{(S)}(t) = \frac{\partial V(t)}{\partial S}.$$

In linea di principio, se si interpreta il NAV $A(t)$ come un ammontare disponibile in t per costituire un portafoglio a copertura degli impegni contratti, il problema del delta *hedging* è quello di allocare $A(t)$ su un paniere di opportunità di investimento in modo che il portafoglio selezionato abbia derivate rispetto a r e rispetto a S uguali a $V^{(r)}(t)$ e $V^{(S)}(t)$, rispettivamente.

Si consideri un paniere composto da n opportunità di investimento, di cui la k -esima abbia costo $C_k(t)$ e derivate $V_k(t)$, con $k = 1, 2, \dots, n$. Il portafoglio di copertura dovrà essere costruito nel rispetto dei vincoli:

$$\begin{aligned} \sum_{k=1}^n q_k C_k(t) &= A(t), \\ \sum_{k=1}^n q_k V_k^{(r)} &= V^{(r)}(t), \\ \sum_{k=1}^n q_k V_k^{(S)} &= V^{(S)}(t), \\ \underline{q}_k &\leq q_k \leq \bar{q}_k, \end{aligned} \tag{5.2}$$

dove q_k rappresenta la quota (quantità) acquistata dell'opportunità di investimento k -esima e dove \underline{q}_k e \bar{q}_k sono vincoli di investimento minimo e massimo imposti esogenamente. La quantità

$$w_k = \frac{q_k}{\sum_{j=1}^n q_j}$$

rappresenta quindi la frazione di capitale disponibile investita nel k -esimo *asset*.

In generale un problema del tipo (5.2), se risolubile (*feasible*), può avere infinite soluzioni. Ha quindi senso individuare, tra tutte le eventuali allocazioni possibili, la migliore secondo un criterio opportunamente definito, cioè quella che ottimizza (massimizza o minimizza) una specificata funzione-obiettivo.

Dato che in genere il prezzo di mercato $C_k(t)$ degli *asset* da selezionare non coincide con il valore teorico (di modello) $V_k(t)$, risulta spontaneo definire come funzione obiettivo, da massimizzare, il valore di modello del portafoglio di copertura. Si tratta quindi di risolvere il problema di programmazione lineare definito dall'obiettivo:

$$\max \sum_{k=1}^n q_k V_k(t),$$

con i vincoli (5.2)⁽²¹⁾.

La logica del delta *hedging* presuppone una strategia di allocazione di tipo continuo, nel senso che richiede che la selezione di portafoglio venga effettuata in ogni istante di tempo t . Allontanandosi dalla strategia ideale, ricalibrando cioè il portafoglio di copertura a intervalli finiti di tempo, ci si espone a errori di tracciamento di ampiezza tanto più grande quanto più la dinamica di prezzo dei titoli selezionati differisce dalla dinamica del valore $V(t)$ della riserva gestionale. A esempio, i disallineamenti dovuti alla mancata ricalibratura continua saranno tanto più ampi quanto più la derivata seconda rispetto a r del valore degli *asset* in portafoglio differisce dalla derivata seconda rispetto a r di $V(t)$.

Per ridurre gli errori di tracciamento – e giustificare una gestione meno “attiva” del portafoglio – ha quindi senso includere nella selezione una quantità più grande possibile di titoli che siano considerati adatti a replicare l’indice $I_t^{(f+g)}$ per il calcolo del controvalore, cioè il *benchmark* dichiarato per la gestione. Dato che $I_t^{(f+g)}$ può essere interpretato come il sottostante dell’opzione *put* che esprime la garanzia di minimo, sarà proprio il delta *hedging* a indicare la quota ideale di sottostante da detenere, quota che sarà tanto più alta quanto più l’opzione *put* sarà *out of the money*.

La procedura di selezione che risulta così definita non è una procedura di *asset allocation* tradizionale (tipica del mercato azionario), nel senso che non è costruita per individuare i titoli azionari da includere nel portafoglio al fine di replicare la componente azionaria del *benchmark*, descritta dal processo S_t . Si assume quindi necessariamente che il portafoglio azionario costruito sia perfettamente replicante e abbia perciò derivata unitaria rispetto a S (come accadrebbe, a esempio, se il portafoglio riproducesse esattamente la composizione del “portafoglio *benchmark*” di riferimento).

Utilizzando la derivata di V rispetto a S , è invece possibile arricchire la procedura di *asset allocation* relativa al mercato obbligazionario. L’ammontare $\bar{B}(t)$ dell’investimento in titoli (sia obbligazionari che azionari) replicanti il *benchmark* $I_t^{(f+g)}$ è dato da:

(21) Naturalmente, nessun modello può incorporare in modo efficiente tutti i possibili effetti di mercato che concorrono alla valutazione di un titolo finanziario. Potrà quindi accadere che nei casi pratici si preferisca massimizzare una funzione valore:

$$\max \sum_{k=1}^n q_k V_k^*(t), \quad (4n)$$

ottenuta modificando i valori teorici $V_k(t)$ con opportuni coefficienti correttivi $f_k(t)$, scelti dal selezionatore sulla base delle proprie opinioni personali, definita cioè ponendo:

$$V_k^*(t) = f_k(t) V_k(t), \quad k = 1, 2, \dots, n.$$

I coefficienti f_k possono essere anche interpretati come fattori di gradimento, nel senso che possono rappresentare il livello di gradimento che il selezionatore intende fissare al tempo t per le forme di investimento disponibili, sulla base di considerazioni di carattere strategico, o tattico, o istituzionale, ... La funzione obiettivo (4n) può essere definita quindi come “valore di gradimento” del portafoglio di copertura.

$$\bar{B}(t) = A(t) \frac{V^{(r)}(t)/V(t)}{\alpha},$$

essendo α la frazione che indica la componente azionaria dell'indice. Dato che il rapporto $V^{(r)}(t)/V(t)$, cioè la derivata unitaria di V rispetto a r , non può superare il valore α (livello raggiunto solo nel caso in cui la garanzia di minimo avesse valore nullo), l'ammontare $\bar{B}(t)$ sarà sempre compreso tra 0 e $A(t)$. Proprio per la composizione che definisce l'indice di riferimento $I_t^{(f+g)}$, un ammontare $\alpha \bar{B}(t)$ risulterà investito nel portafoglio azionario e un ammontare

$$B(t) := (1 - \alpha) \bar{B}(t)$$

sarà investito in un portafoglio di *bond* adatti a replicare la componente obbligazionaria del *benchmark*.

Per effettuare la selezione di portafoglio in modo da includere la maggior quantità di *asset* replicanti il *benchmark*, sarà quindi sufficiente introdurre nel problema di ottimizzazione un ulteriore vincolo di disuguaglianza che richiede che il valore dei titoli obbligazionari “*benchmark-replicanti*” sia non inferiore a $B(t)$.

APPENDICE

A1 LA FORMA GENERALIZZATA DI GARANZIA

I fondamenti teorici, gli schemi di valutazione, la logica di gestione di polizze vita con minimi garantiti sono stati definiti in riferimento a una forma generalizzata di garanzia.

La garanzia è formalizzata, in termini generali, definendo, nell'istante di stipula del contratto $t = 0$, rispetto al capitale iniziale D e alla scadenza $t = n$, il valore a scadenza $Y_{0,n}$; si pone

$$Y_{0,n} := D \max \left\{ b_I M_I, b_W M_W, b_p M_p, b_S M_S, b_i M_i, K \right\}; \quad (a1)$$

i coefficienti b_I, b_W, b_p, b_S, b_i assumono i valori 0 e 1 e consentono di escludere o includere nel calcolo della garanzia l'effetto del fattore corrispondente.

I fattori sono definiti nella forma

$$M_I = 1 + \beta_I \left(\frac{I_m}{I_0} - 1 \right),$$

$$M_W = 1 + \beta_W \left(\frac{W_m}{W_0} - 1 \right),$$

$$M_p = \prod_{l=1}^m \left[1 + \beta_p \left(\frac{p_l}{p_{l-1}} - 1 + j \right) \right],$$

$$M_S = 1 + \beta_S \left(\frac{S_m}{S_0} - 1 \right),$$

$$M_i = (1 + i)^n,$$

$$K = \text{costante},$$

dove:

S_t : indice azionario,

W_t : indice di capitalizzazione obbligazionario,

p_t : indice dei prezzi al consumo,

j : rendimento "aggiuntivo" all'inflazione,

I_t : indice di rendimento, definito da:

$$I_t = qazS_t + (1 - qaz)W_t,$$

con qaz quota di composizione,

i : tasso (annuo) minimo garantito,

K : somma minima garantita (riferita a un capitale unitario),

$\beta_t, \beta_w, \beta_p$ e β_s : livelli (≥ 0) di retrocessione.

A2 IL MODELLO DI VALUTAZIONE

Il prezzo e la rischiosità del contratto base di uno schema con minimo garantito possono essere ricavati utilizzando un modello a tre fattori con tassi di interesse stocastici.

Un buon compromesso tra espressività finanziaria e trattabilità matematica può essere ottenuto estendendo un modello di Cox, Ingersoll e Ross (CIR) “traslato” (“*displaced CIR model*”) per tassi di interesse nominali e reali^(*) con un modello di tipo Black e Scholes per l’indice azionario S_t . Si tratta di un modello definito nel tempo continuo, di tipo diffusivo. Le tre variabili base hanno perciò proprietà di markovianità e possono essere quindi qualificate come variabili di stato: il loro valore corrente descrive cioè completamente lo stato attuale del sistema (mercato) finanziario.

Le variabili base del modello sono:

Il tasso istantaneo nominale r_t (lo spot rate).

Lo *spot rate* segue un processo stocastico di tipo *mean-reverting square-root*, descritto dall’equazione differenziale stocastica:

$$dr_t = \kappa(\theta - r_t)dt + \psi\sqrt{r_t}dZ_t^{(r)} . \quad (a2)$$

L’indice dei prezzi al consumo p_t .

Il processo p_t è un moto browniano geometrico con *drift* di tipo *mean-reverting*, descritto dalla:

$$dp_t = y_t p_t dt + \zeta p_t dZ_t^{(p)} . \quad (a3)$$

Si assume che il coefficiente y_t , che rappresenta il tasso istantaneo atteso di inflazione, sia una funzione nota del tempo, anch’essa di tipo *mean-reverting*, caratterizzata cioè dall’equazione differenziale deterministica:

$$dy_t = \eta(\vartheta - y_t)dt .$$

(*) Cfr. Moriconi, 1994.

L'indice azionario S_t .

Come nel modello di Black e Scholes, si assume che S_t sia un processo di tipo lognormale, caratterizzato dalla:

$$dS_t = \mu S_t dt + \sigma S_t dZ_t^{(S)} . \quad (a4)$$

In generale le tre fonti di incertezza – sul tasso nominale, sull'indice dei prezzi e sul livello azionario – possono essere tra loro correlate; si assume cioè:

$$dZ_t^{(r)} dZ_t^{(p)} = \rho_{rp} dt ,$$

$$dZ_t^{(r)} dZ_t^{(S)} = \rho_{rS} dt ,$$

$$dZ_t^{(p)} dZ_t^{(S)} = \rho_{pS} dt ,$$

Il livello di correlazione è espresso dai tre coefficienti istantanei ρ_{rp} , ρ_{rS} e ρ_{pS} .

Come nel modello CIR a un fattore, il premio al rischio relativo all'incertezza sul tasso di interesse è assegnato esogenamente, e ha la forma:

$$\Phi^{(r)} = \lambda r_t , \quad \pi = \text{costante} .$$

Il premio al rischio relativo all'indice dei prezzi al consumo e quello relativo all'indice azionario può essere invece ricavato endogenamente sulla base del principio di arbitraggio. Si ha:

$$\Phi^{(p)} = -\zeta^2 p_t , \quad \Phi^{(S)} = (\mu - r_t) S_t .$$

Nel caso a correlazione nulla il modello rivela semplici ed eleganti proprietà finanziarie e si possono ricavare espressioni in forma chiusa per prezzo e rischiosità di alcuni contratti rilevanti per il nostro problema di valutazione.

Dato che il tasso atteso di inflazione y_t è deterministico, il tasso reale di interesse x_t segue un processo *mean-reverting square-root* traslato; si ha cioè:

$$dx_t = \kappa(\theta^* - x_t)dt + \psi \sqrt{x_t + y_t^*} dZ_t^{(r)} , \quad (a5)$$

dove:

$$\theta^* = \theta - y_t^* \quad \text{e} \quad y_t^* = y - \zeta^2 .$$

Quindi, mentre il processo del tasso nominale r_t ha una barriera riflettente in $r = 0$ (diversamente che nel modello di Vasicek), il processo del tasso reale x_t ha una barriera in $x = -y_t^*$ e può quindi assumere, significativamente, valori negativi con probabilità positiva. La funzione y_t^* rappresenta il tasso atteso di inflazione sotto la misura equivalente di martingala (la cosiddetta misura di probabilità *risk neutral*).

Anche nel caso generale (a correlazione non nulla), il principio di arbitraggio fornisce l'espressione in forma integrale per il prezzo $V(t; Y_t)$, che ha la forma:

$$V(t; Y_T) = E_t^Q \left(Y_T e^{-\int_t^T r_u du} \right) , \quad (a6)$$

dove si è indicato con E_t^Q l'operatore di media condizionata, dati r_t , p_t e S_t , calcolato rispetto alla misura equivalente di martingala.

Secondo la (a6), quindi, il prezzo da pagare in t per il contratto base è dato dal valore atteso del *pay-off* Y_T dovuto a scadenza, attualizzato con il fattore di sconto stocastico del tasso nominale. L'aspettativa va calcolata secondo le probabilità *risk neutral*, sulla base dello stato del mercato nell'istante di valutazione.

In molti casi, la forma del *pay-off* espresso dalla (a1) e il tipo di ipotesi adottate per la definizione dell'indice obbligazionario W_t non consentono di ricavare espressioni in forma chiusa per il prezzo $V(t; Y_T)$ né per i relativi indici di rischiosità. Tuttavia è sempre possibile ricavare per $V(t; Y_T)$ una valutazione per via numerica calcolando l'aspettativa espressa dalla (a6) con metodi di simulazione. Con lo stesso metodo si possono calcolare le derivate di V rispetto a r , S e p (i cosiddetti delta), che forniscono gli indici di rischiosità adeguati per costruire strategie gestionali basate sul principio dell'*hedging*.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AIMR-GIPS, 1998, "Standard globali di presentazione delle performance degli investimenti", Association for Investment Management Research, Global Investment Performance Standard Committee, dattiloscritto.
- Blake, D., 1996, "Portfolio Choice Models of Pension Funds and Life Assurance Companies: Similarities and Differences", dattiloscritto.
- Bodie, Z., Marcus, A.J., Merton, R.C., 1998, "Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What Are the Real Trade-offs?", in Z. Bodie, J.B. Shoven, and D.A. Wise, (eds.), Pension in the U.S. Economy, Chicago, The University of Chicago Press.
- Brennan, M.J., Schwartz, E.S., 1976, "The Pricing of Equity-Linked Life Insurance Policies with an Asset Value Guarantee", *Journal of Financial Economics*, n. 3.
- Brennan, M.J., Schwartz, E.S., 1979, Alternative Investment Strategies for the Issuers of Equity Linked Insurance Policies with Asset Value Guarantee", *Journal of Business*, n. 1.
- Cesari, R., Panetta, F., 1998, "Portafogli gestiti e tassi di rendimento: alcune considerazioni", *Bancaria*, n. 1.
- Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, 14-7-1998, "Approvazione del bilancio dei fondi pensione e altre disposizioni in materia di contabilità", *Supplemento ordinario alla G.U.*, n. 162.
- Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, 31-7-1998, "Disposizioni in materia di parametri oggettivi di riferimento per la verifica dei risultati della gestione dei fondi pensione", Roma.
- CONSOB, 1997, "Regolamento sulla presentazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori", delibera n. 10943, Roma.
- CONSOB, 1-7-1998, "Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari", delibera n. 11522, Roma.
- De Felice, M., Moriconi, F., 1998a, "On Pension Funds with Minimum Guarantee", Research Group on Models for Mathematical Finance, *Working paper*, n. 33.
- De Felice, M., Moriconi, F., 1998b, "Nota sul calcolo dei rendimenti di portafogli di investimento", documento per il gruppo di lavoro sui Global Investment Performance Standard (GIPS) dell'AIAF-ASSOGESTIONI, dattiloscritto.
- Elton, E.J., Gruber M.J., 1995⁵, "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", New York, Wiley.
- Moriconi, F., 1994, "Un modello stocastico bivariato per tassi di interesse nominali e reali", Gruppo di ricerca su Modelli per la finanza matematica, *Working paper*, n. 16.
- Sharpe, W.F., 1992, "Asset allocation: Management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management*.
- Sharpe, W.F., Alexander, G.J., Bailey, J.V., 1995⁵, "Investments", Englewood Cliffs, Prentice Hall.

FIGURA 1

REINVESTIMENTI AI TASSI DI MERCATO
CALL CALCOLATA AI TASSI DI MERCATO

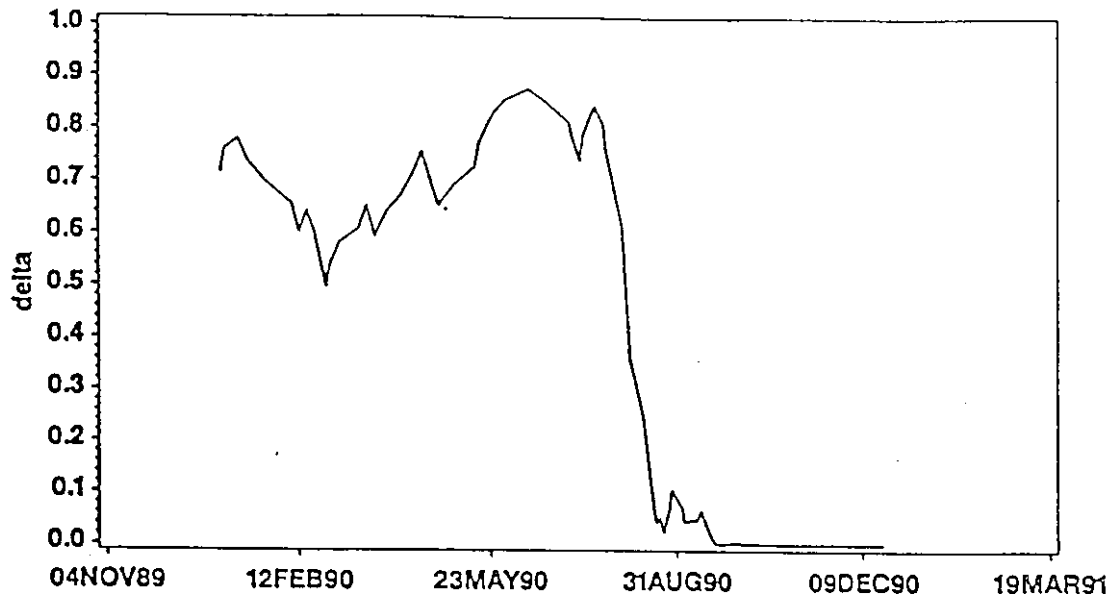
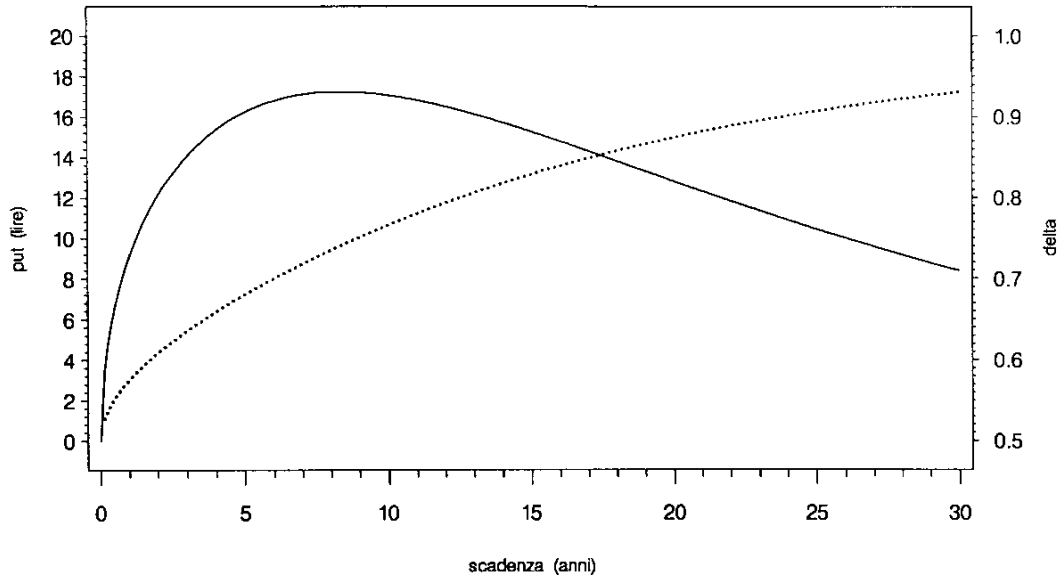


FIGURA 2

CASO PURAMENTE AZIONARIO

sigma = 25%, costi = 0%



CASO PURAMENTE AZIONARIO

sigma = 15%, costi = 0%

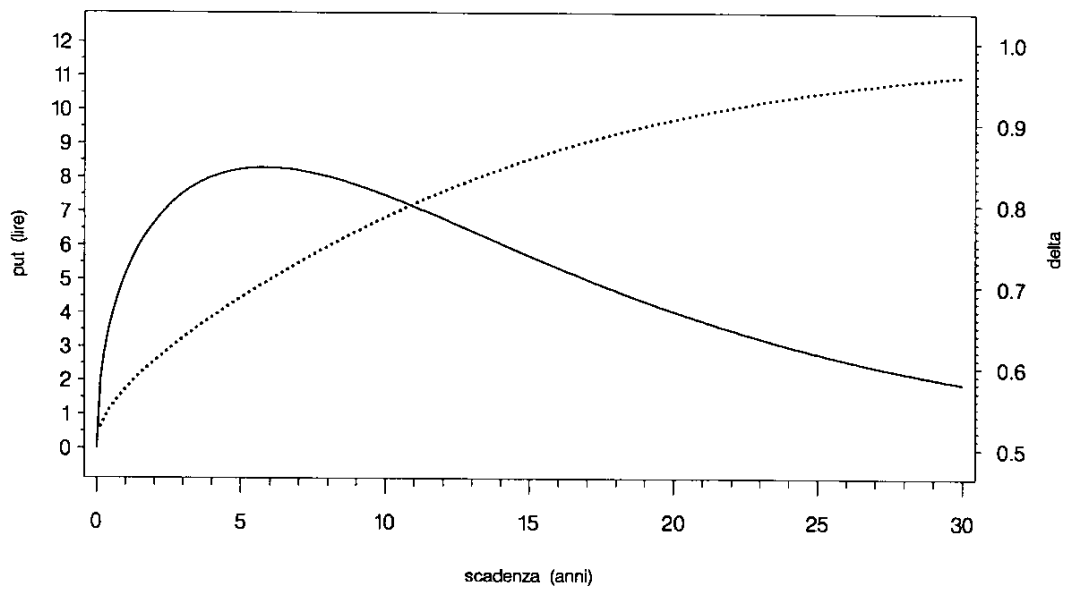
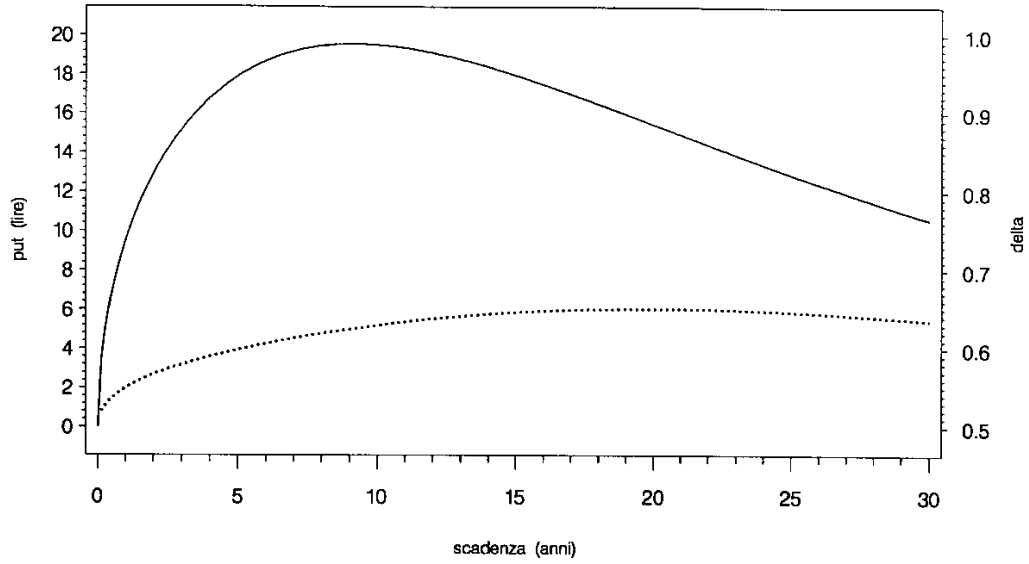


FIGURA 3

CASO PURAMENTE AZIONARIO
sigma = 25%, costi = 1%



CASO PURAMENTE AZIONARIO
sigma = 15%, costi = 1%

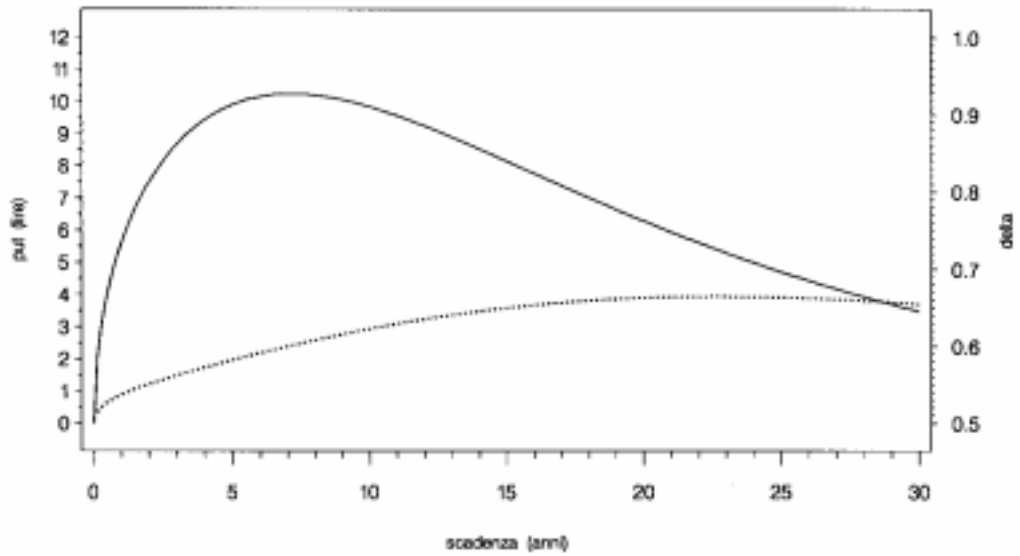
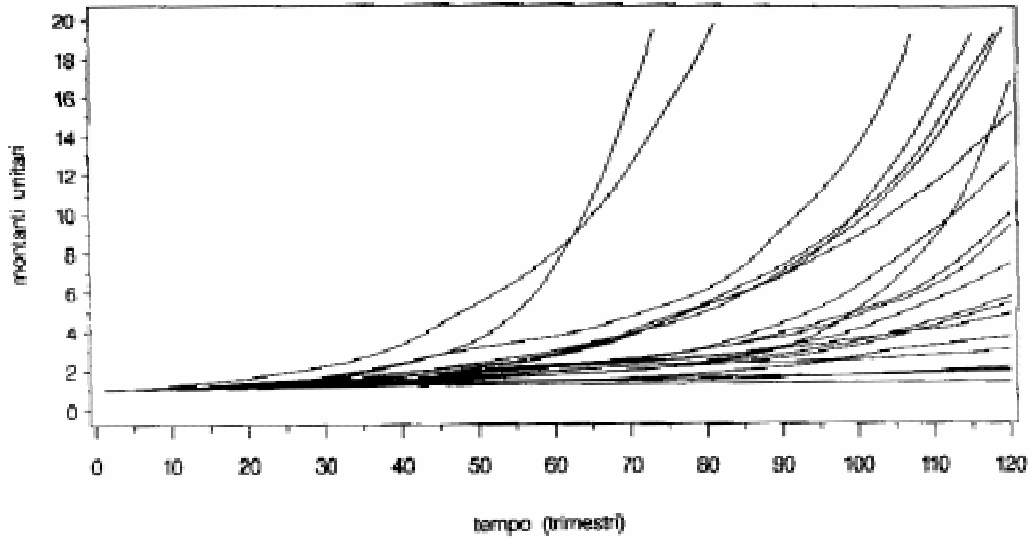
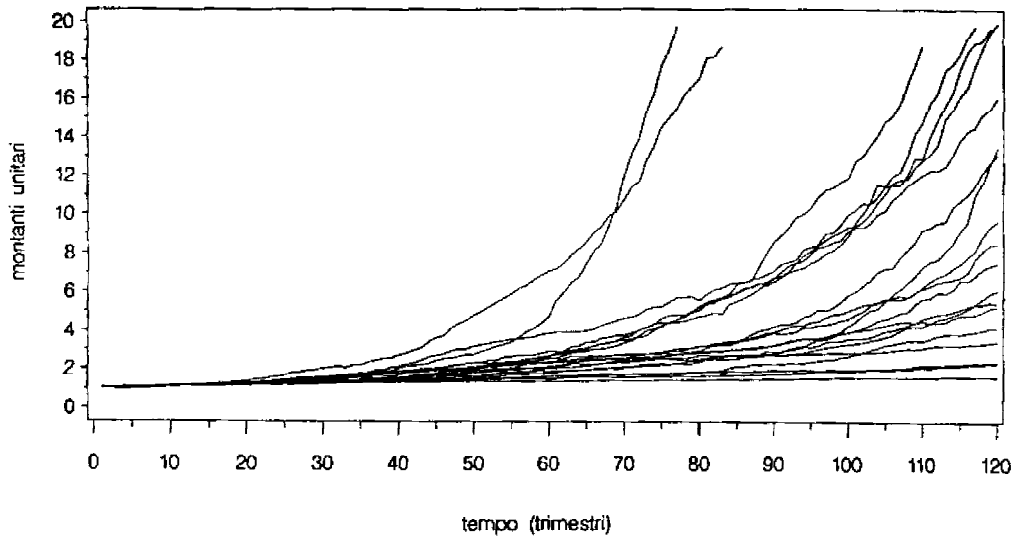


FIGURA 4

ROLL-OVER

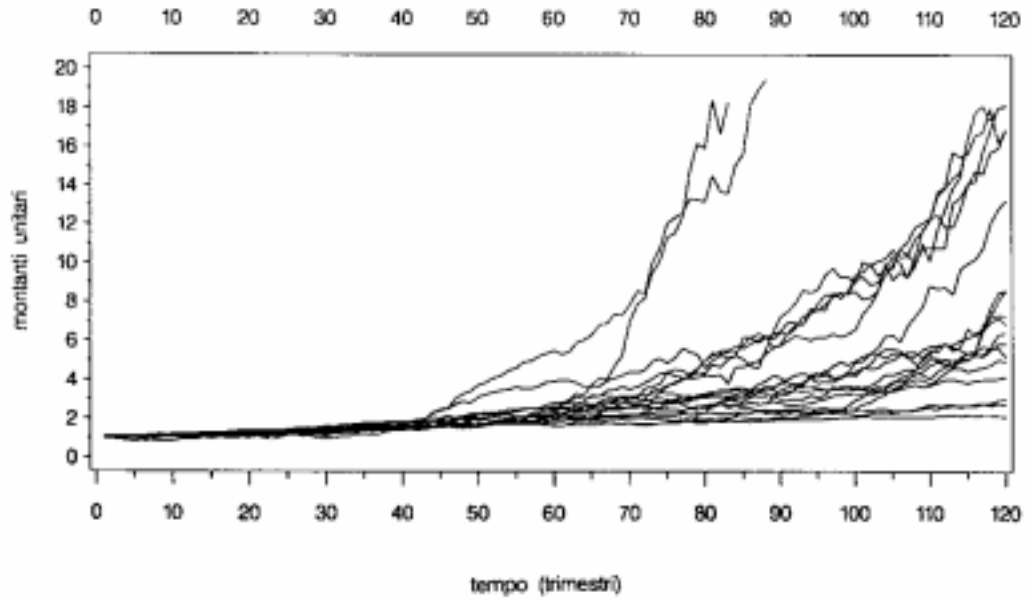


COMPRA-VENDITA ZCB A 2 ANNI



SEGUE FIGURA 4

COMPRA-VENDITA ZCB A 5 ANNI



COMPRA-VENDITA ZCB A 10 ANNI

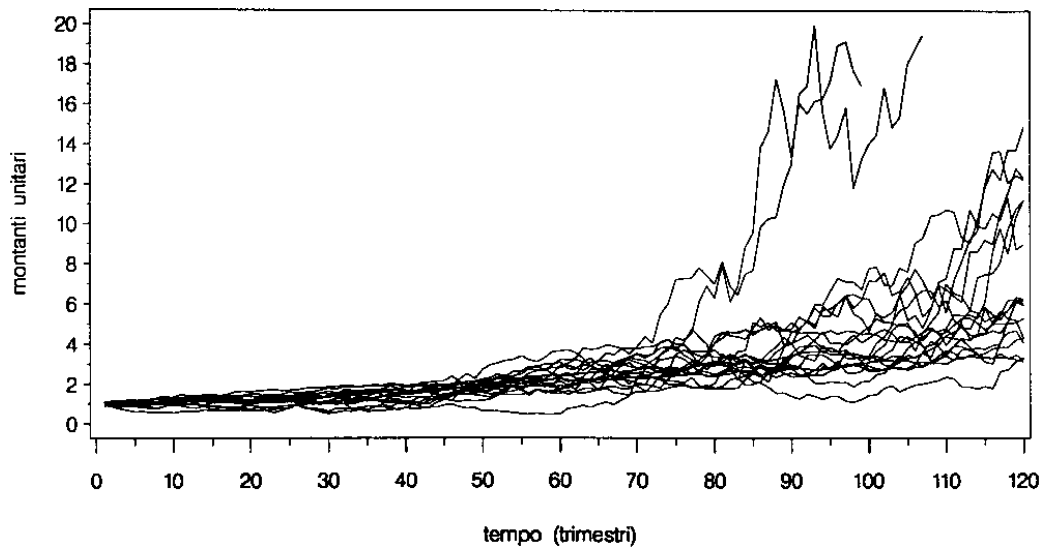


FIGURA 5

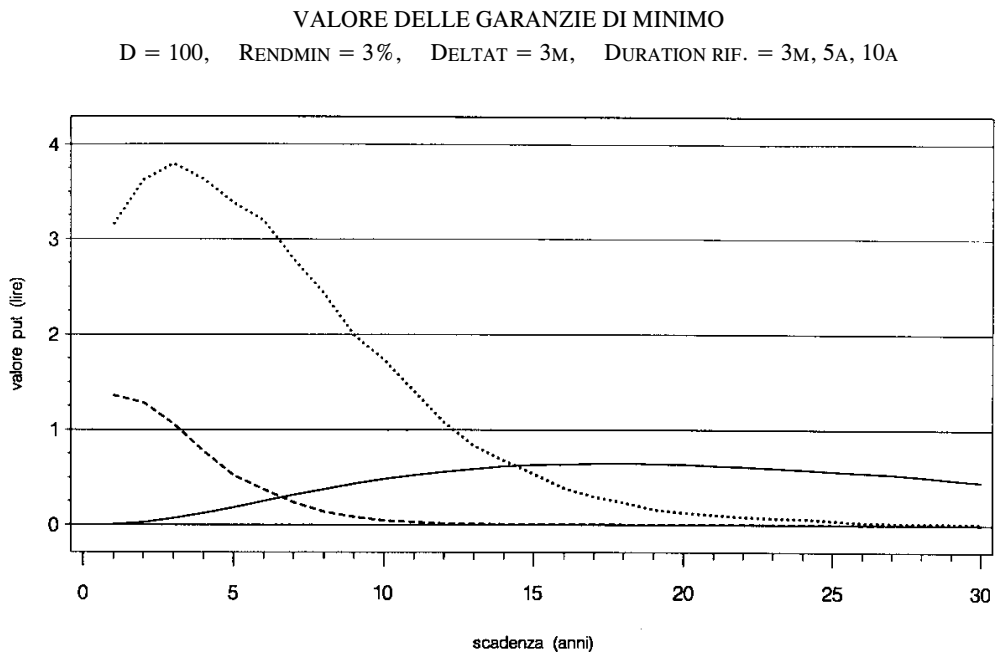
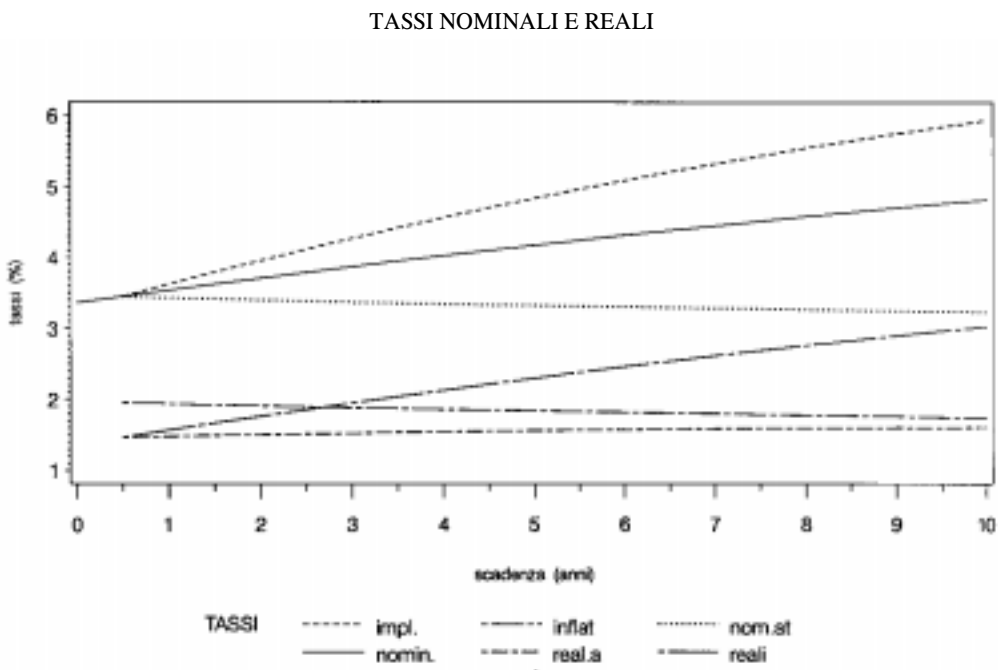


FIGURA 6



PREZZI E RISCHIOSITÀ PER D = 100

SCADENZA NATURALE

ANNO	PREZZO	Δ_R	DURATION	Δ_p	Δ_S
1	103.262	- 241.45	2.384	0.26145	0.14411
2	104.100	- 288.70	2.840	0.17280	0.15611
3	104.710	- 311.94	3.058	0.11651	0.16378
4	105.237	- 323.20	3.155	0.06630	0.17107
5	105.747	- 326.94	3.177	0.03639	0.17577

MORTE O INVALIDITÀ

ANNO	PREZZO	Δ_R	DURATION	Δ_p	Δ_S
1	101.911	- 180.57	1.797	0.00000	0.19587
2	102.015	- 230.52	2.302	0.00028	0.21656
3	101.906	- 262.90	2.637	0.00045	0.23351
4	101.671	- 282.73	2.848	0.00140	0.24954
5	101.386	- 292.09	3.954	0.00157	0.26270

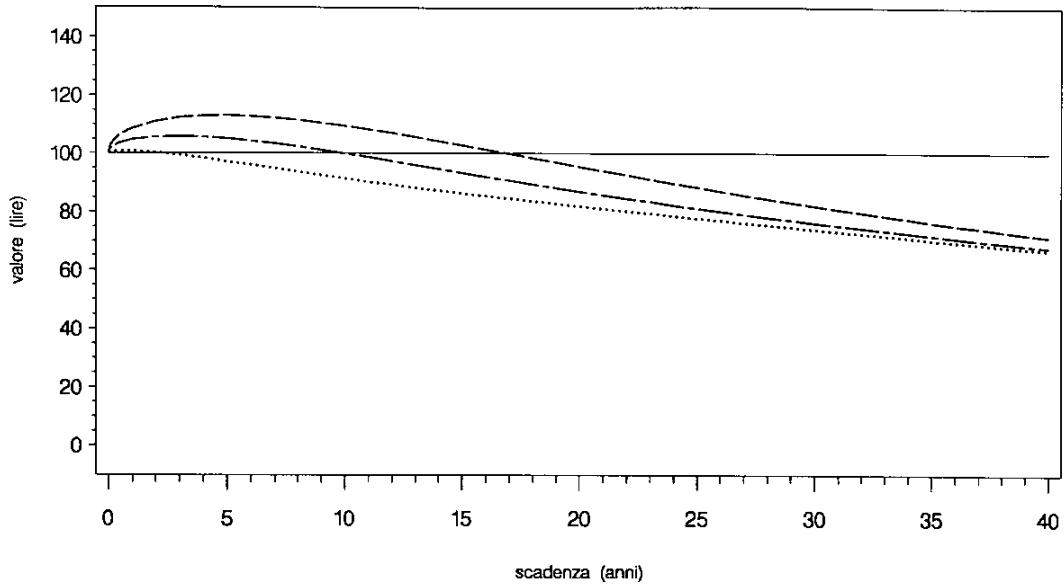
VECCHIAIA

ANNO	PREZZO	Δ_R	DURATION	Δ_p	Δ_S
1	103.389	- 220.71	2.172	0.19496	0.13915
2	104.287	- 273.22	2.679	0.11608	0.15193
3	104.917	- 305.01	2.982	0.06703	0.15981
4	105.406	- 321.99	3.138	0.03719	0.16862
5	105.878	- 329.25	3.196	0.02113	0.17347

FIGURA 7A

FUNZIONI VALORE

D = 100, QUOTA AZIONARIA = 100%, RENDMIN = 2%, COMMISSIONI = 0%, GARANZIA = 1%



FUNZIONI VALORE

D = 100, QUOTA AZIONARIA = 100%, RENDMIN = 2%, COMMISSIONI = 1%, GARANZIA = 1%

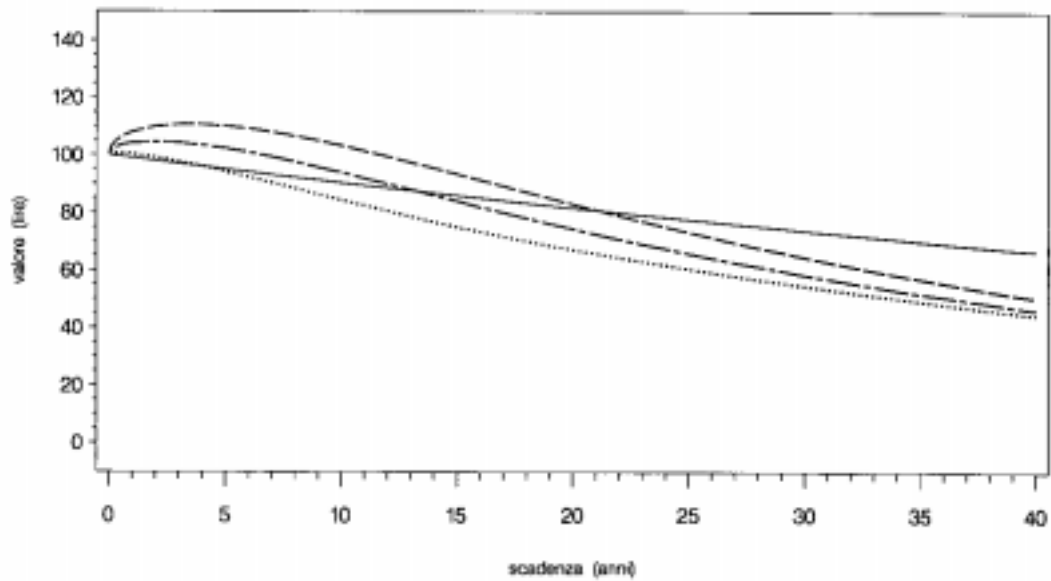
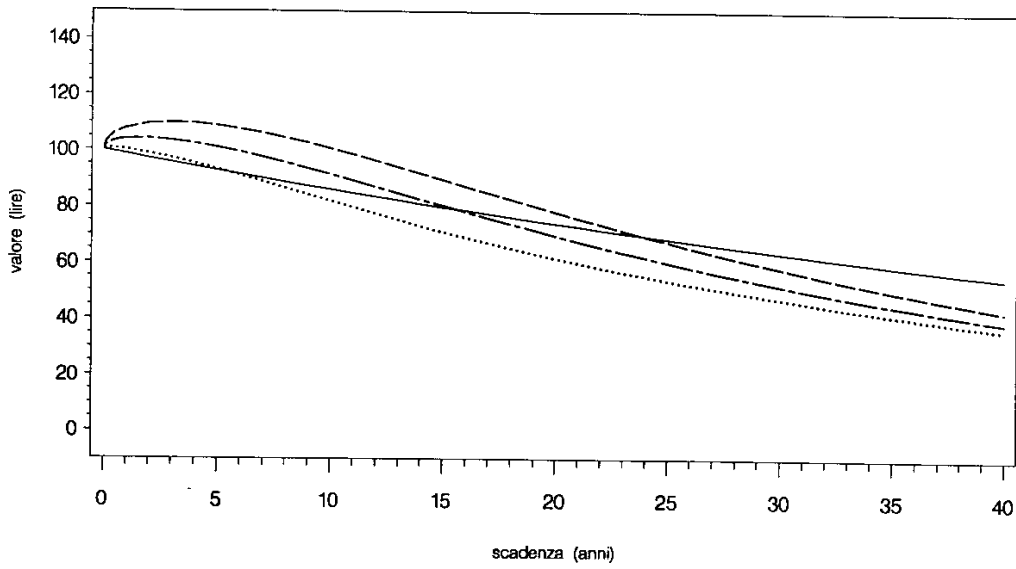


FIGURA 7B

FUNZIONI VALORE

D = 100, QUOTA AZIONARIA = 100%, RENDMIN = 2%, COMMISSIONI = 1.5%, GARANZIA = 1%



FUNZIONI VALORE

D = 100, QUOTA AZIONARIA = 100%, RENDMIN = 2%, COMMISSIONI = 1.5%, GARANZIA = 2%

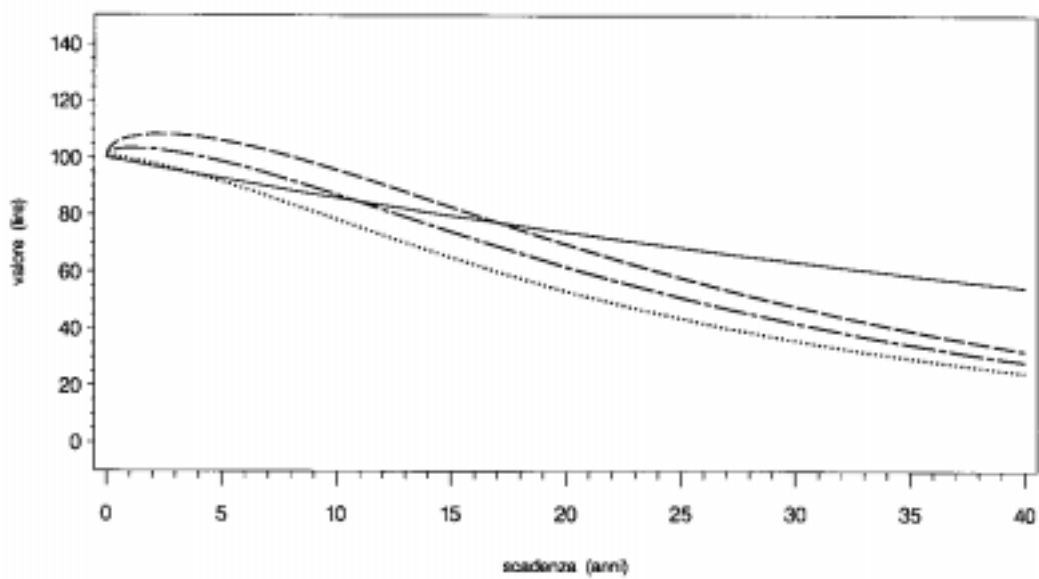
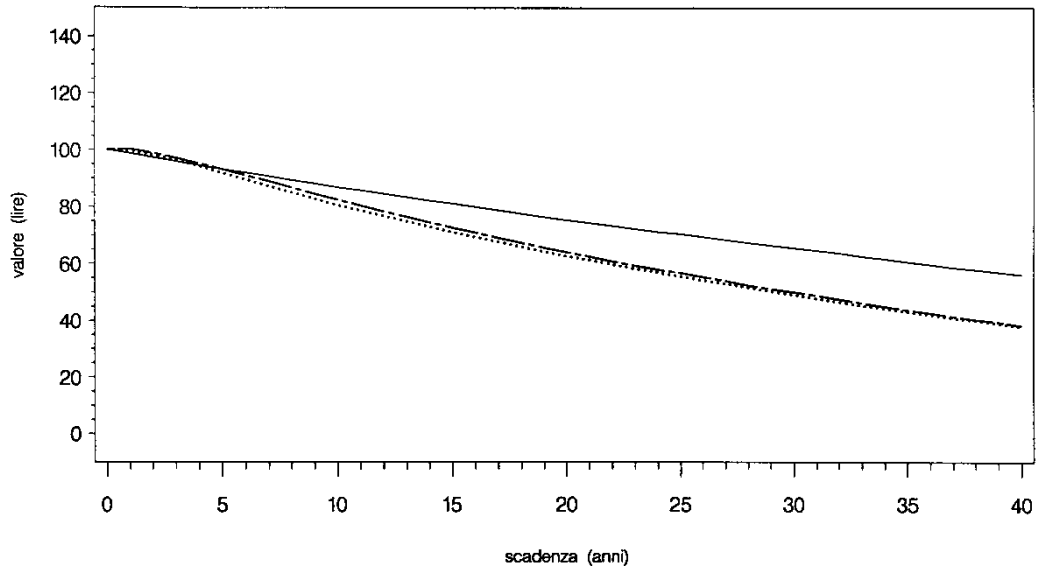


FIGURA 8

FUNZIONI VALORE

D = 100, QUOTA AZIONARIA = 0% E 15%, RENDMIN = 2%, COMMISSIONI = 1.5%, GARANZIA = 1%



THE TAXATION OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE EU: THE PECULIAR TREATMENT OF MUTUAL FUNDS

Julian S. Alworth^() and Luca Gandullia^(**)*

ABSTRACT⁽¹⁾

One of the most striking developments of the past decade is the growth of the asset management industry. In nearly all major countries the share in total savings accounted for by collective investment institutions (mutual funds), insurance companies and pension funds has expanded very markedly. This paper analyses the diverse tax treatment of *mutual funds* within the European Union. Owing to the interaction between the peculiar legal status of mutual funds, the existence of various layers of taxes and the imperfect co-ordination between the fiscal systems of the Member States, it is shown that there are a significant number of non-neutralities between investing directly or through mutual funds and between investing through mutual funds located in different countries. These elements appear at times to affect the use of these investment vehicles by large investors such as pension funds, insurance companies and charitable institutions. A more integrated financial market such as that which will result from the introduction of the EURO may accentuate the importance of these non-neutralities also for individuals. Tax competition is shown to be an important factor in the location of fund management companies. Actual resource flows in the sense of the relocation of “real” capital is probably insignificant; there may, however, be a redistribution of revenue between Member States. Finally the paper debates various possible changes which could be adopted to ensure a reasonable degree of tax co-ordination across Member States.

(*) *L. Bocconi University of Milan.*

(**) *Department of Economics and Public Finance, University of Genoa.*

(1) *This paper is an abstract from Alworth, J.S., Gandullia, L. (1999). Previous versions were presented at the ISPE/OCFEB Conference in Den Haag (April 3-5, 1997) and at the Annual Conference of the Società Italiana di Economia Pubblica in Pavia (October 1998). This paper has benefited from a number of discussions with Vaalentijn van Noorle Jansen, Menno Jonkers and Peter de Brock of KPMG (Amsterdam) as well as the comments received from Sijbren Cnossen, Flip de Kam, Satya Poddar and Rony Hamaii.*

1 INTRODUCTION

The past decade has witnessed major changes in the volume, composition and direction of international capital flows as well as a wave of deregulation and financial innovation. A salient feature has been the growing importance of the asset management industry and of institutional investors: mutual funds, pension funds and life assurance companies. This process has accelerated markedly in the 1990s.

This paper focuses on a very narrow but increasingly widespread form of investment vehicle managed by professional intermediaries: open-ended mutual funds, or more precisely collective investment institutions which have been the object of EU directives more generally known under the acronym of UCITs-(undertakings for the collective investment in transferable securities). These intermediaries provide an extremely homogeneous and highly substitutable type of services. One of the objectives of focusing on such a narrow set of institutions is to highlight the inconsistencies between the underlying approaches to the taxation of personal capital income followed by Member States and the difficulties of co-ordinating diverse tax systems across the EU. These differences stem historically from the varying notions of income adopted by different Member States, the uses of UCITs as vehicles by corporate entities and other institutional investors such as pension funds, the existence of other type of investment vehicles not covered by the UCITs directive, and the extent to which governments have attempted to channel savings into particular sectors. For most purposes these differences have until recently probably been inconsequential from an EU perspective, but with the growing globalisation of investments they may come to affect savings and business decisions.

A related objective is to compare current tax policies followed by EU countries in order to determine whether there are any potential systematic competitive distortions resulting from differences in tax legislation. In particular the paper attempts to assess whether (a) direct or intermediated investments are favoured in domestic and cross-border transactions (b) implicit barriers to capital mobility result in a tax bias in favour of domestic intermediaries and (c) particular tax regimes are able to attract intermediation (investors or alternatively insurance, investment and fund management companies, or both) to specific financial centres. With products such as mutual funds which are now at an advanced stage of development and can easily be replicated in any jurisdiction, the single market has increased the potential for cross border tax competition.

Another intention is to provide possible guidelines for bringing about a greater coherence between the legislation of various countries covering non-bank financial intermediation. There is no single tax system which appears to dominate in this area because existing tax provisions are generally embedded into the different types of tax treatment of domestic capital income. Consequently, the emphasis will be on the possibility of introducing non-discrimination provisions rather than that of establishing harmonisation rules. As will be shown in the paper this is another example - analogous to that of multinational companies - in which domestic tax legislation is often ill adapted to an open economy.

A number of considerations need to be borne in mind in making broad sweeping comparisons such as those carried out in this paper. Firstly, behaviour is not necessarily aligned with the simple elements of tax legislation which are described below. The regulatory environment can place constraints on the composition of investments, the taxation of a number of instruments such as that of derivatives (which is not discussed in this paper)⁽²⁾ may result in vastly different after-tax outcomes than those described below and the behaviour of market participants may offset apparent tax hurdles (wash sales or purchases of non-traded securities with embedded options, etc.).

Secondly, an understanding of the provisions in individual countries cannot be separated from the general tax/benefit and social security legislation and from the nature of financial intermediation in individual countries and the general institutional and regulatory environment. While globalisation in this industry is occurring at a very rapid pace it is far from complete and the vestiges of history continue to dominate the structure of markets: full arbitrage of tax differentials may take time and be offset by institutional rigidities.

The organisation of the paper is as follows. Section 2 describes the principal changes in international capital flows in the past two decades focusing on the growth of institutional investments. Section 3 provides an overview of the regulatory treatment of mutual funds. The fourth section summarises personal taxation on domestic and foreign portfolio investments in the EU and examines whether there are any potential *home-country biases* in existing legislation. The following section turns to a description of the main elements of tax legislation about mutual funds and investments intermediated by these vehicles. An accounting/analytical framework permits the derivation of a series of simple “tax neutrality” rules which can be used as benchmarks for analysing the appropriate tax treatment of these vehicles; subsequently the potential deviation from the theoretical norm is quantified. The policy issues, including potential economic costs of the existing framework, changes to existing rules and tax treaty provisions as well as tax co-ordination proposals in this are presented in section 6. A summary of the principal conclusions close off the paper.

2 CHANGES IN THE STRUCTURE OF FINANCIAL INTERMEDIATION AND THE EVOLUTION OF INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS

2.1 INSTITUTIONAL INVESTORS AND THE CHANGING COMPOSITION OF CAPITAL FLOWS

During the past decade a number of interrelated and fundamental shifts have taken place in the structure of households’ savings and in the composition of cross-border portfolio investments. As far as domestic assets are concerned this has involved an increase in the share

(2) See Alworth J.S. (1988).

of money market investment funds relative to bank deposits as well as a shift in the ownership composition of equity towards mutual funds and pension funds. The share of foreign assets in total portfolios - held directly or through some form of intermediary - also appears to have increased. More significantly in the international arena there has been a trend away from investments prevalently in the form of bank deposits and Eurobonds managed separately for high net worth individuals, to investments in a much broader range of negotiable securities, managed by professional institutional investors who often make use of derivative financial instruments.

The growth of institutional investors can only be estimated in a very rough and indirect fashion. Overall household savings accounted for by institutional investors in the G-7 countries can be estimated at over ECU 12,000 billion. This number does not, however, provide a complete picture of the size of institutional investors since other holders of financial assets (corporations, charities, endowments, etc.) channel part of their savings through these intermediaries.

The extent of the shift in portfolio behaviour is probably most noticeable for households. Nearly all G-7 countries the share of institutionally managed savings in households' portfolios has close to doubled. It is in all likelihood destined to rise further in the wake of pension reform proposals in all countries which will see a decline in importance of pay-as-you-go public systems.

The data on foreign assets held by institutional investors are unfortunately not available on a consistent basis but there is significant circumstantial evidence to suggest that the bulk of the expansion of cross border non-bank investments which has taken place in the past decade is largely due to these entities (Hurley *et al.*, 1996).

There are a number of common and possibly interrelated factors behind these developments although the institutional peculiarities have varied across countries. The major driving forces encouraging the institutionalisation of savings appear to have been (a) the regulatory environment; (b) a drive towards exploiting the benefits of international diversification; (c) cost considerations; (d) tax incentives; (e) pressures on the public pension systems; (f) changes in the macro-economy, especially the decline in interest rates. As far as regulations are concerned both the existing environment and changes to it have affected the types of instruments offered by financial intermediaries. Mutual funds, for example, existed for several decades in the United States but did not take off until money market instruments were launched in the early 1980s to get around the limitations imposed by Regulation Q. Following deregulation in France, money market funds have become very popular owing to interest rate regulations applying to deposits. One important set of regulations which have affected European investors in particular have been capital controls. Their gradual lifting in the 1980s throughout the EU has encouraged investors to acquire foreign assets as part of a drive to improve the risk/return profile of their portfolios.

Cost considerations have also been important. As pointed in Hurley *et al.* (1996), there are important economies of scale in managing financial assets and the possibility of pooling together the savings of many investors lowers considerably the administrative burden of running different accounts for individual investors.

2.2 THE MARKETS FOR MUTUAL FUNDS IN THE EU

At end-1997, total assets of UCITs in Europe amounted to nearly ECU 2,000 billion, about 20% of EU GNP and 80% of all forms of investment funds. Since end-1989 the compound annual growth of assets under management has been over 15% with a strong acceleration of inflow beginning in 1993.

Although some of differences have diminished in recent years, market maturity remains very unequal. There are also major distinctions in the type of intermediary involved in sponsoring the funds as well as the nature of products being sold. At present the countries with the highest capitalisation are France, Luxembourg, Italy and the UK, but since the beginning of decade the strongest growth has been recorded in Luxembourg (26%), Italy (25%) and Germany (12%). Industry differentiation is significant: France is almost entirely bank dominated; UK and until recently Italy had a more diverse set of players (insurance, independent sales network, etc.). Countries also differ in the nature of mutual funds which are predominant. In particular at one end of the spectrum France tends to specialise in money market funds whereas, at the other end, UK mutual funds tend to specialise in equity.

Luxembourg and more recently Ireland have become major centres for setting up funds which are distributed elsewhere in Europe. The outstanding assets of funds in Luxembourg sponsored by financial entities of other countries have often exceeded the outstanding assets of UCITs registered in the home countries of the sponsors.

3 MUTUAL FUNDS: STRUCTURE, GROWTH AND REGULATION IN THE EU

3.1 THE BASIC CHARACTERISTICS OF MUTUAL FUNDS

Strictly speaking mutual funds are pools of assets and operate as mere conduits between final investments (shares, bonds etc) and the underlying beneficiaries (individuals, corporations and tax-exempt institutions). In order to partake in a mutual fund investors must acquire shares or units in the fund. The services provided to clients consist in offering the opportunity to invest in a diversified portfolio of assets, to benefit from the expertise involved in the portfolio's selection as well as from the economies of scale involved in bulk packaging, and to access investment information and counsel.

Typically compensation for these services is paid in the form of entrance, management and performance fees to a management or advisory company from which the fund itself is segregated. These fees tend to be deducted from the entry price or from the net asset value of the fund on a daily basis. In some cases they are merely deducted as a cost element.

There are a variety of types of mutual fund. One important distinction is between open-ended funds (unit trusts) and closed-ended funds (investment trusts). The former issue and redeem shares on a continuing basis and their valuation is tied to that of the underlying assets in which

they are invested. Marking to market of the value of the fund at regular intervals is a corollary of these provisions. For most funds this implies that purchases and sales from the fund occur at the net asset value on the entry or exit dates⁽³⁾. In some instances such as UK unit trusts there are bid-ask quotations. By contrast closed-ended funds neither issue or redeem shares after the initial offer and the price of the shares can be traded at a discount or premium to net asset value. Closed-ended funds tend to be used where the valuation of underlying is difficult on a continuing basis. Examples of these funds are those specialising in venture capital and unlisted companies.

Another distinguishing feature can be the nature of securities in which funds are invested: (a) money market instruments, bonds, equity, balanced (bond and equity); (b) domestic or foreign. Another characteristic which can differentiate funds is their risk profile: (a) growth or income; (b) indexed to a particular basket of securities; (c) momentum or contrarian etc. Finally funds can either distribute or accumulate (roll-up) the income and capital gains which are realised. As we shall see below, most countries have provisions to avoid that the conduit character of mutual funds is used by unit holders as a mechanism for deferring income recognition and taxes.

Typically mutual funds are sold to retail investors. They may also be used by other institutional investors such as pension funds and insurance companies as an alternative to investing directly, for example, if expertise cannot be easily developed within the institution. Mutual fund vehicles may also be used by companies if corporate liquidity or other passive income flows can be managed more flexibly in a separate entity.

Competition in the mutual fund industry is pervasive. Valuations of performance are published regularly and comparisons are often made between managers located in different countries. In recent years, the industry has begun a process of consolidation both within domestic markets and across financial centres (Hurley *et al.*, 1996) and selling of products across borders has increased considerably in recent years.

3.2 THE REGULATORY FRAMEWORK

The open-ended mutual fund industry is highly regulated in most countries. Typically these regulations concern the investment powers of funds: the nature of securities in which the funds can invest; limits on specific classes of investments such as non-listed securities, derivatives and other funds; constraints on the degree of leverage; strict authorisation procedures; rules governing the powers of the fund management company, etc. Regulation is also affected by the legal forms taken by the funds and both incorporated and unincorporated entities are common.

In addition to domestic national legislation in the EU, UCITs have been the object of several Directives emanating from the Commission as well as several proposed extensions to these

(3) *The intervals between valuation dates may differ from being daily to weekly.*

directives⁽⁴⁾. The objective of the Directives (85/611/EC of 20 December 1985 and 88/220/EC of 22 March 1988) was to harmonise and co-ordinate the obligations and controls on UCITs in Member Countries thereby removing most of the regulatory obstacles to the cross-border marketing of most types of mutual funds. The collective investment institutions which are covered by these directives must respond to two criteria: (a) they can be promoted to the general public and their principle objective is the diversification of risk through the purchase of transferable securities; (b) the sale of a unit or participation results directly or indirectly in the realisation of underlying assets of the funds. In other words the value of units or shares in UCITs is equal in any moment in time to the “mark-to-market” value of the net assets of the funds divided by the number of shares or units issued. Restriction (a) means that certain types of investments are excluded from the directive, namely insurance policies, pension funds, real estate and property funds, holding companies and finance companies. Restriction (b) entails that the directive applies only to “open ended” and “semi-open ended” funds⁽⁵⁾.

In practice three broad types of fund come under this heading:

- a) SICAVs (Société d’investissement à capital variable) or VCC (variable capital company): incorporated entities with a variable paid in capital whose legal purpose is to invest and manage a portfolio of investment securities, and where the purchase of units results in a contribution to the capital of the company;
- b) “investment funds” without a legal personality which under the civil law codes of continental European countries enjoy a special status akin to that of individuals⁽⁶⁾. The funds are managed by a commercial company and the securities are held by a different legal entity acting as a depository for the funds’ assets;
- c) “unit trusts” which under common law are subject to provisions relating to trusts

As we shall see below these different legal entities receive a different tax treatment for both domestic and foreign source income.

The specific legislation and regulation of these funds differs among the various EU countries although they must comply with the requirements of the EC Directives to be marketed in other countries. In addition to the UCITs covered by the EC Directives several countries have funds which are not covered by the EC legislation and which cannot be publicly marketed in other countries.

(4) *Further directives (so-called UCITs II) have been proposed to cover money funds and feeder funds but their approval has stalled.*

(5) *The latter comprise those funds where a repurchasing company is obligated to redeem the funds at the value of the underlying assets.*

(6) *In France and Luxembourg for example Fonds Communs de Placements are regarded as being a mere co-ownership of securities.*

Domestic legislation in many EU countries allows for different types of fund (see Alworth and Gandullia, 1999). One reason for having funds with different legal status concerns prudential and other forms of regulation. Another set of reasons which we shall examine in greater detail below involves tax considerations. For example, SICAVs lend themselves to being accumulation funds because earnings can be automatically taxed at corporate rates if they are retained. They also tend to benefit from double taxation agreements whereas non-corporate funds are generally excluded.

4 THE TAXATION OF PERSONAL INCOME FROM CAPITAL IN THE EU

It is not possible to assess the taxation of institutional investors without an understanding of the tax treatment of other forms of saving by households. Unfortunately, cross-country comparisons are hampered by the multiplicity of special regimes which exist in nearly all jurisdictions and it is difficult to state which type of investment is closest substitute for investment funds. The traditional comparison is with the taxation at the personal level of the same investment which would otherwise have been carried out by a fund and this is the approach that is taken here⁽⁷⁾. Accordingly, the description provided below is restricted to the taxation of the interest income on government bonds, and of dividends and capital gains.

4.1 DOMESTIC INVESTMENTS

Broadly speaking there are three different approaches to the tax treatment of capital income received by individuals in EU countries. The first is based on a comprehensive definition of income; taxes are generally levied at progressive rates (Germany, Ireland, Luxembourg, Netherlands, Spain and United Kingdom). However, all countries which adhere in principle to this approach depart significantly from the theoretical norm. Typically these deviations consist in the taxation of capital gains only upon realisation, in the granting of special incentives to certain forms of saving (pension funds, life insurance, etc.) and lack of indexation provisions for inflation. Even countries which tax capital gains typically allow numerous exemptions; for example in Germany and Luxembourg gains are subject to progressive taxation only if deriving from “speculative” transactions or from the disposal of “large” holdings.

The second approach has as its starting point a schedular tax system where income from capital is subject to final withholding taxes which can differ according to the source of income

(7) *It is also important to bear in mind that the taxation of funds may be inappropriate since in many instances they are used as vehicles to pension fund investments which benefit from a privileged tax status.*

(interest from government bonds, other types of interest payments etc.)⁽⁸⁾. These regimes have been utilised in the past to direct savings to particular forms of financial intermediation or instruments (at present, there is much greater uniformity of rates). A number of countries also allow for optional regimes whereby taxpayers are allowed to choose between a flat rate final withholding tax in lieu of being taxed at progressive rates under the income tax. The option may be available for all kinds of capital income (as in Belgium and Portugal) or may be limited to particular capital income (as dividends in Italy and interest in France). These options tend to set ceilings on the maximum rate which is applied to capital income.

Finally, the Nordic countries' dual income tax stands between these two systems. On the one hand, labour and capital income are subject to different tax schedules; on the other, all sources of capital income tend to be subject to a single flat rate of tax. In particular this approach is followed by Denmark, Finland, Sweden and in part by Austria; however, only Finland and Sweden apply this approach to all kinds of capital income, including capital gains, without exceptions.

4.2 FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS

In order to evaluate fully the taxation of portfolio investment income received by individuals it is important to distinguish inbound from outbound investments. As far as interest from government bonds is concerned, over the past decade in source countries there has been a gradual elimination of withholding taxes either unilaterally or under double taxation agreements; frequently, as in the case of Italy, the exemption is subject to certain conditions, for example that the foreign recipient not be a resident in a tax haven. At present only Belgium, Greece, Ireland and Portugal levy withholding taxes on interest payments to portfolio investors (individuals and companies) from other EU countries. Other countries levy withholding taxes only for specific kinds of interest from bonds; for example Denmark, Germany, Luxembourg, Netherlands have withholding taxes on interest from profit sharing bonds. For interest from outbound investment, most residence countries allow unilateral relief by way of an exemption from tax on foreign source income or a credit on withholding taxes levied on foreign interest payments.

Almost all source countries in the EU levy withholding taxes on dividends; the only exceptions are Greece and Ireland⁽⁹⁾. At the same time under specific taxation agreements a number of countries (France, the United Kingdom and Italy) have extended to non-resident

(8) *Most EU countries apply some form of withholding tax on interest payments which is then credited against personal income tax. The only countries which do not have such a system of domestic withholding are Denmark, Luxembourg, Netherlands and Sweden.*

(9) *The United Kingdom also applies a de facto exemption which consists in a 20% separate tax and a 25% tax credit on dividends.*

investors the tax credits available to domestic residents under the imputation system⁽¹⁰⁾. In the country of residence of investors, in most instances tax relief is provided in the form of a tax credit, but just for the foreign withholding taxes.

With regard to capital gains international double taxation is not frequent; only two countries (Italy and Netherlands) apply capital gains taxes on holdings of domestic securities by non-resident investors, but limit the taxation on gains from the disposal of “large” holdings in resident companies. Moreover, the taxation on capital gains is generally reserved to the country of residence by tax treaties. In the country of residence capital gains on foreign investments tend to be generally taxed at the same rate as other capital gains. No tax relief is provided for capital gains taxes paid overseas.

Finally mention should be made of other capital taxes levied both in source and residence countries. There are very few capital levies on financial investments in source countries on financial assets held by non-residents and those which exist tend to take the form of registration duties. Double taxation relief for these taxes is available in several countries, including France and Germany. In the country of residence of investors foreign assets tend to be included in the tax base for computing wealth taxes.

5 THE TAXATION OF MUTUAL FUNDS IN THE EU

5.1 TAX TREATMENT OF MUTUAL FUNDS: GENERAL RULES AND EFFECTIVE TRANSPARENCY

For tax purposes all EU countries adhere to a system of *effective transparency* in respect of purchases of national funds by domestic individual investors. This entails that funds are viewed as see-through investment vehicles or at the very least that individuals should be indifferent between a direct purchase of the underlying assets and the acquisition of the same investments through a fund⁽¹¹⁾. As generally interest, dividends and capital gains income are subject to different tax treatments in EU countries the effective transparency implies that the nature of capital income received by mutual funds must be preserved at the moment of distributions to unit-holders; for example if capital gains are tax exempt and dividends not, only the part of distributions composed by dividends must be subject to taxation.

(10) *Germany does not extend the imputation credit but allows non-residents to benefit from the lower rate of tax on dividend distributions.*

(11) *In many respects companies operating in more than one jurisdiction are best thought of (from a purely tax perspective) as a somewhat more complex form of mutual fund. The additional complexity arises from three sets of factors: (a) a multinational has a balance sheet which is separate from that its shareholders – there is no see-through provision or transparency – (b) multinationals tend to make “real investments” (c) tax legislation tends to distinguish real from portfolio investments, especially where there are qualified shareholder participations (see Alworth, 1988).*

Owing to the varying types of taxation of capital income within the EU and to the various legal forms of mutual funds the principle of transparency has been applied differently across Member States. In addition, in many countries there are small but significant deviations from total transparency. These concern amongst others: the pass through basis of income, including the extent to which tax credits are transferred to individuals; the existence of special wealth and capital transfer taxes on funds; and possible separate deferral rules on realised capital gains.

It can be seen that the transparency principle is applied to funds in different ways. Broadly speaking, in those countries where capital income is subject to the individual income tax at progressive rates it is common for the tax law to contain provisions to the effect that all income of the fund and realised capital gains should be distributed and subject to tax in the hands of the ultimate beneficiary. In other countries the actual mechanics of the tax system come close to ensuring transparency. This is the case of the Nordic countries which operate a dual income tax which subjects all types of capital income to a single proportional rate of tax. It is also the case for Italy (in the case of interest income) and Spain which tax all financial instruments on the basis of withholding taxes.

A cross country differentiation which appears to have tax implications concerns the legal status of funds. Where funds are established as separate legal entities - typically as SICAVs - corporation tax is generally waived or levied at a very low rate (1% in Spain). The exceptions are for Domestic Investment Companies (DICs)- the only funds established in Ireland which can be marketed to domestic residents (dividends, interest and capital gains must generally be distributed) and for Open Ended Investment Companies (OEICs) in the United Kingdom. In these cases the corporation tax rate is as the same as that applied on capital income, so that the income received by the funds and distributed to unit-holders is subject to the same treatment as direct investment.

Among other legal forms of UCITS taxation at the fund level is more common. In some instances such as Belgium (FCPs), Italy and Portugal the tax rates which apply to the fund are identical to the withholding taxes applied at source on individual instruments. In the UK unit trusts OEICs are treated as companies for tax purposes but the rate is lower (20%, or 25% if more than 60% of investments are in assets which result in interest income) and realised capital gains are exempt; Advance corporation tax (ACT) and foreign income dividends (FID) provisions also apply. However, unlike other countries which tax funds while exempting unit holders, in the UK distributions are subject to withholding tax in the case of interest which is fully recoverable against personal income tax and tax credits are passed through on underlying dividends received by funds.

In achieving a system of *effective transparency and indifference* between direct and intermediate investments the most important problems arise for dividends and, in particular, for tax credits attaching to dividends. In respect to direct investments in shares tax credit on dividends is present in Finland, France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom. Only in France, Germany and the United Kingdom the tax credit is transferred to the unit-holders through the mutual fund so that the effective indifference between direct and indirect investments is achieved

fully. On the contrary in Finland, Italy and Spain the tax credit on dividends is not granted to mutual funds⁽¹²⁾.

The tax status of capital gains also differs markedly. It is interesting to note that capital gains accruing to mutual funds are generally exempt; they are taxed just in Ireland (Domestic Investment Companies) and in Italy. Realised capital gains are also often exempt but the exemption in several instances entails that the gains cannot be distributed to unit-holders. Finally many countries apply capital gains tax on individual unit-holders on the difference between the sales and purchase price of the UCIT.

Other possible sources of non-neutrality between direct and intermediate investments result from *tax deferral*. When a mutual fund (not obliged to distribute income) is not taxed on income received (dividends and interest) and on capital gains earned (at maturity or at realisation) and the taxation is *deferred* to the moment of distribution or of disposal of units there is a violation of the indifference principle, as investments through mutual funds are taxed lightly than the direct ones. This is the case of all EU countries with the exception of those that apply corporate or substitute taxes to the mutual funds (for example Ireland, Portugal and Italy).

Leaving the *tax deferral* problem out of consideration capital gains realised through mutual funds or directly are generally subject to the same tax treatment. The most important exceptions are in Denmark, where gains realised through Accumulating Funds are subject to the corporation tax (34%), and in Belgium, where gains distributed by SICAVs are subject to withholding tax (15%) while gains realised directly are tax exempt.

Mention should also be made of wealth taxes on certain categories of assets held in the funds which obey different criteria from those of personal or corporate wealth taxes. In Sweden, for example, differentiated wealth taxes levied on funds are said to compensate for the absence of taxes on capital gains. In Luxembourg instead the wealth tax is the only levy applying to funds and is applied at a very low rate. Belgium levies registration duties on accumulating funds as a surrogate for capital gains or wealth taxes.

As we have already mentioned it is common to compare direct investments by an individual with those carried out through a mutual fund. The principle of transparency should in most instances ensure that there should be no difference between a direct purchase of the underlying security and investments which are intermediated by mutual funds; *marginal tax rates* should be the same. A series of simulations were carried out (see Alworth and Gandullia, 1999) to compare investments undertaken directly by an individual or through the intermediation of a mutual fund

(12) In Italy there is effective indifference if individuals opt to be subject to the 12,5% withholding tax.

in order to evaluate the extent to which the principle of effective transparency applies to domestic investments⁽¹³⁾.

The main results are the following: i) for interest from government bonds there are virtually no differences between a direct investment on the part of an individual or through a fund; ii) in the case of dividends there is a somewhat more diverse set of results, which is due largely to the uncertainties in respect of the pass-through of imputation credits; iii) in the case of capital gains on the direct and indirect holdings of a share for a mean holding period of 5 years there are many differences on marginal tax rates, as the tax treatment of capital gains realised by a fund differs from that concerning individuals.

In summary the results of these simulations seem to indicate that individuals in the top marginal tax bracket are in most instances indifferent between investing directly or via a fund.

5.2 CROSS-BORDER INVESTMENTS

The concept of effective transparency becomes more difficult to apply in overlapping jurisdictions. This is because in the process of interposing a pooling vehicle between investment income and ultimate beneficiaries, several tax jurisdictions interact with one another. Hence it is difficult to specify a general set of rules which can ensure that cross border investments carried out directly by an investor from country A into country B will provide the same pattern of after tax returns as those which the same investor would have achieved if they had been intermediated by a UCIT. Indeed achieving effective transparency through a vehicle in country A may result in not achieving the same result if the vehicle is located in country B or a third country. Moreover many of the problems which arise in extending domestic tax systems to cross-border transactions, such as corporate-shareholders tax integration (McLure, 1979), tend to be exacerbated in these circumstances.

(13) *These simulations take account of all possible layers of domestic taxes on income, capital gains and wealth. They are based on a strict interpretation of tax laws; in other words individuals are assumed not to exploit the full possibilities available for reducing their tax burden such as wash sales, tax planning using derivatives, securities which allow deferral or shifting of gains into tax favoured forms of income or in the limit evading tax. Hence the results of these simulations should be read as a rendering of tax laws rather than a representation of economic behaviour. In addition, the assumption of a 10% pre-tax return on all forms of investment is taken in order to allow the quantification of the burden of wealth taxes. Two types of asset are considered (government bonds and shares) but the return on domestic equity is divided into dividends and capital gains. In order to attempt to capture some of the features of the capital gains legislation and particularly the effects of deferral a five years investment horizon is considered and a fixed percentage of accruing capital gains are assumed to have been realised each year either by the individual in the case of the direct investment or by the fund. No allowance is made for the possibility of deferral through the rolling-up of dividends received by the fund and not distributed to the fund holder. The individual considered in the simulations is taxed at the top marginal rate.*

Inevitably attempting to define a fully neutral tax system in these circumstances becomes a taxonomical exercise (see Alworth and Gandullia, 1999) and in a multi-country framework may be unachievable in practice and possibly undesirable. However, in the context of the EU if one of the objectives is to achieve a single capital market wide divergence from effective transparency will hamper the smooth workings of the financial system.

In order to examine these issues for analytical purposes it is important to distinguish between three possible types of cross-border investment involving UCITs:

- a) investment in foreign securities by a domestic mutual fund;
- b) investment in foreign mutual funds by domestic residents;
- c) investment in domestic mutual funds by foreign investors (including investments in foreign securities by foreign investors through a domestic fund)

Under a) potential deviations from transparency arise because of differences in both source and residence country provisions concerning direct investments and investments carried out by mutual funds. In the source country these relate to tax credits and withholding taxes. In the residence country, they concern the combination of these elements with the nature of double taxation relief available to funds and individuals and the existence of pass-through benefits available from funds to ultimate beneficiaries.

An important element determining the extent of pass-through concerns the provisions in double taxation agreements concerning mutual funds. Generally, source countries tend *not* to extend the benefit of double taxation agreements (DTAs) to foreign funds set up as fully transparent entities. The principal reason for denying treaty protection is that the legal status of many of these funds is unclear since they are neither corporations nor individuals. In this respect reference is often made to Art. 4 of the OECD Model Double Taxation Agreement (and the commentary) which specifies the characteristics of persons which qualify for treaty protection: “resident of ‘Contracting State’ means any person who under the rules of that State, is liable to tax therein by reason of his domicile, residence, place of management or any other criterion of a similar nature”

Another reason for not allowing treaty benefits is that unless specifically requested by the source, the ultimate beneficiary is unknown. Since the resident of the investor may not coincide with that of the fund it is possible that the former is not covered by a DTA. The corollary of this treatment of transparent funds is that upon application to the foreign tax authorities treaty benefits should be extended to the underlying unit holders who reside in the country where the fund is licensed. However very few EU countries (Austria, Belgium and Sweden) appear indeed to extend those benefits.

This naturally denies certain types of fund and investor any form of treaty protection. Italian funds which are neither a legal entity nor technically transparent cannot request that the tax credit be passed-on by the Inland Revenue in the United Kingdom because unit holders do not include dividend payments from a fund in their taxable income. Nevertheless in some instances, particularly a number of DTAs involving the Netherlands and the United Kingdom, it appears that it has been possible to ensure that source countries extend treaty benefits to transparent funds.

Apart from the ability to negotiate such agreements, one reason for this deviation may have been the *de facto* corporate status for tax purposes which these institutions enjoy in their country. It is more common for funds organised as corporate entities such as SICAVs to benefit from the double taxation relief provisions granted to companies. However, there is no uniform pattern in this regard.

The distinction between funds organised as corporate entities and transparent funds occurs in Belgium, Germany, Ireland and the United Kingdom, whereby foreign funds may benefit of treaty protection only if they have a corporate nature. Other countries (Finland, France, Luxembourg, Portugal and Spain) extend the benefits of international treaties to all foreign mutual funds without distinctions, while in the remaining countries (Austria, Italy, Denmark) since legislation in general is unclear all foreign funds do not benefit from treaty protection.

As far as the host country of funds and of final investors is concerned (point b), under the residence principle, the tax treatment of domestic and foreign investments should be equivalent. In practice this is not the case either for direct investments or investments intermediated by funds. While the taxation of foreign source income from UCITs and other sources is roughly equivalent in respect of the manner in which they are subject to personal income and capital gains tax, there are significant differences in respect of the availability of tax credits although it may appear at first sight that a certain degree of symmetry appears to have been achieved. The most important distinction concerns whether the tax credit is provided for the withholding taxes on distributions carried out by the fund or for any underlying taxes borne by the fund itself. Some countries such as France distinguish between transparent funds (FCPs) and corporate entities (SICAVs). In the former case an attempt is made to view the UCIT as a mere veil between the underlying tax and beneficiary, with all potential benefits such as the tax credits being passed on to the final investor. In practice this appears to be extremely cumbersome and many do not believe that this practice is widespread among unit holders (KPMG, 1998 and Tax Forum 1996). For French SICAVs credit for withholding taxes applies on only to distributions from funds, the underlying taxes are not taken into account.

The absence of full see-through appears to be the most common approach followed by the EU countries.

Turning to the taxation of domestic mutual funds by foreign investors (c), three approaches can be identified. The first treats distributions according to the rules followed for domestic unit holders. For example, in the Netherlands a 25% withholding tax applies on distributions of dividends to both residents and non-residents. Another approach, which is much more common, is for withholding taxes to vary according to the provisions of double taxation agreements or in some instances to whether an investor can prove to be a non-resident. The former is adopted in Finland whereas Austria exempts non-residents from withholding tax if their funds are held in custody with an Austrian bank. Finally, countries which adopt semi-transparent or non-transparent structures based on withholding taxes at the fund level tend not to apply further levies. Italy is a good example of this approach.

A final issue concerns the passing through of third country tax credits or withholding taxes to foreign investors. In other words, should residents of country A who have invested in a fund in country B benefit from double taxation relief from withholding taxes levied in country C?

To say the least this is a grey area. In the absence of specific provisions – such as the recent unilateral decision by the French authorities to deny explicitly the imputation tax credit to Dutch mutual funds unless the underlying beneficiary is a Dutch individual or legal entity – it is unclear whether individuals from a foreign country can benefit from treaty protection. In particular, it is not clear whether the DTA to which they are entitled is that between the country of the fund and where they reside, or that between the source country and where they reside. This uncertainty can give rise to serious discrimination against particular instrument, vehicles or opportunities for aggressive tax planning.

5.3 CROSS BORDER INVESTMENTS, EFFECTIVE TRANSPARENCY AND TAX DISCRIMINATION

A final set of issues regarding the tax treatment of cross border investments through UCITs concerns the *effective transparency*. In other words, are direct and foreign intermediated foreign portfolio investments taxed at broadly similar rates (that is does a transparency principle apply between direct investments and investments channelled through foreign intermediaries)?

Effective transparency in the source country requires that the taxation of outgoing capital income through direct investments be the same of the taxation of capital income distributed by mutual funds located in the same source country. In all cases in which capital income received and distributed by mutual funds is subject to withholding taxes which do not distinguish the nature (interest, dividends, capital gains) of the underlying capital income, while the treatment of capital income received directly is differentiated (for example taxation of dividends and not of capital gains), there are violations of the indifference principle. Generally the violation implies a heavier tax burden on capital income received through a mutual fund; for example while interest and capital gains paid to non residents are not subject to withholding taxes in Denmark, Finland, France, Netherlands and Sweden, distributions from mutual funds located in these countries are taxable. On the contrary there are some cases in which distributions are tax preferred than direct capital income.

With regard to the taxation of foreign source income received directly or via a foreign mutual funds possible non-neutrality may arise when direct income and distributions by mutual funds are treated differently in the investor's country of residence. Generally direct and indirect capital income are treated in the same way, but international double taxation relief is provided in different fashion. While for mutual funds almost all countries grant credit only for withholding taxes on distributions, for direct income (dividend and interest) many countries in addition to the same tax credit grant also the indirect tax credit.

Moreover in an international context there are also possible violations of effective transparency because of tax deferral. For investments via foreign UCITs the advantage of tax

deferral can be twofold; (i) roll-ups give rise to the deferral of taxation in the source country; (ii) the deferral of taxation in the residence country of the investor. The effects of deferral are attenuated only if mutual funds are subject to taxation on income received (as for example in all countries where mutual funds are subject to the corporation tax) and/or the investor is taxed also on income earned, but not perceived. Another instrument to offset the benefits from tax deferral effects is represented by the taxation of capital gains from the disposal of units. However, few EU countries levy taxes on gains from the disposal of units (Denmark, Finland, France, Spain and Sweden) and only Italy attempts to claim back the full benefits of deferral.

It is relatively straightforward to extend the framework used in the previous sections to address empirically a number of issues which may arise from the possibility that funds and individuals may acquire foreign assets. In particular in this section we examine whether (a) there is a discrimination between investments in domestic securities by domestic and foreign institutional investors; (b) there is a preferential tax regime for investments channelled through domestic financial intermediaries rather than foreign intermediaries.

In order to examine these issues in some detail a matrix-based accounting system of the various tiers of taxes has been set up (see Alworth and Gandullia, 1999)⁽¹⁴⁾. The results of these simulations, which need to be interpreted with care, expressly in light of the underlying data, seem to suggest the following tentative conclusions from an UK perspective. First, whereas there may be some benefits for a UK investor to opt for a foreign mutual fund for channelling interest income, this is not the case for capital gains or dividends. In the latter case the lack of pass-through provisions appear to be very costly. Second, popular jurisdictions for locating funds such as Ireland, Luxembourg and the Netherlands do not appear as a natural choice for channelling investments from the tax standpoint. Third, there is a very strong home bias for both interest and dividend income.

(14) *The methodology which has been employed is a direct extension of that described in the previous section. Investment income is assumed to arise in source country i and be distributed to a fund located in country j . The unit holder is assumed to be a resident of country k . The tax rates should be interpreted as a simple mechanical exercise of applying the statutory provisions which emerge from existing legislation and double taxation agreements. In order to summarise the multiplicity of possible tax situations a simple dummy variable regression was carried out to identify the relative importance of source country, fund country and investor country tax factors in explaining the overall tax burden for each possible i, j, k combination. A "Reference tax rate" has been calculated, which refers to the estimated "tax wedge" for UK source income intermediated by a UK fund and distributed to a UK resident. All the other coefficients represent deviations from the benchmark respectively for the country of source of income, the country in which a fund is located and the residence of a final investor. Finally, a home country bias variable was added to check whether the domestic investment route (source-fund-investor) was in any way tax-favoured. It takes a value of unity where $i = j = k$.*

5.4 THE TAXATION OF NON-INDIVIDUAL INVESTORS AND OF FUND MANAGEMENT COMPANIES

The previous sections have highlighted that, on balance, there is little evidence that favourable tax provisions in EU source countries have encouraged outflows of capital from other EU Member countries. Nor do provisions such as deferral of capital gains taxation in the country of residence of investors appear to provide a sufficient reason for the popularity of funds located in certain countries such as Ireland and Luxembourg. To be sure, it is possible that this may have occurred in specific instances and outright tax evasion in the residence countries may have been encouraged by other factors which contribute to making certain jurisdictions particularly attractive, such as the absence of exchange of information provisions between source and resident countries. Nevertheless, in many instances the growth of these centres has occurred even in instances where income is fully taxed in the home country.

Five explanations can be given for this development. Firstly, we have concentrated our attention on tax motivated locational factors. More lax regulation or a more liberal interpretation of EU directives may be of equal if not greater importance. Secondly, if the objective is to distribute a fund across Europe it is important to consider the overall tax benefit of certain centres. In this respect the empirical estimates suggest that indeed Luxembourg and to a lesser extent Ireland do provide on average a preferred environment. Thirdly, we have concentrated our attention on intra-EU investment flows. Indeed, certain centres may be tax preferred for investment outside the Community. Finally, it is important to consider the tax treatment of other investors in mutual funds and of the service providers to the fund.

Investment funds are pooling vehicles and as such are of interest to all types of final investors. One category which deserves some attention are pension funds which, owing to their peculiar tax status in most countries and their size, are especially sensitive to the tax treatment of their investment income. In particular, they are often tax exempt and like mutual funds do not benefit from treaty protection under the OECD article 4. As a result, pension funds are particularly sensitive to the manner in which their investment activity is structured and to favour those tax jurisdictions where funds are not taxed and possibly where networks of double taxation agreements may allow for treaty protection which would otherwise not be available through direct investments. An other category is companies, which also tend to layer mutual funds between various corporate entities and flows of funds with the objective of optimising their global taxation.

In the previous sections much attention has been devoted to considering whether differing tax regimes affect the tax-preferred location of funds from the point of view of final investors. In actual fact the location decision for the fund cannot be entirely separated from that of the administrators, the fund managers or advisory company, the custodians, the trustees or board of directors. In most EU countries each of these entities must meet the approval of local regulators and the requirements differ markedly (KPMG, 1998). Many countries require domestic incorporation. An extreme example is Belgium which demands that fund managers be a financial institution located in Belgium and recognised by the Banking and Finance Commission. Some countries merely require that the fund management be incorporated in a Member State of the EU.

In the case of Luxembourg SICAVs, the only obligation is that the administration of funds be carried in Luxembourg and the custodian be a domestic bank or savings institution. The residence of the Directors of the SICAV and its advisory company is unrestricted.

The close connection between the location of the fund and the entities which provide services to the fund means that the benefits to establishing in a particular jurisdiction will depend on the taxation of the income for these services provided in various jurisdictions⁽¹⁵⁾. Actually there are clearly strong incentives to set up fund management companies (or subsidiaries of fund management companies with head offices elsewhere) in a number of low tax jurisdictions, such as Luxembourg and Ireland. However, the appeal of a low tax jurisdiction for companies or individuals who are resident elsewhere will depend on the provisions of double taxation agreements as well as anti-avoidance and controlled foreign company legislation. It will also depend on the attribution of income rules followed by the tax authorities in respect of the services rendered to and by the fund management entity in the low tax jurisdiction.

6 POLICY ISSUES AND RESPONSES

There are several policy issues which emerge naturally from this discussion.

Effective transparency between direct investments and investments through mutual funds is partially reached in the domestic context, not in the international one. Assuming the absence of capital income tax evasion, there are tax bias against intermediated investments because of international double taxations. On the contrary investments through mutual funds may be tax favoured if there is evasion in the taxation of foreign capital income and foreign funds are not subject to taxation on their income or the taxation is deferred. If the policy objective is to achieve effective transparency also in the international context, the technical solutions are those proposed in the past by OECD (1977) and EEC (1978), that is application of the residence principle in the taxation of capital income and full transparency in the taxation of mutual funds with availability of treaty protection and indirect foreign tax credits on dividends (EEC). If on the contrary these solutions are difficult to implement in practice, the alternative option is the source principle in the taxation of capital income, which implies the application of source withholding taxes also on income received by mutual funds; the advantage is to offset tax deferral and tax competition, but the objections are those traditionally made to source principle (as discussed by Guerra, 1991).

Another issue concerns the nature and definition of entities which should benefit from treaty protection. As we have seen from a close reading of the OECD Model Treaty and its commentary non-legal entities and zero tax companies unless otherwise specified in individual treaties do not appear to benefit from treaty protection.

(15) *The relationship between the taxation of capital income and that of intermediaries' income is analysed in a domestic context by Paladini (1996).*

A more serious difficulty would arise for those countries which do not apply transparency principles for their domestic investors. Reform proposal must be therefore two-pronged: (a) on the one hand treaty protection should be extended to foreign transparent funds on condition that the underlying beneficiary be able to reclaim any tax benefit accruing abroad; (b) on the other, EU countries should be encouraged to establish criteria for qualifying non-transparent funds which would be allowed to benefit from treaty protection. A potential criterion would be a minimum tax level.

Another important issue concerns the degree of tax competition which is desirable between Member countries as regards the taxation of fund management companies. The dominance of Luxembourg and the recent emergence of Ireland as a location for establishing mutual funds in Europe can certainly be attributed to the favourable tax climate of these countries. However, this factor should not be unduly overestimated. In fact the uncomplicated and efficient regulatory environment in these countries is also an important element determining their success; and both centres have over time acquired considerable expertise in administration and custody. The answer to this issue is not specific to the fund industry although in the financial services sector a foreign shell is easier to justify than in other industry. Special regimes, treaty shopping and low tax environments for companies in the EU are the main issue which requires an overall EU endeavour.

Turning to broader concerns major differential in the tax treatment of funds can ultimately have an impact on the efficiency of financial markets. Differential taxation can lead to competitive non-neutrality, if for no other reason than comparisons of performance on after-tax may be considerably different from those on a pre-tax basis. Marketing of funds on the basis pre-tax performance which is the case of funds distributed in certain countries (UK, Luxembourg) against the performance of other funds which can only be measured on a post-tax basis (Italy) certainly creates a bias in favour of the former over the latter. As Dickson and Shoven (1995) have shown for the United States pre and post-tax rankings of funds can differ quite markedly. In a multi-jurisdiction framework such that of the EU it is possible that tax driven fund niches outside of the country of residence of the ultimate beneficiary could be developed in order to optimise the after-tax performances. While this may appear rather hypothetical for retail markets, where mutual funds are utilised by tax conscious players such as corporate entities and tax exempt institutions tax-driven performance may not be unlikely.

More significantly the efficiency of markets is definitely hampered by the existence of multiplicity of regimes for investors with basically similar return/risk profiles. Tax-clientele effects and segmentation are one outcome; a proliferation of instruments aiming at reducing tax differentials is another. Both lead to increasing compliance costs as the tax authorities attempt to close single loopholes in the tax systems.

7 CONCLUSIONS

Much of the academic literature on tax competition takes for granted that the existence of very lax fiscal regimes results in vast amounts of real resources being diverged into low tax jurisdictions. This theoretical conjecture contrasts markedly with the rather negligible impact which taxes appear to have on interest rate relationship across countries. A rather academic approach is often applied to discussions regarding tax co-ordination of capital income taxes. This paper has attempted to provide some guidance as to what is actually entailed by tax competition and to how the areas in which it operates in a rather narrow domain.

As far as authorised UCITs in the EU are concerned it appears extremely difficult to find evidence suggesting that sources of tax competition as far as individual households are concerned. There are however three areas where the diversion of revenues appears potentially to be significant: the use of mutual funds by exempt or zero tax entities in order to exploit the benefits of double taxation treaties; tax treaty shopping by non-EU entities to exploit treaty benefits to which they would otherwise be entitled; lower taxation of fund management companies which are established in relatively low (but positive) tax jurisdictions within the EU.

While some items are in many respects a technically simple issue to solve and, in all likelihood, to be increasingly object of pressure by other Member countries as economic integration amongst EU countries deepens, the first item is considerably more complex both technically and politically. If the benefits of tax treaties are not extended to mutual funds – or as appears to be the tendency in recent decisions the benefits are limited to residents of the country in which the UCIT is registered – there will be an inevitable *home bias* in the structuring and creation of such vehicles. This will reduce competition and ultimately the benefits of the internal market.

REFERENCES

- Alworth J.S., 1988, «The finance, investment and taxation decisions of multinationals», Oxford, Basil Blackwell
- Alworth J.S., Gandullia, L., 1999, «The Taxation of Institutional Investors in the EU: the peculiar treatment of mutual funds», mimeo
- Bank for International Settlements, 1995, «Annual Report», Basle
- Bank for International Settlements, 1996, «International Banking and Financial Market Developments», various issues
- Bureau of National Affairs, 1996, «Forum: Tax Treatment of Investment Funds», *Tax Management International*, vol. 17, no.1, pp. 1- 35
- Edwards, Jeremy, Julian Franks, Colin Mayer and Margaret Bray (eds.), «Recent Developments in Corporate Finance», Cambridge, Cambridge University Press
- di Majo A., Corezzi F., Longo A., Pace D., 1995, «La Tassazione del Risparmio nei Principali Paesi Europei: Rapporto CER-ANIA», Milano, Giuffrè
- Dickson J.M., Shoven J.B., «Taxation and Mutual Funds: An Investor Perspective», in Poterba J., «Tax Policy and the Economy», Cambridge, Mass. NBER, MIT Press
- FEFSI, 1995, «Taxation of UCITS. The Principles», Brussels
- Guerra M.C., 1991, «Gli organismi di investimento collettivo europei a fronte della liberalizzazione dei movimenti di capitale: problemi fiscali», in Cavazzuti, F., Giannini, S. (a cura di), «Sistemi fiscali e integrazione europea», Bologna, il Mulino
- Guerra M.C., 1997, «La tassazione delle attività finanziarie: il ruolo degli intermediari», in *Politica economica*, p. 203
- IEAG, 1998, «The Taxation of Private Investment», Jordans Publishing, London
- Hurley M.P., Meers S., Bornstein B.J., Struminger N., 1995, «The Coming Evolution of the Investment Management Industry. Opportunities and Strategies». Goldman Sachs
- Kopits G. *et al.*, 1992, «Tax Harmonisation in the European Community: Policy Issues and Analysis», Washington, International Monetary Fund
- KPMG, 1996, «European Tax Handbook 1996», Amsterdam, IBFD Publications
- KPMG, 1998, «Funds & Fund Management 1995: An International Survey of Taxation and Regulations», in www.kpmg.com
- Levi M., 1977, «Taxation and ‘abnormal’ capital flows», in *Journal of Political Economy*, 85, pp.635-46
- Marcetti F., 1997, «Il risparmio nel sistema delle imposte sui redditi», Giuffrè, Milano
- McClure C.E., 1979, «Must Corporate Income Be Taxed Twice?», Washington, The Brookings Institution
- OECD, 1977, «The taxation of collective investment institutions», Paris
- OECD, 1993, «Taxation of Savings in OECD Countries», Paris
- OECD, 1994, «Taxation of New Financial Instruments», Paris
- OECD, 1998, «Institutional Investors in the New Financial Landscape», Paris
- Paladini R., 1996, «Intermediari finanziari e tassazione, in Fossati, A., Giannini, S. (ed.), «I nuovi sistemi tributari», Milano, Franco Angeli
- Rodolfi R., 1998, «La tassazione dei fondi comuni di investimento in Italia e nei principali Paesi dell’Unione europea», Milano, *mimeo*
- Scholes M., Wolfson M., 1992, «Taxes and Business Strategy», Englewood Cliffs, Prentice-Hall
- Solnik B., 1988, «International Investments», Reading MA, Addison-Wesley
- Tanzi V., 1995, «Taxation in an Integrating World», Washington, Brookings

ELENCO DEI QUADERNI DI FINANZA CONSOB

- N. 1 *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, di S. Barsella (giugno 1990)
- N. 2 *Interdipendenza e integrazione delle principali borse internazionali: Milano e gli altri negli anni '80*, di S. Barsella, L. Filippa, P.L. Parcu (febbraio 1991)
- N. 3 *Legge 2 gennaio 1991, n. 1 «Disciplina dell'attività dell'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» (Raccolta completa degli atti parlamentari)*, a cura di M. Veronesi (marzo 1991)
- N. 4 *Realtà e prospettive del mercato ristretto*, di G. D'Agostino, L. Filippa, P.L. Parcu (settembre 1991)
- N. 5 *Il sistema della revisione e certificazione dei bilanci. Attualità e ipotesi di modifica* (agosto 1992)
- N. 6 *Rapporto sulla tassazione dei capital gains*, di M. Bianchi, S. Boffano, L. Filippa, M.C. Guerra (novembre 1992)
- N. 7 *La fusione di società con azioni quotate in borsa. Aspetti giuridici*, di G.G. Moglia, R. Ristuccia (giugno 1993)
- N. 8 *Esperienze in materia di offerte pubbliche di acquisto*, Atti del convegno sull'Opa, Senato della Repubblica (maggio 1994)
- N. 9 *Privatizzazioni, mercato azionario e governo dell'impresa* (aprile 1995)
- N. 10 *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, Atti del convegno, Senato della Repubblica (agosto 1995)

NUOVA SERIE

- N. 11 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Ruolo delle banche nella prospettiva di recepimento della direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento*, Milano 18 settembre 1995; *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, Villa d'Este di Cernobbio 14 ottobre 1995; *La Consob e i gruppi di società*, Venezia 18 novembre 1995 (Dicembre 1995)
- N. 12 *Studi e Ricerche* *Pubblico e privato nella disciplina dei mercati mobiliari. Proposte di revisione del sistema italiano*, di M. D'Alberti (Dicembre 1995)
- N. 13 *Studi e Ricerche* *Tra regolamentazione e sviluppo: fini e modalità dell'intervento pubblico nel mercato azionario*, di S. Fabrizio e C. Scarpa (Gennaio 1996)
- N. 14 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Il ruolo del Garante del mercato dei capitali*, Roma 1 dicembre 1995; *Il ruolo della certificazione ed i mercati finanziari e mobiliari*, Milano 16 gennaio 1996; *Collegio sindacale e internal auditors*, Milano 19 aprile 1996 (Maggio 1996)
- N. 15 *Studi e Ricerche* *Assetti proprietari e struttura del settore: un'analisi delle Sim e delle fiduciarie*, di M. Bianchi, S. Fabrizio e G. Siciliano (Maggio 1996)
- N. 16 *Documenti* *L'armonizzazione delle regole contabili nella prospettiva dei mercati finanziari europei*, Atti del convegno, Università Bocconi (Agosto 1996)

- N. 17 *Documenti* Interventi del Commissario della Consob A. Zurzolo: *Corporate Governance*, Stresa 6 giugno 1996; *Collegio sindacale e società di revisione: evoluzioni e prospettive*, Torino 13 settembre 1996; *Società mercato e diritti degli azionisti: uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario*, Milano 17 settembre 1996 (Ottobre 1996)
- N. 18 *Documenti* Interventi del Presidente della Consob E. Berlanda: *Le vicende del Gruppo Olivetti*, Camera dei Deputati, Roma 9 ottobre 1996; *Globalizzazione dei mercati e quotazione in borsa*, Villa d'Este di Cernobbio 17 ottobre 1996; *Note su una proposta di riforma del governo societario in Italia*, Pavia 18 ottobre 1996; *Le vicende del Banco di Napoli*, Senato della Repubblica, Roma 5 novembre 1996 (Novembre 1996)
- N. 19 *Studi e Ricerche* *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, di E. Pagnoni e L. Piatti (Gennaio 1997)
- N. 20 *Documenti* *Il mercato degli strumenti derivati over-the-counter in Italia*, di G. Lusignani, P. Mammola e D. Sabatini (Agosto 1997)
- N. 21 *Documenti* *Il risparmio gestito in Italia - Caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, Intervento del Commissario della Consob M. Onado (Agosto 1997)
- N. 22 *Studi e Ricerche* *Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume I, Ottobre 1997)
- Ricerche sull'industria dei servizi mobiliari in Italia*, Atti del convegno, Università Statale di Milano (Volume II, Novembre 1997)
- N. 23 *Documenti* *La regolamentazione dei mercati finanziari: problemi attuali e prospettive future*, Atti del convegno, Senato della Repubblica, Roma 6 dicembre 1996 (Dicembre 1997)
- N. 24 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di Opa*, di R. Di Salvo, A. Macchiati, G. Siciliano e S. Providenti (Gennaio 1998)
- N. 25 *Studi e Ricerche* *Volatilità dei titoli industriali e volatilità dei titoli finanziari: alcuni fatti stilizzati*, di M. Bagella e L. Becchetti (Gennaio 1998)
- N. 26 *Documenti* *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, audizione del Presidente della Consob T. Padoa-Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati (Febbraio 1998)
- N. 27 *Studi e Ricerche* *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*, di J.R. Macey e M. O'Hara (Maggio 1998)
- N. 28 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Servizi e strumenti di impiego del risparmio* - (Giugno 1998)
- N. 29 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Diritto societario* - (Agosto 1998)
- N. 30 *Studi e Ricerche* *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, di C. Di Noia e L. Piatti (Settembre 1998)

- N. 31 *Documenti* *La globalizzazione dei mercati e l'armonizzazione delle regole contabili*, Atti del convegno, Palazzo Mezzanotte, Milano 19 febbraio 1997 (Ottobre 1998)
- N. 32 *Documenti* *Seminario internazionale in materia di Opa*, Atti del convegno, Palazzo Giustiniani, Roma 29 maggio 1998 (Marzo 1999)
- N. 33 *Studi e Ricerche* *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance* di C. Di Noia (Marzo 1999)
- N. 34 *Studi e Ricerche* *Opzioni sul Mib30: proprietà fondamentali, volatility trading e efficienza del mercato*, di L. Cavallo, Paolo Mammola e D. Sabatini (Giugno 1999)
- N. 35 *Studi e Ricerche* *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, di M. Longo e G. Siciliano (Agosto 1999)
- N. 36 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di intermediari non bancari*, (Ottobre 1999)

LE PUBBLICAZIONI CONSOB

- **RELAZIONE ANNUALE**
Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.
- **BOLLETTINO MENSILE**
Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.
- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**
Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.
- **RACCOLTA NORMATIVA**
Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.
- **QUADERNI DI FINANZA**
Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.

■ **CONSOBTEL**

Dal 1° aprile 1996 è attiva la banca dati telematica CONSOBTEL, che contiene tutte le pubblicazioni della Consob ed altre informazioni di pubblica utilità. CONSOBTEL è accessibile mediante il sistema di banche dati ISPOLITEL-GURITEL, distribuito dall'*Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato*. Costo abbonamento (1° gennaio - 31 dicembre 1998): Lit 250.000 + Iva (due ore di franchigia; Lit 2.000/min. + Iva per tempi di connessione superiori).


Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) sono i seguenti:

- RELAZIONE ANNUALE: Lit 40.000, estero: Lit 55.000.
- BOLLETTINO (abbonamento 12 numeri mensili + le varie *Edizioni Speciali*): Lit 300.000, estero: Lit 350.000; singoli numeri: Lit 30.000, estero: Lit 35.000.
- NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: Lit 80.000, estero: Lit 120.000; via fax: Lit 160.000, estero: Lit 230.000.
- RACCOLTA NORMATIVA: Lit 130.000.
- QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): Lit 120.000, estero: Lit 156.000; singoli numeri: Lit 24.000, estero: Lit 30.000.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 387001 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:

ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO

 167-864035 • 06-8508.2221 • 06-8508.2149

