



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 13 settembre 2016

Spettabile
Banca d'Italia
Servizio Regolamentazione e
Analisi Macroprudenziale
Divisione Regolamentazione II
Via Nazionale, 91
00184 Roma

Prot. n. 303/16

Anticipata all'indirizzo di posta elettronica: ram@pec.bancaditalia.it

Risposta ai documenti di consultazione relativi al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio conseguenti al recepimento della direttiva UCITS V e ulteriori interventi di modifica.

Premessa. Assogestioni intende anzitutto ringraziare l'Autorità di vigilanza per l'opportunità offerta di esprimere osservazioni e proposte in ordine al documento di consultazione in oggetto.

In via generale, si esprime apprezzamento in ordine alla considerazione riposta nelle richieste avanzate da questa Associazione, in materia di calcolo del valore della quota e patrimonio di vigilanza. Le soluzioni adottate, infatti, permettono di ridurre gli oneri di *compliance* per i gestori autorizzati alla gestione sia di OICVM che di FIA, salvaguardando al contempo la *ratio* e gli obiettivi della disciplina comunitaria di riferimento.

Più in dettaglio, si ringrazia, anzitutto, per aver tenuto conto delle richieste dell'industria connesse al superamento del regime dell'affidamento. Si fa in particolare riferimento: (i) all'introduzione, nell'ambito del regime delle spese del fondo, di una nuova voce relativa al costo del calcolo della quota, da avvalorare sia nel caso di svolgimento diretto da parte della SGR di tale attività, sia di affidamento della stessa in *outsourcing*, e, dunque, di ricondurre tale costo nell'ambito del compenso della SGR con voce autonoma rispetto alla provvigione di gestione. Tale impostazione consente infatti di rendere pienamente trasparente e confrontabile il costo sostenuto dagli OICR per il calcolo del valore della quota, ponendosi anche in linea di coerenza con il modello dell'*outsourcing*; (ii) all'intenzione di voler riconoscere un periodo transitorio entro il quale gli intermediari saranno tenuti ad



adeguarsi al nuovo regime normativo, richiedendo agli stessi l'individuazione della tempistica necessaria al prescritto adeguamento.

Si apprezza poi, da un lato, il riconoscimento della facoltà per le SGR di dedurre dal patrimonio di vigilanza le partecipazioni ordinariamente non dedotte dallo stesso, in quanto consolidate a fini prudenziali dal gruppo bancario o finanziario di appartenenza delle SGR, dall'altro, i chiarimenti forniti in ordine all'applicazione della provvigione di incentivo.

Sul tema del depositario di OICR, si condivide la scelta di estendere anche ai depositari di FIA le medesime previsioni in materia di obblighi di indipendenza e di obblighi di protezione delle attività del fondo, in caso di insolvenza dei soggetti cui siano delegate le funzioni di custodia. Tale soluzione, infatti, nel definire un quadro normativo omogeneo sia per i depositari di OICVM che di FIA, si traduce, al contempo, in una maggiore tutela per gli investitori, i quali, di conseguenza, non godrebbero di un regime di protezione diverso in funzione della tipologia del fondo sottoscritto.

Fermo restando quanto sopra, l'Associazione intende sottoporre all'attenzione di codesta rispettabile Autorità talune considerazioni volte innanzitutto ad assicurare piena effettività alle soluzioni normative individuate.

Inoltre, sebbene si abbia presente la richiesta di operare una diretta corrispondenza dei commenti alle parti del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio oggetto di modifica, l'Associazione ha ritenuto comunque opportuno cogliere l'occasione, offerta dalla revisione del suddetto impianto regolamentare, per porre all'attenzione dell'Autorità ulteriori profili meritevoli di considerazione.

Si segnala infine l'opportunità di tener conto, nell'attività di revisione del tessuto regolamentare, degli ultimi orientamenti espressi da codesta rispettabile Autorità nell'ambito delle note di chiarimenti pubblicate a seguito del recepimento della AIFMD, ove, evidentemente, le relative letture interpretative-applicative risultino ancora compatibili con il "nuovo" quadro regolamentare di riferimento.

Ciò posto, si riportano qui di seguito le considerazioni che rivestono particolare rilievo per l'industria, rinviando all'allegato tecnico per la descrizione delle singole e ulteriori proposte di modifica.

1. Sul calcolo del valore della quota degli OICVM. Con riferimento al calcolo del valore della quota degli OICVM, pur condividendo in linea generale l'impostazione adottata, talune considerazioni si esprimono in relazione ai profili di seguito illustrati.

1.1. Inserimento della voce relativa al costo sostenuto per il calcolo del valore della quota. La modifica regolamentare relativa all'esplicitazione, nell'ambito del compenso della SGR, della voce di costo sostenuto per il calcolo del valore della quota, comporta l'applicazione dei termini di sospensiva, esclusivamente nel caso in



cui incida negativamente sui diritti patrimoniali dei partecipanti. Al riguardo si chiede di confermare che detta modifica non comporti l'applicazione dei termini di sospensiva, ove ciò si traduca in una mera riallocazione di una quota-parte dei compensi massimi attualmente previsti dal regolamento dei fondi a favore del depositario che, in quanto tale, non incide negativamente sui diritti patrimoniali dei partecipanti.

1.2 Rappresentazione della voce di costo del calcolo del valore della quota. In materia di rappresentazione del costo sostenuto per il calcolo del valore della quota, si chiede di ammettere la possibilità di indicare una misura massima del costo, "replicando" sostanzialmente quanto previsto, nel sistema vigente, in materia di compenso del depositario. E infatti, preme evidenziare che il compenso da riconoscere al soggetto che presta tale attività, viene definito sia in funzione dell'ammontare del patrimonio mediante la fissazione di aliquote a scaglioni, sia in funzione delle posizioni e delle movimentazioni degli strumenti utilizzati.

1.3 Regime transitorio. Per quanto concerne la tempistica necessaria all'adeguamento al nuovo regime normativo del calcolo del valore della quota del fondo, si chiede di riconoscere un periodo transitorio fino al **30 giugno 2017**, termine entro il quale gli intermediari saranno tenuti ad adeguarsi al nuovo regime normativo. Tale periodo temporale consentirebbe ai gestori di adeguare i relativi regolamenti di gestione alle nuove disposizioni nonché di rivedere gli assetti contrattuali in essere con i depositari. Il regime transitorio dovrebbe peraltro applicarsi anche ai fondi istituiti successivamente all'entrata in vigore del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

Con riguardo, poi, alle modifiche apportate agli schemi dei prospetti contabili degli OICR di cui agli Allegati IV.6.1, IV.6.2, IV.6.3 e IV.6.3-*bis*, anche al fine di evitare ogni possibile incertezza di carattere applicativo, si chiede di esplicitare che le stesse devono applicarsi ai prospetti redatti dai gestori alla prima data di riferimento successiva al termine del predetto regime transitorio.

1.4 Esternalizzazione del calcolo del valore della quota. Si coglie l'occasione, offerta dalla tematica del calcolo del valore della quota, per porre in evidenza un ulteriore profilo sul quale si ritiene necessario un intervento da parte delle Autorità. In particolare, in considerazione della disciplina dettata nel Regolamento congiunto, in materia di esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti e di servizi, si chiede di esentare i gestori, che alla luce del nuovo regime intendano esternalizzare siffatto compito, dalla comunicazione preventiva e dal contestuale rispetto dei termini di cui all'articolo 50, comma 3 del Regolamento congiunto, allorché non mutino l'identità del depositario incaricato nonché le ragioni oggettive alla base dell'esternalizzazione. Occorre tener presente, tra l'altro, che, in tali ipotesi, la valutazione circa l'idoneità del depositario a svolgere il predetto incarico risulta già effettuata dalla Banca d'Italia, in sede di autorizzazione ad assumere l'incarico di calcolare il valore delle quote degli OICVM, ai sensi della vigente disciplina di cui al Titolo VIII, Cap. I, Sez. IV del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.



Del pari, e nella medesima prospettiva, si chiede di esentare i gestori che, alla luce del nuovo regime intendano esternalizzare la funzione di valutazione dei beni e calcolo del valore delle quote, anche dalla comunicazione alla Banca d'Italia e dal rispetto dei relativi termini previsti al Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, par. 1.3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

2. Sulla provvigione di incentivo. Nell'esprimere apprezzamento per il chiarimento fornito circa l'obbligo di considerare il valore complessivo del fondo al netto di tutti i costi ad eccezione della provvigione di incentivo stessa per tutti i casi in cui si applica una provvigione di incentivo (cfr. Titolo V, Capitolo I, Sezione II, par. 3.3.1.1, nota 8), si ritiene tuttavia opportuno non definire nel Regolamento i dettagli dell'algoritmo di lordizzazione.

E infatti, le modalità tecniche proposte per effettuare il suddetto calcolo, sebbene contengano degli elementi di indubbia positività (quali la conferma della possibilità di utilizzare taluni valori che si riferiscono al giorno T-1, in luogo di T, al fine di evitare l'uso di forme ricorsive nel calcolo), mal si attagliano, però, a quelle realtà che determinano il compenso da riconoscere alla SGR (tra cui la provvigione di incentivo) e alla banca depositaria facendo "riferimento al valore complessivo netto del fondo a T" senza tuttavia utilizzare formule ricorsive oppure utilizzando le stesse al fine di meglio allineare l'interesse economico tra SGR e partecipanti.

Inoltre e, per quanto conosciuto dall'Associazione, ulteriori varianti o tecniche di lordizzazione potrebbero essere state sviluppate dagli intermediari per neutralizzare effetti distorsivi derivanti dal calcolo di un valore di quota lorda delle provvigioni di incentivo. Si fa ad esempio riferimento allo stacco della cedola o alla liquidazione delle provvigioni, soprattutto laddove queste non abbiano una frequenza annuale come nelle metodologie c.d. *High Water Mark* (relativo e assoluto).

Peraltro, ulteriori accorgimenti potrebbero essere stati introdotti per rendere più efficienti le modalità operative del calcolo stesso. In questo contesto, si osserva come talune Società abbiano utilizzato dei modelli che superano l'impostazione contabile proposta da codesta Autorità al fine di disporre di una serie di valori rappresentativi di indici di rendimento (cd. quote lorde) che riflettano esclusivamente i risultati della gestione e che consentano di gestire correttamente lo stacco della cedola, così come la liquidazione delle provvigioni. Tali modelli derivano dall'adattamento del metodo di calcolo della quota lorda di un fondo aperto italiano sviluppato a suo tempo dalla Assogestioni (1) al fine di eliminare gli effetti che la fiscalità produceva sulla quota netta.

¹ Cfr. Assogestioni, 16 settembre 1998, "*Metodologia di lordizzazione fiscale dei fondi comuni aperti*", disponibile nella sezione Pubblicazioni del sito *internet* dell'Associazione. La formula, attualmente utilizzata da diverse Società per il calcolo delle *performance* lorde a fini GIPS, è certificata annualmente da parte di auditor esterni.



Il Regolamento dovrebbe pertanto limitarsi a chiarire l'ambito di applicazione e i principi su cui effettuare il calcolo e non già definire un'unica soluzione tecnica, date le diverse prassi operative in essere ancora prima della variazione introdotta con il Provvedimento del gennaio 2015 per il calcolo della valore della quota. I diversi metodi finora utilizzati, se in linea con i criteri e/o principi previsti dal Regolamento, dovrebbero dunque poter essere mantenuti.

Laddove, invece, codesta Autorità ritenesse necessario disporre di un insieme definito di soluzioni adottabili, si richiede di introdurre nel Regolamento una disposizione che dia (anche) la possibilità per le SGR di far riferimento alle modalità tecniche definite in sede di autoregolamentazione dalle associazioni rappresentative delle SGR, quali l'Assogestioni, e portate a conoscenza e/o validate dell'Autorità. Ciò consentirebbe un migliore allineamento dell'interesse economico tra SGR e partecipante e, al contempo, lascerebbe alle SGR alcuni margini di discrezionalità nell'adozione di una metrica, tra le diverse che verranno definite e che potranno essere aggiornate nel tempo in modo indipendente rispetto alla revisione del Regolamento, in funzione della tipologia di provvigioni di incentivo e alle procedure contabili adottate.

In ogni caso, nel documento tecnico allegato, sono evidenziati i dubbi interpretativi e/o le criticità riscontrate in merito alle formulazioni, che dovrebbero essere considerati da codesta Autorità, in quanto creano delle distorsioni nel calcolo a danno dei partecipanti e/o della SGR.

In tema di disposizioni finali e transitorie, l'applicazione del nuovo chiarimento a tutte le modalità di calcolo delle provvigioni di incentivo per gli OICR esistenti dovrebbe poter avvenire in via graduale, attraverso il riconoscimento di un adeguato periodo di transizione. Questo dovrebbe essere pari ad almeno un anno a decorrere dalla prima chiusura dell'esercizio annuale/anno convenzionale per il calcolo della commissione di incentivo (anno convenzionale) dell'OICR successiva all'entrata in vigore del Provvedimento, ove questa sia prevista nel 2016. Il riferimento alla chiusura dell'esercizio contabile/anno convenzionale è volto a consentire un'ordinata transizione alle nuove modalità di calcolo oltre che a verificare gli impatti di natura gestionale, operativa e commerciale derivanti dalla relativa modifica. A titolo esemplificativo, per un fondo il cui esercizio annuale/anno convenzionale chiuda il 31 dicembre 2016, la SGR conformerà il metodo di calcolo entro il 31 dicembre 2017, mentre per un fondo il cui esercizio annuale/anno convenzionale chiuda il 31 marzo 2017 la data di adeguamento sarà entro il 31 marzo 2018.

Le modifiche da apportare ai regolamenti di gestione, in conformità alla nuova disciplina in materia di calcolo della provvigione di incentivo devono intendersi approvate in via generale e senza applicazione dei termini di sospensiva, trattandosi di modifiche richieste da mutamenti di legge.



3. Altre osservazioni

3.1 Commissioni di collocamento

E' opportuno considerare che la commissione di collocamento si qualifica come alternativa rispetto alla commissione di sottoscrizione, mentre analoga risulta la finalità sottesa all'applicazione delle stesse, ovvero quella di remunerare l'attività svolta dal soggetto collocatore a fronte dell'attività di promozione e collocamento e, contestualmente, consentire alla SGR di compensare gli oneri connessi alla fase di *set up* produttivo, organizzativo e commerciale inerenti all'avvio dell'operatività del prodotto. Risulta, pertanto, limitante il requisito che vincola l'applicazione della commissione di collocamento all'esistenza di una politica di investimento fondata su una durata predefinita, tenuto conto che non sussiste una connessione diretta tra tali elementi, come già sperimentato in altri ordinamenti esteri.

La combinazione dei requisiti della durata predefinita del periodo di sottoscrizione e della politica di investimento richiesti dalla disciplina vigente per l'applicazione della commissione di collocamento ha determinato nel tempo talune inefficienze connesse anzitutto all'istituzione di fondi che presentano sostanzialmente le medesime caratteristiche (fondi clone) al fine di fornire continuità nella proposizione commerciale, con conseguenti difficoltà operative connesse alla proliferazione e alla numerosità degli stessi.

A queste si è aggiunta la necessità di dover gestire, alla scadenza della durata predefinita della politica d'investimento, operazioni di "riconfigurazione" dei medesimi fondi, mediante una variazione della stessa politica di investimento e/o attraverso operazioni di fusione tra fondi. Queste ultime, in particolare, risultano di notevole complessità e possono determinare inefficienze nella gestione della relazione commerciale con l'investitore, il quale, nel volgere di pochi mesi, può trovarsi coinvolto in una molteplicità di operazioni di fusione, qualora abbia sottoscritto nel tempo più fondi aventi le medesime caratteristiche (fondi clone) ovvero abbia sottoscritto nello stesso momento fondi con caratteristiche diverse ma che giungono a scadenza nel medesimo periodo.

A tal riguardo l'Associazione sta individuando possibili soluzioni da sottoporre a codesta Autorità per superare le suddette inefficienze, quali ad esempio, l'istituzione di un fondo caratterizzato eventualmente da una pluralità di Classi di quote oppure da un ammortamento della commissione di collocamento in capo al singolo sottoscrittore. Il fondo risulterebbe così caratterizzato da una dimensione patrimoniale più elevata rispetto a quanto avviene nella situazione attuale dei "fondi clone", accrescendo l'efficienza gestionale e riducendo l'incidenza dei costi fissi.



3.2 Modelli interni per il calcolo dell'esposizione complessiva in derivati. Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio consente di adottare per il calcolo dell'esposizione complessiva in derivati modelli interni basati sull'approccio del VaR, come alternativa al metodo di calcolo basato sugli impegni.

Poiché la disciplina nazionale prevede, rispetto a quella presente in altri ordinamenti, maggiori indicazioni di dettaglio quali, tra l'altro, l'individuazione di penalizzazioni gestionali in funzione dei risultati dei test retrospettivi, di fatto, secondo quanto risulta a questa Associazione, tali modelli interni basati sull'approccio al VaR non sono mai stati utilizzati dalle SGR. Ciò con indubbi effetti negativi sul livello di competitività, di innovazione del prodotto, di crescita del capitale umano e, più in generale, sul rafforzamento del modello di *business* delle Società.

Tali effetti sono oggi resi quanto più attuali dalla necessità espressa da almeno una SGR di grandi dimensioni di voler adottare, per taluni OICVM di diritto italiano, il medesimo modello interno utilizzato per gli OICVM di diritto estero dalla stessa gestiti.

In linea con la disciplina dei principali paesi europei, quali Francia, Germania e Regno Unito, oltre che Lussemburgo, si propone pertanto un approccio caratterizzato da disposizioni orientate nel senso di una maggiore responsabilizzazione delle SGR in materia di organizzazione del proprio modello interno di *risk management* da utilizzare a fini prudenziali. Si auspica pertanto un ripensamento dell'impostazione adottata al riguardo o, quantomeno, un'adeguata considerazione delle osservazioni formulate dall'Associazione nell'allegato.

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si renda necessario, si inviano i migliori saluti.

Il Direttore Generale

**TITOLO I
DEFINIZIONI E RISERVA DI ATTIVITA'**

CAPITOLO I DEFINIZIONI

1. Definizioni

Ai fini del presente Regolamento si intendono per:

[...]

37) "Regolamento delegato (UE) n. 2016/438": Regolamento del 17 dicembre 2015, n. 2016/438, che integra la direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi dei depositari;

Osservazioni

La revisione proposta deve leggersi nell'ottica di una completezza e sistematicità redazionale dell'impianto regolamentare.

[...]

**TITOLO II
SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO
CAPITOLO II
PARTECIPAZIONI DETENIBILI DALLE SGR**

Sezione II

DISCIPLINA DELLE PARTECIPAZIONI DETENIBILI

3. Informativa alla Banca d'Italia

Le SGR comunicano alla Banca d'Italia, entro 10 giorni dall'acquisto, le partecipazioni assunte, ivi comprese quelle oggetto della procedura di cui al par. 2.

Gli incrementi o i decrementi delle partecipazioni devono essere preventivamente comunicati solo ove determinino l'acquisizione o la perdita - in via diretta o indiretta - del controllo della partecipata.

Osservazioni

La revisione proposta, oltre a porsi in linea con quanto previsto al precedente paragrafo 2, consentirebbe operazioni di riorganizzazione nell'ambito del gruppo, con particolare riguardo alle ipotesi di trasferimento di partecipazioni dalle controllate alla SGR e viceversa.

**CAPITOLO V
ADEGUATEZZA PATRIMONIALE E CONTENIMENTO DEL RISCHIO**

Sezione III

REQUISITI PATRIMONIALI

1. Copertura patrimoniale commisurata alla massa gestita di OICR e fondi pensione senza garanzia di restituzione del capitale

Al fine di determinare il requisito patrimoniale, le SGR fanno riferimento alla somma delle attività - come risultante dall'ultimo prospetto contabile approvato - degli OICR e dei fondi

pensione, compresi quelli per i quali le SGR hanno delegato la gestione; sono escluse dalla somma le attività degli OICR per le quali le SGR svolgono attività di gestione in qualità di delegato. **E' possibile altresì escludere dalla somma il valore delle attività rappresentate dall'investimento in altri OICR gestiti dalla stessa SGR.**

Sulla parte dell'importo così determinato, che eccede i 250 milioni di euro, la SGR calcola un requisito patrimoniale pari allo 0,02 per cento, fino a un massimo di 10 milioni di euro.

Osservazioni

In tema di copertura patrimoniale commisurata alle masse gestite di OICR e fondi pensione senza garanzia di restituzione del capitale, si chiede di consolidare nel testo del Provvedimento la nota di chiarimento n.2 fornita da codesta Autorità nel luglio 2015 in tema di "Adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio" di cui al Capitolo V che conferma l'applicazione della Q&A dell'ESMA n.1 della Sez. X (2015/ESMA/630), oltre ai FIA che investono in altri FIA gestiti dalla SGR, anche agli OICVM e fondi pensione che investono in parti di OICVM gestiti dalla stessa SGR.

**TITOLO IV
CAPITOLO III
SEZIONE II
COMUNICAZIONI ALLA BANCA D'ITALIA**

[...]

13. Errata valorizzazione delle quote

Le SGR, le SICAV, le SICAF o i depositari - ove curino il calcolo del valore delle parti - comunicano tempestivamente alla Banca d'Italia gli errori di calcolo superiori alla "soglia di irrilevanza dell'errore" (eventualmente prevista nel regolamento del fondo o nello statuto della Sicav) che hanno avuto effetti sul valore della quota dei fondi o delle azioni delle SICAV o SICAF e rendono noti alla Banca d'Italia gli interventi effettuati per la rimozione delle cause che hanno determinato le errate valorizzazioni.

Osservazioni

Le revisioni proposte sono volte a realizzare un coordinamento con quanto previsto nell'ambito del Titolo V, Cap. I, Sez. II, par. 4.6 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

[...]

TITOLO V
ORGANISMI DI INVESTIMENTO COLLETTIVO DEL RISPARMIO

CAPITOLO I
**CRITERI GENERALI E CONTENUTO MINIMO DEL REGOLAMENTO DI GESTIONE
DEI FONDI COMUNI**

SEZIONE II
CONTENUTO MINIMO DEL REGOLAMENTO DI GESTIONE

[...]

2.1 Denominazione e tipologia del fondo

[...]

Fondi a capitale protetto e fondi garantiti Si avvalgono della denominazione “fondo a capitale protetto” esclusivamente i fondi che perseguono una politica di investimento atta a minimizzare, attraverso l'utilizzo di particolari tecniche di gestione, la probabilità di perdita del capitale investito o di una determinata percentuale dello stesso.

Utilizzano la denominazione “fondo garantito” solo i fondi in cui la garanzia della restituzione del capitale iniziale o di una determinata percentuale dello stesso, eventualmente incrementato di un rendimento minimo, è assicurata mediante la stipula di apposite convenzioni con un soggetto terzo abilitato.

Osservazioni

Le revisioni proposte sono volte a formalizzare la possibilità di qualificare come fondi protetti o garantiti anche quei fondi il cui livello di protezione/garanzia risulta definito sulla base di una determinata percentuale del capitale investito/capitale iniziale, in linea con quanto già previsto da alcuni fondi presenti sul mercato, con quanto definito da Assogestioni nella propria “Guida alla Classificazione” ed, infine, con quanto già riconosciuto nella prassi di mercato dalla stessa Autorità di Vigilanza.

3.3.1.1 Compenso della SGR

Il regolamento indica le modalità di determinazione del compenso della SGR, specificando i parametri di riferimento per il relativo calcolo, che devono essere facilmente verificabili.

Il compenso è composto dalla provvigione di gestione e dal costo sostenuto per il calcolo del valore della quota, sia nel caso sia svolto dall'SGR sia nel caso in cui sia esternalizzato a terzi.

OICVM e FIA

Aperti Per il calcolo del compenso della SGR (~~c.d.~~ provvigione di gestione e costo sostenuto per il calcolo del valore della quota) si fa riferimento al valore complessivo netto del fondo.

Osservazioni

In materia di compenso della SGR e, nella specie, di costo sostenuto per il calcolo del NAV, si rinvia alle considerazioni sviluppate nella lettera di risposta ai documenti di consultazione.

Il regolamento può inoltre prevedere forme di compenso legate al rendimento realizzato dalle quote del fondo (c.d. provvigione di incentivo), alle condizioni minimali di seguito indicate.

l) La provvigione di incentivo dipende dalla circostanza che la variazione del valore della quota del fondo (eventualmente tenendo conto anche dei proventi distribuiti) (8) sia superiore a un indice individuato nel regolamento.

L'indice deve caratterizzarsi per:

- oggettività delle basi di calcolo e verificabilità. Esso deve essere fornito da un soggetto terzo e indipendente rispetto al gruppo rilevante della SGR

⁶ Al fine di chiarire il funzionamento della commissione di rimborso, si consideri il seguente esempio. Un fondo, sottoscritto per un ammontare pari a 10.000 euro e suddiviso in 100 quote, prevede una commissione di collocamento a carico del fondo, da ammortizzare in cinque anni, pari all'1% dell'ammontare sottoscritto. Annualmente il valore di ciascuna quota subirà un addebito cumulato a titolo di commissione di collocamento pari a euro $0.20 = (1\% \cdot 10.000 / 100) / 5$. La commissione di rimborso massima applicabile a un sottoscrittore titolare di una quota che decidesse di uscire dal fondo, a esempio, al termine del terzo anno sarà pari a euro $0,40 = 0,20 \cdot 5 - 0,20 \cdot 3$, ossia ammonta alla commissione di collocamento che questi avrebbe pagato se fosse rimasto nel fondo per tutto il periodo di ammortamento ($1 = 0,20 \cdot 5$) meno la commissione di collocamento complessiva che gli è stata addebitata durante i tre anni di permanenza nel fondo ($0,60 = 0,20 \cdot 3$). In tal modo, la commissione di rimborso rende l'esborso complessivo del sottoscrittore che sceglie il rimborso anticipato pari a quello del sottoscrittore che resta nel fondo per tutta la durata del periodo di ammortamento.

⁷ Se la cadenza del prelievo è infrannuale, l'espressione percentuale è integrata dall'indicazione del corrispondente tasso su base annuale.

⁸ Ai fini del calcolo della provvigione di incentivo, si considera il valore complessivo del fondo al netto di tutti i costi, ad eccezione della provvigione di incentivo stessa. Tale precisazione si applica anche a tutte le ~~le altre~~ modalità di calcolo della provvigione di incentivo previste nel presente paragrafo.

~~Di seguito, si riportano le modalità con cui procedere al calcolo della provvigione di incentivo (a titolo esemplificativo, si ipotizza che il regolamento indichi un obiettivo di rendimento ai fini del calcolo della provvigione):~~

~~----- il valore della quota lorda al tempo t è calcolato come rapporto tra: 1) attività meno passività del fondo al tempo t cui viene sommato il rateo della commissione di incentivo maturata fino al tempo t-1 e sottratta la quota giornaliera di commissione di gestione maturata tra t-1 e t e 2) il numero delle quote al tempo t; la quota giornaliera della commissione di gestione maturata nel tempo t è calcolata sul valore complessivo netto del fondo del tempo t-1;~~

~~----- si procede quindi al calcolo della variazione percentuale del valore della quota lorda rispetto al tempo iniziale t0;~~

~~si calcola la differenza tra il rendimento (dato dalla variazione percentuale del valore della quota lorda) e l'obiettivo di rendimento;~~
~~a tale differenza si applica la percentuale prevista per il calcolo della commissione di incentivo ed il risultato viene moltiplicato per il minor ammontare tra il valore complessivo netto del fondo nel giorno di calcolo al tempo t-1 e il valore complessivo netto medio del fondo nel periodo cui si riferisce la performance (ossia il tempo intercorrente tra t0 e t-1).~~

Osservazioni

In materia di provvigione di incentivo, nel rinviare alle considerazioni già sviluppate nella lettera di risposta alla consultazione, di seguito si evidenziano ulteriori profili di carattere più tecnico. Si assume altresì che per “commissioni di gestione” si intenda il “compenso delle SGR”, quindi comprensivo del costo sostenuto per il calcolo del valore della quota.

1. Periodo temporale di riferimento per identificare l'applicazione della commissione di incentivo

Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio prevede, in generale, che l'applicazione della provvigione di incentivo dipende dalla circostanza che la variazione del valore della quota del fondo (eventualmente tenendo conto anche dei proventi distribuiti) sia superiore ad un parametro identificato dal regolamento di gestione del fondo.

Alla luce delle precisazioni tecniche proposte nella nota 8, si chiede di chiarire quale sia il periodo temporale di riferimento per identificare l'applicazione della commissione di incentivo nel calcolo del valore quota netta di T, ossia se questa debba avvenire sulla base del confronto del valore della quota lorda a T (che incorpora anche il rendimento del periodo T-1 e T) o debba invece riferirsi al valore di quota lorda a T-1. Il dubbio sollevato da talune Società nasce dalla lettura dell'ultima linea della nota 8⁽²⁾ dove sono precisate le date da considerare per il calcolo del periodo cui si riferisce la *performance* ossia “tra T0 e T-1”.

Al riguardo, si osserva come le modalità tecniche proposte nella nota 8 sembrano essere state introdotte al fine di chiarire - alla luce dei problemi ricorsivi del calcolo - il metodo di determinazione delle provvigioni di incentivo nei suoi singoli elementi costitutivi ossia l'entità percentuale della commissione, basata sul valore della quota lordo, e la base imponibile.

Codesta Autorità sembra quindi prevedere un disallineamento tra il periodo di riferimento da utilizzare per l'applicazione della commissione di incentivo per il calcolo del valore quota netta di T [rendimento calcolato sul valore quota lorda a T⁽³⁾] e la base imponibile su cui dovrà essere effettuato il calcolo (valore complessivo netto fino a T-1), chiarendo così l'interpretazione da dare alla disposizione regolamentare “*la provvigione di incentivo è calcolata moltiplicando l'entità percentuale prevista per il minor ammontare tra il valore complessivo netto del fondo nel giorno di calcolo e il valore complessivo netto medio del fondo nel periodo cui si riferisce la performance*” (cfr. lett. d) per i casi sub. I e II, e lett. c) per il caso sub. III).

Ove la proposta di formulazione sia mantenuta (cfr. considerazioni di carattere generale nella lettera di risposta alla consultazione), si invita codesta Autorità a chiarire il principio da applicare; è infatti evidente come tale precisazione sia funzionale alla corretta identificazione della formula da utilizzare.

2. Effetti legati al calcolo di taluni costi sul valore complessivo netto di T-1

“[...] la quota giornaliera della commissione di gestione maturata nel tempo t è calcolata sul valore complessivo netto del fondo del tempo t-1”.

Si apprezza la previsione richiamata che conferma la possibilità di utilizzare, per la determinazione della quota lorda di T, un criterio volto ad evitare l'uso di forme ricorsive nel calcolo. Tuttavia si osserva come almeno una SGR calcoli tutti i compensi a carico del fondo utilizzando delle forme ricorsive, valorizzando così tutte le poste al tempo T.

² Titolo V, Capitolo I, Sezione II, par. 3.3.1.1, nota 8, ultimo alinea “[...] - a tale differenza si applica la percentuale prevista per il calcolo della commissione di incentivo ed il risultato viene moltiplicato per il minor ammontare tra il valore complessivo netto del fondo nel giorno di calcolo al tempo T-1 e il valore complessivo netto medio del fondo nel periodo cui si riferisce la performance (ossia il tempo intercorrente tra T0 e T-1)”.

³ Titolo V, Capitolo I, Sezione II, par. 3.3.1.1, nota 8, primo alinea “[...] il valore della quota lorda al tempo T è calcolato come rapporto tra: 1) attività - passività del fondo al tempo T [...]” (cfr. infra punto 3.)

Talune SGR determinano altresì la commissione di gestione (e il compenso della banca depositaria) facendo “*riferimento al valore complessivo netto del fondo a T*” (cfr. terzo capoverso del par. 3.3.1.1. del Regolamento) in luogo del calcolo “sul valore complessivo netto” sempre di T. Quest’ultima prassi operativa⁴), che riflette anche una procedura contabile standard europea, è adottata già da tempo dalle citate SGR e non deriva, sebbene compatibile, dalla precisazione legata alla lordizzazione del calcolo del valore della quota per la determinazione della commissione di incentivo introdotta dal Provvedimento del 19 gennaio 2015.

La novellata proposta di formulazione, prescrivendo un’unica soluzione di calcolo ammissibile, comporterebbe quindi l’esclusione anche di tali modalità di calcolo, utilizzate dalle SGR nell’ottica di allineare gli interessi con i partecipanti.

Ciò considerato, ove la proposta di formulazione fosse mantenuta (cfr. considerazioni di carattere generale nella lettera di risposta alla consultazione), questa dovrebbe chiarire, più in generale, in coerenza a quanto previsto per le commissioni di gestione, che tutti compensi “variabili” determinati in funzione del patrimonio (come per esempio il compenso al depositario) siano calcolati sul valore complessivo netto del fondo del tempo T-1.

3. Effetti distorsivi legati alle modalità con cui procedere al calcolo della provvigione di incentivo

“[...] il valore della quota lorda al tempo t è calcolato come rapporto tra: 1) attività meno passività del fondo al tempo t cui viene sommato il rateo della commissione di incentivo maturata fino al tempo t-1 e sottratta la quota giornaliera di commissione di gestione maturata tra t-1 e t [...]”.

La terminologia utilizzata nella modalità tecnica proposta crea dubbi interpretativi-applicativi da cui derivano distorsioni del calcolo della provvigione di incentivo a svantaggio dell’investitore o della SGR come di seguito illustrati.

La voce “*passività del fondo al tempo t*”, in particolare le poste contabili da considerare nel calcolo, non è definita. Di prassi, con tale termine sono considerate le voci che compongono il “Totale delle passività” (cfr. lett. da H a N dello schema di prospetto del valore della quota dei fondi aperti e delle SICAV di cui agli Allegati IV.6.1 e IV.6.3 del Regolamento). All’interno della voce “passività” sono quindi comprese tutte le voci relative agli oneri a carico del fondo la cui base di calcolo è un patrimonio, tra cui le stesse provvigioni di incentivo al tempo T che la disposizione proposta vuole determinare. Inoltre, tale previsione se unita con la richiesta di sottrazione della quota giornaliera della commissione di gestione maturata al tempo T comporta che il rateo della commissione maturata tra T e T-1 sia computato (in sottrazione) due volte, a danno della SGR (le commissioni di gestione maturate e non liquidate fino al tempo T, comprese quelle tra T e T-1 sono già incluse nella voce “passività”).

Diversamente se con il termine “passività” si intendessero le voci del “Totale delle passività” al tempo T come sopra definite ad esclusione di quelle di incentivo in T la disposizione prevedrebbe la sottrazione della sola quota di commissione di gestione maturata tra T-1 e T, e non anche della quota maturata in tempo antecedente a T-1 oltre che del compenso del depositario maturato fino al tempo T; provvigioni che dovrebbero essere dedotte nell’interesse del partecipante.

⁴ Esempificazione della procedura volta a determinare il compenso della SGR e della banca depositaria. Passo n.1 Determinazione del patrimonio al lordo delle commissioni di banca depositaria, delle commissioni di gestione e delle provvigioni di incentivo: $PL_CBD_CG_CI$; Passo n. 2 Determinazione delle commissioni di banca depositaria: $CBD = (PL_CBD_CG_CI) \times (\text{compenso banca depositaria})$; Passo n.3 Determinazione del patrimonio al lordo delle commissioni di gestione e delle provvigioni di incentivo: $PL_CG_CI = (PL_CBD_CG_CI) - (CBD)$; Passo n.4 Determinazione delle commissioni di gestione: $CG = (PL_CG_CI) \times (\text{commissione di gestione})$; Passo n.5 Determinazione del patrimonio al lordo delle provvigioni di incentivo: $PL_CI = (PL_CG_CI) - (CG)$; Passo n. 6 Determinazione delle provvigioni di incentivo (eventuale): $CI = \text{Min} ((PL_CI)T-1; \text{Media}(PL_CI)T0-T-1)$; Passo n. 7 Determinazione del valore complessivo netto: $VCN (PL_CI) - (CI)$.

Laddove infine codesta Autorità ritenga invece che il periodo temporale di riferimento per l'applicazione della commissione di incentivo debba avvenire sulla base del confronto del valore della quota lorda di T-1 (cfr. infra par.1) il rateo di commissione di incentivo da sommare dovrà essere quello relativo al tempo T e non al tempo T-1⁵). In questa fattispecie, dovrebbe cadere altresì la disposizione relativa alle commissioni di gestione “*e sottratta la quota giornaliera di commissione di gestione maturata tra T-1 e T*” considerando che nelle passività al tempo T è già ricompresa la quota giornaliera di commissione di gestione maturata sino al tempo T.

Un altro dubbio di carattere interpretativo-applicativo è sorto riguardo al termine “commissione maturata”. Si chiede di chiarire se lo stesso debba intendersi come “commissione maturata ma non ancora liquidata”. Sul tema, è sorta altresì un'ulteriore questione interpretativa-applicativa relativa al trattamento delle poste contabili per il periodo intercorrente tra il momento in cui avviene la cristallizzazione della commissione (momento in cui si ha la certezza della possibilità del prelievo) e il suo effettivo pagamento. E' infatti possibile che la liquidazione delle commissioni avvenga anche N giorni successivi. A titolo esemplificativo, si pensi al caso di un fondo che prevede una commissione di tipo a *benchmark* (sub.I), che cristallizza la provvigione di incentivo nella quota di fine anno e liquida la stessa a metà gennaio.

4. Effetti distorsivi legati alla liquidazione delle provvigioni di incentivo

Al fine di determinare una quota lorda della commissione di incentivo, è necessario sterilizzare il valore della quota dalla stessa commissione di incentivo. La metrica proposta prevede infatti di reimputare il “*rateo della commissione di incentivo maturata fino al tempo T-1*”. Ciò comporta tuttavia dei salti del valore della quota lorda (in diminuzione) che necessitano di essere gestiti nel momento in cui la commissione viene liquidata.

Il pagamento delle provvigioni di incentivo produce una diminuzione del valore della cassa (attività), ma tale variazione non viene compensata da una riduzione del debito nelle passività. Il debito legato alle provvigioni di incentivo non c'è in quanto, al fine di determinare una quota lorda delle provvigioni di incentivo, questo è stato sterilizzato risommando le provvigioni di incentivo nel passivo stesso. Ciò comporta che la compensazione della diminuzione della cassa invece che avvenire sulle passività, si scarica direttamente sul valore patrimoniale netto e quindi sul valore della quota lorda che diminuisce, creando un effetto distorsivo a svantaggio della SGR.

L'esempio seguente mostra una riduzione del valore della quota lorda da 4,996 a 4,976 causata dal pagamento della provvigione di incentivo. Si ipotizza che il rendimento del fondo e i flussi di sottoscrizione siano nulli. Si ricorda altresì che nella metodologia dell'HWM, le provvigioni di incentivo che devono essere sterilizzate e che appaiono nelle passività sono certe (e cumulate) fino a quando rimosse.

Data	Portafoglio (T)	Cassa (T)	Totale Attivo (T)	Provv. di incentivo (T-1)	Comm. di Gestione (T)	Totale Passivo (T)	N. Quote	Quota lorda (T)
31/X	98.000.000	2.000.000	100.000.000	400.000	80.000	480.000	20/MIn	4,996
1/X+1	98.000.000	1.520.000	99.520.000	0	2.500	2.500	20/MIn	4,976

Dove:

- quota lorda al 31/X: [Totale attivo a T (100.000.000) - Totale passivo a T (480.000) + Rateo provvigioni di incentivo fino a T-1 (400.000)] / Numero quote a T (20.000.000)
- quota lorda al 1/X+1: [Totale attivo a T (99.520.000) - Totale passivo a T (2.500) + Rateo provvigioni di incentivo fino a T-1 (0)] / Numero quote a T (20.000.000)

L'effetto distorsivo evidenziato è indipendente dalla metodologia di commissioni applicata. Tuttavia è da rilevare come per le commissioni di incentivo del tipo *High Water Mark* (relativo e assoluto) questo effetto

⁵ Le passività del fondo al tempo T ricomprendono, come già in precedenza osservato, anche le provvigioni di incentivo al tempo T, quindi per rendere la quota lorda di tale importo è necessario riattribuire a tale valore il rateo della commissione di incentivo maturata fino al tempo T e non al tempo T-1.

sia più incisivo in quanto il prelievo delle stesse può avvenire con cadenza inferiore a dodici mesi. Ai fini del calcolo del rendimento lordo degli HWM, ed in particolare per quelli che non liquidano annualmente, non si può pertanto utilizzare la serie storica delle quote lorde calcolata con la metodologia proposta, in quanto ciò comporterebbe un *reset* del valore della quota ogni volta che si liquida la commissione di incentivo.

Nella medesima ottica, sono da valutare altresì gli effetti legati al *reset* per i fondi, che non applicano la metodologia HWM, dove il prelievo della disponibilità dal fondo avviene con cadenza non inferiore a 12 mesi. Se si dovesse usare tale metodologia, il *reset* del calcolo del rendimento lordo dovrebbe avvenire ad ogni data di pagamento della commissione di incentivo (pagamento che potrebbe essere successivo a quello in cui è certa la possibilità del prelievo) e dovrebbe essere altresì ribasato il calcolo sulla quota netta di fine anno (o fine anno convenzionale) precedente.

Quanto precede, evidenzia quindi come la fase della liquidazione di poste che non sono nel passivo, come il pagamento delle provvigioni di incentivo (sterilizzate dal calcolo di lordizzazione) o delle cedole (cfr. infra par. 5) devono essere gestite.

Al riguardo si osserva che gli effetti distorsivi evidenziati possano essere probabilmente superati adattando il modello di calcolo della quota lorda di un fondo sviluppato a suo tempo dalla Assogestioni⁶) al fine di eliminare gli effetti che la fiscalità produceva sulla quota netta dei fondi di diritto italiano e ottenere un indice di rendimento (c.d. quota lorda) che riflettesse esclusivamente i risultati della gestione.

Negli Allegati A e B si riportano a titolo esemplificativo i risultati di alcune simulazioni effettuate da alcune SGR sul tema. Ed in particolare, nell'Allegato A è mostrato come, in concomitanza con la liquidazione delle provvigioni di incentivo, la formula di lordizzazione proposta dall'Autorità generi una distorsione. L'esempio riguarda la metodologia HWM assoluto con liquidazione mensile delle provvigioni di incentivo.

Nell'Allegato B sono invece illustrati i risultati di una simulazione volta a confrontare la metodologia proposta dall'Autorità con quella derivante da un adattamento della quota di lordizzazione Assogestioni, nell'ipotesi semplificata che prevede che il periodo temporale di riferimento per identificare l'applicazione della commissione di incentivo nel calcolo del valore quota netta di T avvenga sulla base del confronto del valore della quota lorda di T-1 (cfr. infra par.1).

5. Effetti distorsivi legati alla gestione dello stacco cedola

Il Regolamento prevede la possibilità di considerare i proventi distribuiti per determinare se la variazione del valore della quota comporti l'applicazione della provvigione di incentivo. Tuttavia la formula proposta non consente di gestire correttamente lo stacco cedola, in quanto operando sulle poste contabili per la determinazione della quota lorda (attività e passività), a partire dalla *ex-date* il valore delle attività diminuisce in funzione dello stacco delle cedole e non del rendimento del fondo.

Mantenendo l'impostazione contabile, in linea con la proposta, ciò comporterebbe l'integrazione del valore delle attività con il valore della cedola staccata, mantenendola poi successivamente nel tempo (cumolandola nei vari anni). Tuttavia tale correzione, se applicata, avrebbe un effetto di diluizione sulla *performance* della quota lorda, a danno della SGR.

Diverse modalità tecniche dovrebbero essere pertanto adottate, in linea con quanto già avviene, al fine di poter determinare un rendimento *total return*, e quindi un valore indice (cfr. infra par. 4), che tenga conto dello stacco della cedola superando così l'impostazione contabile.

6. Effetti distorsivi in caso di variazione del patrimonio

⁶ Cfr. Assogestioni, 16 settembre 1998, "Metodologia di lordizzazione fiscale dei fondi comuni aperti", disponibile nella sezione Pubblicazioni del sito internet dell'Associazione. La formula, attualmente utilizzata da diverse Società per il calcolo delle *performance* lorde a fini GIPS, è certificata annualmente da parte di auditor esterni.

La modalità tecnica proposta è stata testata al fine di verificare empiricamente se ci possano essere potenziali effetti distorsivi della formula di lordizzazione rispetto a flussi di sottoscrizioni/rimborsi registrati dai fondi.

A tal fine è stata confrontata la metodologia proposta da questa Autorità con quella derivante da un adattamento della quota di lordizzazione Assogestioni.

Da una prima analisi, l'esercizio mostra che, in assenza di sottoscrizioni/rimborsi (e in assenza di liquidazione della commissione di incentivo e/o stacchi cedola da parte del fondo – cfr. parr. 4 e 5 precedenti), la quota lorda proposta da questa Autorità fornisce un risultato, in termini di rendimento, sostanzialmente analogo a quella Assogestioni e tale risultato riflette correttamente l'impatto delle provvigioni di incentivo. Tuttavia, in presenza di flussi di sottoscrizione, il rendimento della quota lorda proposta da questa Autorità varia, mentre, al contrario, la quota lorda Assogestioni risulta invece neutrale rispetto all'effetto di sottoscrizioni/rimborsi, così come del resto avviene per la quota netta. L'esercizio mostra inoltre come gli effetti distorsivi potrebbero teoricamente essere significativi in talune circostanze, come in presenza di forti variazioni del patrimonio, dove la combinazione dell'andamento dei flussi netti di sottoscrizione e dell'andamento del risultato della gestione può generare effetti distorsivi a danno o a beneficio dell'investitore.

La formula della quota lorda proposta da questa Autorità appare, da questa prima analisi, di tipo *Money Weighted* (MW). Tale risultato, laddove fosse confermato, sarebbe da evitare in quanto la quota lorda dovrebbe fornire esclusivamente i risultati della gestione ossia dei rendimenti di tipo *Time Weighted* (TW), indipendenti per definizione da *pattern* ed entità di flussi di sottoscrizione/rimborso.

Si ravvisa, pertanto, l'opportunità di non specificare i dettagli dell'algoritmo di lordizzazione nel Provvedimento, lasciando tale valutazione alle SGR in continuità con quanto avviene oggi.

7. Ricalcolo del valore delle quote storiche

Si chiede di precisare che la formulazione proposta non comporta la necessità di ricalcolare il valore delle quote storiche per i fondi già in essere. Ad esempio, laddove queste siano utilizzate per il confronto (ad esempio nel caso di metodologie c.d. *High Water Mark*) è evidente che, fino a quando non è recuperato il massimo storico, il rendimento netto e lordo del fondo coincidono. Evidenza del nuovo metodo di calcolo dovrà invece essere fatta nel regolamento di gestione. A titolo esemplificativo, nel caso di fondi con metodologia HWM di tipo assoluto, dovrà essere precisato, nel regolamento di gestione, che le condizioni volte a prelevare la provvigioni di incentivo si basano, da una certa data, sul valore quota lordo.

ALLEGATO A.

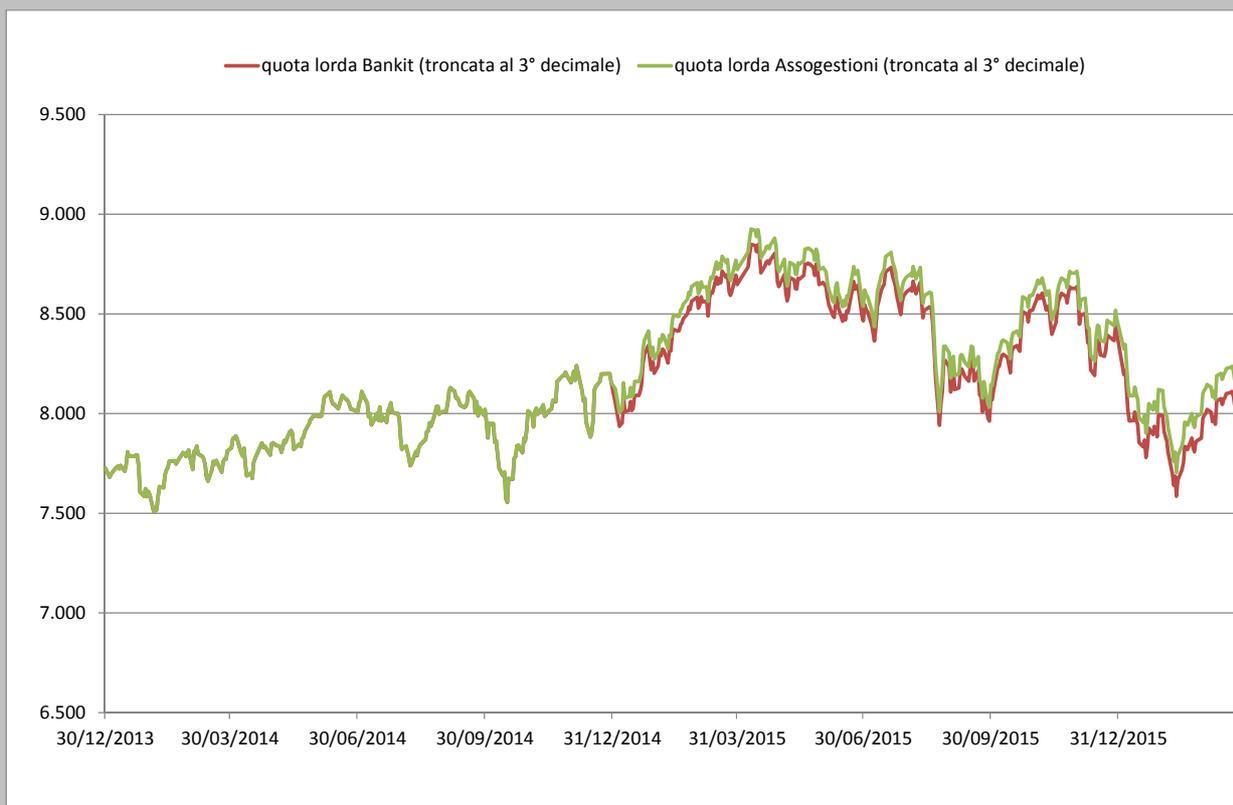
Si riporta un esempio in cui è mostrato come, in concomitanza della liquidazione delle provvigioni di incentivo, la formula di lordizzazione proposta dall'Autorità genera una distorsione. L'esempio riguarda la metodologia HWM assoluto con liquidazione mensile delle provvigioni di incentivo.

La formula proposta lordizza sulla prima giornata, ipotizzata il 22 gennaio (Colonna "Delta Dtd") per un valore di 44bps, ma poi l'effetto decade dopo la liquidazione, ipotizzata per il 1° febbraio (- 45bps). Il rendimento della quota lorda del giorno scende dello 0,45% a fronte di un andamento piatto della quota netta (-0,01%). Si osserva, altresì, come dal 2 febbraio (giorno successivo alla liquidazione) il rendimento lordo e netto del fondo da inizio anno è uguale. Tale rendimento dovrebbe invece differenziarsi in funzione delle provvigioni di incentivo.

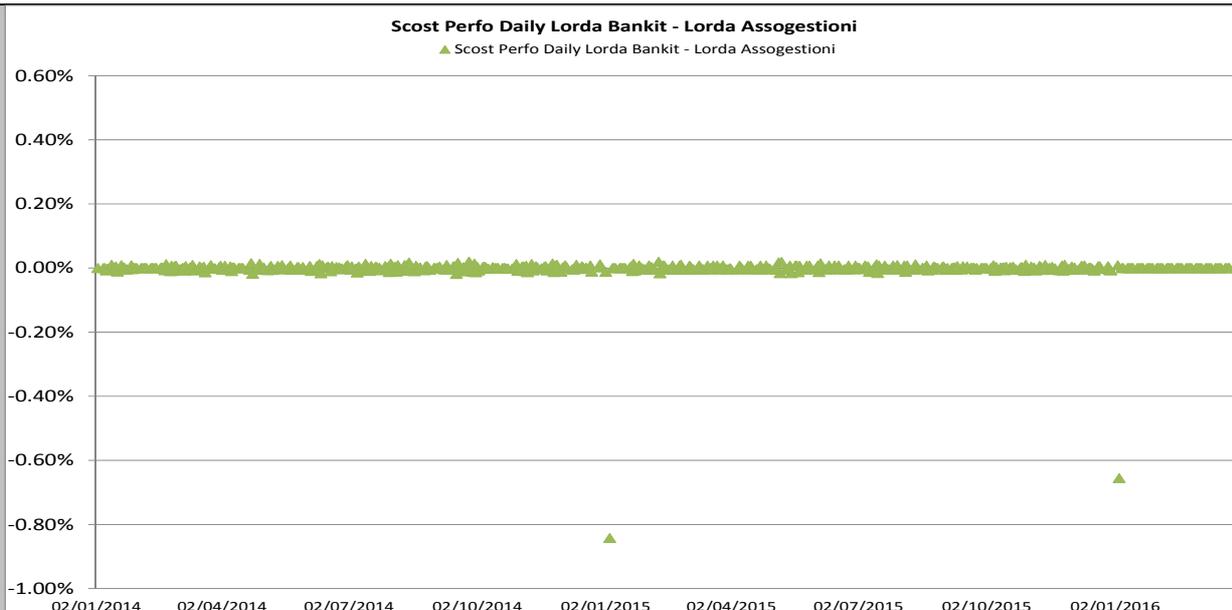
L'analisi confronta in particolare i risultati derivanti dall'applicazione:

- della metodologia proposta dall'Autorità, nell'ipotesi semplificata che prevede che il periodo temporale di riferimento per identificare l'applicazione della commissione di incentivo nel calcolo del valore quota netta di T, debba avvenire sulla base del confronto del valore della quota lorda di "T-1" (cfr. infra par.1); e
- di un adattamento della metodologia di lordizzazione dell'Assogestioni.

Il grafico dell'andamento della quota lorda "Bankit" e della quota lorda "Assogestioni" per il periodo considerato (valore iniziale al 30/12/2013 pari alla quota netta) mostra come la differenza tra le due quote sia esigua fino al 30 dicembre 2014, mentre la quota lorda Bankit risulti inferiore alla quota lorda Assogestioni a partire dal 2 gennaio 2015, ossia dal primo reset del calcolo della commissione di incentivo.

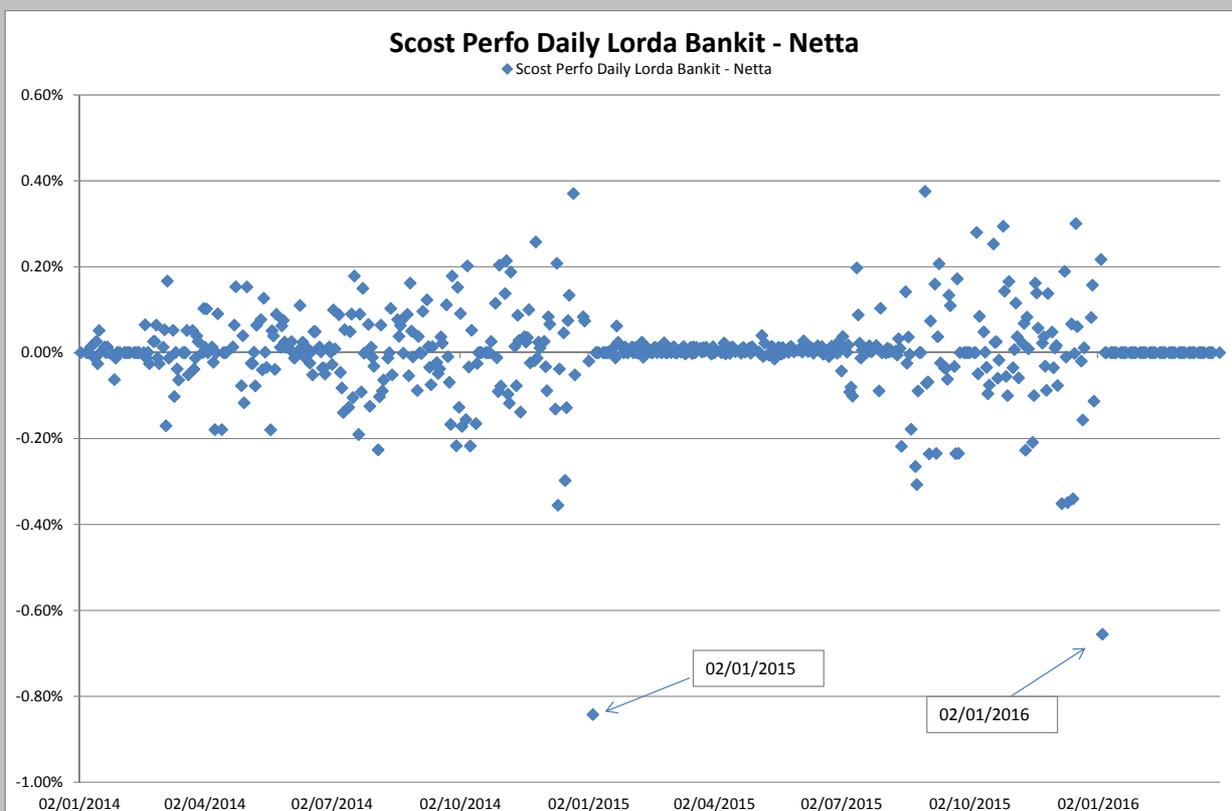


Dall'analisi dei dati di *performance* giornalieri, l'applicazione delle due metodologie di lordizzazione non genera scostamenti significativi ad eccezione del primo giorno lavorativo del 2015 e del 2016, ossia i giorni di *reset* del calcolo della commissione di incentivo come evidenziato nel grafico seguente.

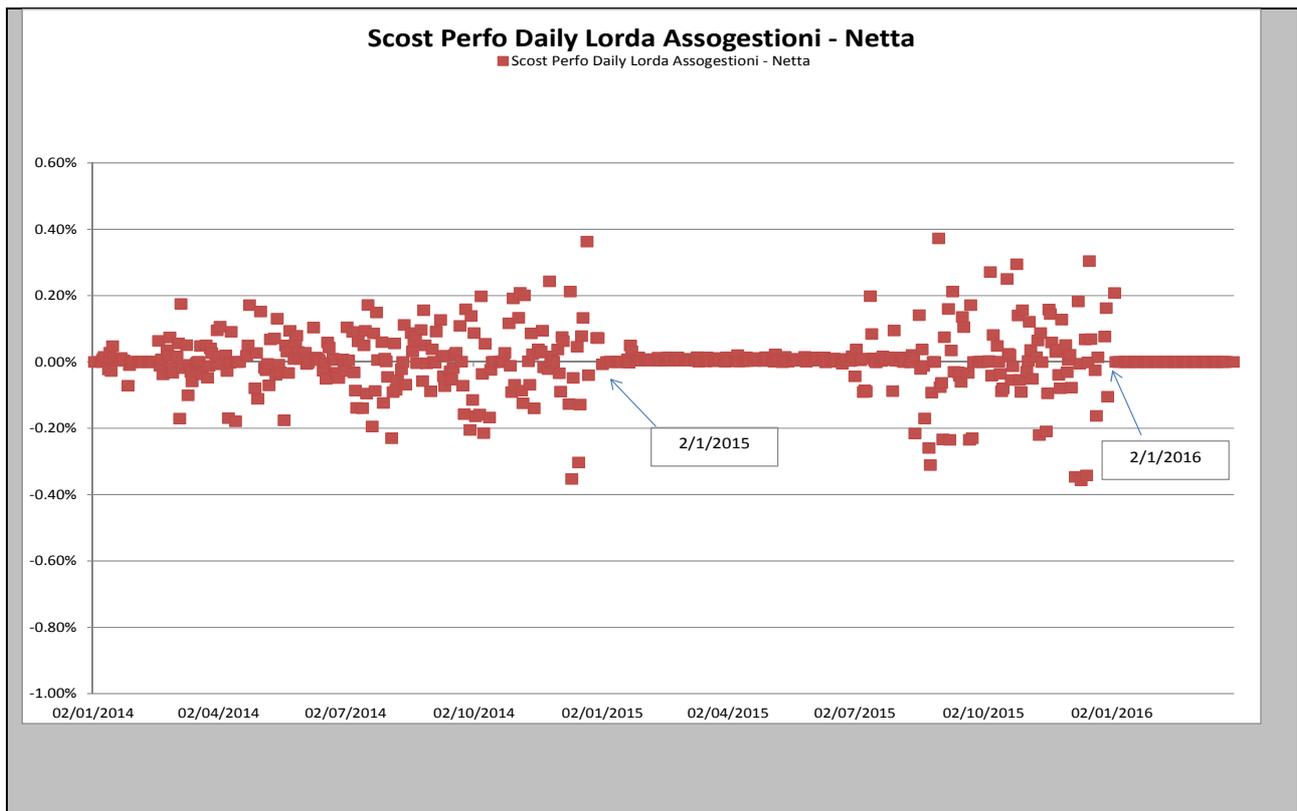


In particolare nella prima giornata del 2015 e del 2016, lo scostamento tra la *performance* giornaliera della quota lorda calcolata con la metodologia “Bankit” e la *performance* giornaliera della quota lorda calcolata con la metodologia “Assogestioni” è pari, rispettivamente, a circa -0,84% e a -0,65% .

Tale differenza risulta anche tra la *performance* giornaliera della quota lorda calcolata con la metodologia “Bankit” e la *performance* giornaliera della quota netta, come evidenziato nel grafico seguente.



Con la metodologia Assogestioni invece non si verifica tale “salto” rispetto alla quota netta del primo giorno del 2015 e del 2016, come evidenziato nel grafico seguente.



CAPITOLO III

ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO: DIVIETI E NORME PRUDENZIALI DI CONTENIMENTO E FRAZIONAMENTO DEL RISCHIO

Calcolo del limite di leva dei FIA. Nell'apprezzerne la modifica introdotta al calcolo del limite di leva dei FIA chiusi non riservati a investitori professionali (cfr. nota 51 del par. 6.2.1), si chiede, più in generale, di aggiornare i criteri volti ad identificare i limiti di leva collegati alla definizione di cui all'art. 8 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (AIFMR) in coerenza con quanto previsto dall'art. 1 "Hedging derivatives" del *Final Report* sugli RTS ai sensi del Regolamento ELTIF pubblicato e trasmesso dall'ESMA alla Commissione Europea per l'adozione l'8 giugno 2016 (ESMA/2016/935). Come già sollevato in precedenza dall'Associazione, i presupposti di cui all'articolo 8 dell'AIFMR mal si prestano al caso in cui siano poste in essere operazioni di copertura su attività diverse dagli strumenti finanziari (come ad esempio, la copertura del rischio tasso di un FIA immobiliare a fronte di un contratto di finanziamento a tasso variabile su un portafoglio immobiliare).

CAPITOLO IV

CRITERI DI VALUTAZIONE DEL PATRIMONIO DEL FONDO E CALCOLO DEL VALORE DELLA QUOTA

1.32 Delega a terzi della valutazione dei beni e del calcolo del valore delle quote

La SGR - ai sensi della disciplina dell'esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti e ferma restando la propria responsabilità circa la corretta valutazione delle attività del fondo, il calcolo del valore della quota e la pubblicazione del

relativo valore - può delegare a soggetti terzi, anche disgiuntamente, gli incarichi di valutazione dei beni del fondo ⁽²⁾; ii) calcolo del valore delle quote.

La SGR può delegare l'incarico a un soggetto che: i) sia una persona fisica o giuridica indipendente dal gestore e da qualsiasi altro soggetto che abbia stretti legami con il gestore; ii) offra adeguate garanzie professionali per poter esercitare in modo efficace la pertinente funzione di valutazione ⁽³⁾; iii) soddisfi condizioni analoghe a quelle indicate nell'art.16, comma 7 del D.M. ~~(4)~~.

Inoltre, la SGR può ~~delegare affidare~~ l'incarico al depositario di un OICR a condizione che il depositario, oltre a offrire adeguate garanzie professionali per esercitare in modo efficace la funzione di valutazione, abbia separato, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle funzioni di depositario dai compiti di valutazione dei beni del fondo e i potenziali conflitti di interessi siano stati opportunamente individuati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori.

Osservazioni

Al fine di evitare possibili dubbi di carattere interpretativo-applicativo, si chiede di sostituire la locuzione "affidare" con "delegare".

Il soggetto delegato svolge il proprio compito in modo imparziale, con la competenza, la cura e la diligenza necessaria per assicurare la corretta valutazione dei beni del fondo e il calcolo accurato del valore delle quote.

Ferma restando la responsabilità della SGR di cui al primo capoverso, e indipendentemente da qualsiasi clausola contrattuale che stabilisca altrimenti, il valutatore esterno è responsabile - in conseguenza della propria negligenza o della volontaria mancata esecuzione dei suoi compiti - nei confronti della SGR per ogni perdita da questa subita.

Il soggetto delegato non può a sua volta delegare a terzi compiti inerenti all'incarico ricevuto; è ammesso che il soggetto, per talune tipologie di beni di difficile valutazione, ricorra a consulenze di terzi esperti.

La SGR, entro 10 giorni dalla sottoscrizione del contratto con il soggetto delegato, comunica alla Banca d'Italia la nomina di tale soggetto. La Banca d'Italia, entro 60 giorni dalla ricezione della comunicazione, può vietare la delega della funzione di valutazione se non sono soddisfatte le condizioni previste nel presente paragrafo.

[...]

CAPITOLO V

FUSIONE E SCISSIONE DI OICR

SEZIONE II

FUSIONE E SCISSIONE NAZIONALE TRA FONDI COMUNI

[...]

5 Diritti dei partecipanti ai fondi

I partecipanti al fondo aperto oggetto di fusione o di scissione e al fondo aperto ricevente hanno il diritto di chiedere, senza spese diverse da quelle strettamente inerenti ai costi di disinvestimento, il riacquisto o il rimborso delle loro quote o, laddove possibile, la conversione delle loro quote in quote di un altro OICR con politiche di investimento analoghe e gestito dalla stessa SGR o da altra società di gestione del gruppo rilevante della SGR.

I partecipanti possono esercitare tale diritto dal momento in cui ricevono il documento di informazione, secondo quanto previsto nel par. 4, sino a 5 giorni lavorativi prima della data per il calcolo del rapporto di cambio prevista nel progetto di fusione o di scissione. I partecipanti ai fondi coinvolti nell'operazione hanno diritto di ottenere, senza costi, la relazione del depositario o del revisore legale prevista nel par. 3, secondo capoverso.

Osservazioni

Preme far notare a tal riguardo come il riferimento al termine di "5 giorni lavorativi prima della data per il calcolo del rapporto di cambio" possa valere esclusivamente con riguardo ai fondi a valorizzazione giornaliera e non anche per quelli che, diversamente, prevedono una valorizzazione con cadenza settimanale.

TITOLO VI OPERATIVITÀ TRANSFRONTALIERA

CAPITOLO II OPERATIVITÀ TRANSFRONTALIERA DELLE SGR ITALIANE

1. Stabilimento di succursali in Stati UE

[...]

1.2 Modifica delle informazioni comunicate

La SGR che gestisce OICVM comunica alla Banca d'Italia e alla competente autorità del paese ospitante ogni modifica delle informazioni di cui al precedente par. 1.1, punti 2), 3), 4) e 5), almeno 30 giorni prima di procedere alle modifiche.

La SGR che gestisce FIA comunica alla Banca d'Italia ogni modifica delle informazioni di cui al precedente par. 1.1, punti 2), 3), 4) e 5), almeno 30 giorni prima di procedere alla modifica o immediatamente dopo che una modifica non pianificata sia stata attuata.

Entro 30 giorni dalla data di ricezione della comunicazione, completa di tutti gli elementi necessari, la Banca d'Italia notifica le informazioni ricevute all'autorità competente del paese ospitante. Tale comunicazione non dà luogo a un procedimento amministrativo a istanza di parte ai sensi e per gli effetti della legge 7 agosto 1990, n. 241.

Qualora la Banca d'Italia intenda rifiutare di effettuare la notifica all'autorità competente del paese ospitante per le ragioni indicate nel precedente par. 1.1, essa avvia un procedimento amministrativo d'ufficio di divieto che deve concludersi entro 40 giorni dalla ricezione della comunicazione completa di tutti gli elementi necessari e, in ogni caso, anche tenuto conto di eventuali cause di sospensione del termine, non oltre 60 giorni da tale data. Dell'avvenuta notifica all'autorità competente del paese ospitante è data comunicazione alla SGR interessata (4).

La SGR comunica tempestivamente alla Banca d'Italia i fondi che gestisce nel paese ospitante.

La Banca d'Italia comunica all'autorità competente del paese ospitante la modifica delle informazioni contenute nell'attestato di cui al par. 1.1, primo capoverso, n. 6).

Nel caso in cui la SGR gestisca fondi nel paese ospitante, la Banca d'Italia consulta l'autorità competente del paese ospitante prima di procedere alla revoca dell'autorizzazione della SGR.

Osservazioni

Dubbi di natura interpretativa-applicativa sorgono in ordine all'individuazione del perimetro delle informazioni la cui modifica necessita di una comunicazione di natura preventiva. Nella specie, e a titolo esemplificativo, ci si chiede se sia oggetto della suddetta notifica, l'ipotesi di internalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti, precedentemente esternalizzate.

CAPITOLO V

OICR DI CREDITO: FIA UE IN ITALIA

1. Disposizioni generali

1.1 Premessa

Le presenti disposizioni, in attuazione del TUF, disciplinano l'erogazione diretta di crediti da parte di FIA UE in Italia. Nel Paragrafo 2 sono definite le condizioni e le procedure per la prestazione del servizio. Nel Paragrafo 3 sono descritte le disposizioni applicabili e le comunicazioni successive.

Restano ferme le disposizioni italiane applicabili ai FIA UE sulla commercializzazione di azioni o quote e in ogni altra materia non espressamente regolata dal presente capitolo. Inoltre, ai crediti erogati in Italia da parte FIA UE si applicano le disposizioni sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti.

1.2 Fonti normative

La materia è regolata:

- dalla direttiva AIFMD e dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, contenente misure di esecuzione della direttiva AIFMD;
- dalle seguenti disposizioni del TUF:
- art. 8, comma 1, relativo agli obblighi di vigilanza informativa;
- art. 46-ter, concernente l'erogazione diretta di crediti da parte di FIA UE in Italia;
- dal D.M.;
- dal Provvedimento della Banca d'Italia del 25 giugno 2008 (Regolamento recante l'individuazione dei termini e delle unità organizzative responsabili dei procedimenti amministrativi di competenza della Banca d'Italia relativi all'esercizio delle funzioni di vigilanza in materia bancaria e finanziaria, ai sensi degli articoli 2 e 4 della legge 7 agosto 1990, n. 241, e successive modificazioni).

2. Condizioni per operare in Italia

2.1 Condizioni

I FIA UE possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, in Italia nel rispetto delle seguenti condizioni:

- a) il FIA UE è autorizzato dall'autorità competente dello stato membro d'origine a investire in crediti, inclusi quelli a valere sul proprio patrimonio, nel paese di origine;
- b) il FIA UE ha forma chiusa e lo schema di funzionamento dello stesso, in particolare per quanto riguarda le modalità di partecipazione, è analogo a quello dei FIA italiani che investono in crediti;
- c) le norme del paese d'origine del FIA UE in materia di contenimento e di frazionamento del rischio, inclusi i limiti di leva finanziaria, sono equivalenti alle norme stabilite per i FIA italiani che investono in crediti (cfr. Titolo V, Capitolo 3, Sezione V, par. 5, e Sezione VI rispettivamente per i fondi retail e per quelli riservati). L'equivalenza rispetto alle norme italiane può essere verificata con riferimento anche alle disposizioni statutarie o regolamentari del FIA UE, a condizione che l'autorità competente dello stato membro di origine ne assicuri l'osservanza.

2.2 Procedura

I gestori che gestiscono FIA UE che intendono investire in crediti in Italia inviano alla Banca d'Italia una comunicazione preventiva per ciascun FIA contenente le seguenti informazioni:

- la denominazione, la sede legale e la direzione generale del gestore;
- la denominazione del FIA o del comparto che intende operare in Italia;
- le complete generalità e la veste legale della persona che sottoscrive la comunicazione;
- l'elenco dei documenti allegati.

La comunicazione è corredata dai documenti di seguito elencati.

1) attestazione dell'autorità di vigilanza che il gestore è autorizzato dall'autorità competente dello stato UE d'origine e può gestire il fondo oggetto della comunicazione;

2) attestazione dell'autorità di vigilanza circa la possibilità del fondo di erogare crediti;

3) copia del regolamento di gestione o dello statuto del FIA, nonché copia dello statuto del gestore o altri documenti equivalenti, muniti dell'attestazione di vigenza rilasciata dall'autorità competente del paese di origine del FIA e del gestore;

4) una dichiarazione a cura del legale rappresentante del gestore che indichi le norme del paese di origine del FIA ritenute equivalenti a quelle italiane (copia di tali norme deve essere inclusa nella documentazione), nonché un parere legale concernente tale equivalenza;

5) in alternativa al punto 4, un attestato dell'autorità di vigilanza del paese di origine che garantisca che la stessa vigili sul rispetto da parte del gestore del FIA di quanto previsto nel regolamento o nello statuto in materia di contenimento e frazionamento del rischio, inclusi i limiti di leva finanziaria;

6) l'ultima relazione annuale e la relazione semestrale successiva, se pubblicata;

7) una nota illustrativa dello schema di funzionamento del FIA, con particolare riferimento alle modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote e azioni del FIA nonché all'oggetto e alla politica di investimento. La nota precisa se il gestore ha o ha intenzione di concordare side letters con investitori nel FIA e, in tal caso, ne precisa il contenuto;

8) un documento contenente una sintetica descrizione del programma di attività che il FIA intende svolgere in Italia, con particolare riferimento alla tipologia di finanziamenti offerti e alle caratteristiche dei prenditori.

Tutti i documenti sopra indicati, ove redatti in lingua straniera, dovranno essere corredata della traduzione in lingua italiana oppure in inglese munita dell'attestazione di conformità all'originale resa dal legale rappresentante del gestore del FIA.

La predetta comunicazione è inviata alla Banca d'Italia almeno 60 giorni prima dell'inizio dell'attività.

Entro 60 giorni dalla data di ricezione della comunicazione, completa di tutti gli elementi necessari, la Banca d'Italia, può vietare ai fondi di investire in crediti a valere sul proprio patrimonio in Italia. In caso di mancato divieto entro i 60 giorni successivi alla ricezione della comunicazione, il gestore può avviare l'operatività del fondo in Italia.

3. Disposizioni applicabili e modifica delle informazioni comunicate

3.1 Vigilanza informativa

Il gestore invia il rendiconto del fondo alla Banca d'Italia entro 10 giorni dalla sua approvazione.

3.2 Modifica delle informazioni comunicate

Il gestore del FIA UE di credito comunica immediatamente alla Banca d'Italia ogni modifica delle informazioni di cui al precedente par. 2.2.

Entro 30 giorni dal ricevimento della comunicazione, corredata di tutte le indicazioni utili a verificare il rispetto delle condizioni indicate nel presente Capitolo, la Banca d'Italia può avviare un procedimento d'ufficio di divieto per il FIA dell'investimento in crediti in Italia che si conclude entro 60 giorni.

TITOLO VIII DEPOSITARIO DI OICR E DI FONDI PENSIONE

[...]

CAPITOLO II RELAZIONE TRA SGR, SICAV O SICAF E DEPOSITARIO

2. Rapporti con il depositario

La rilevanza dell'attività svolta dal depositario richiede al gestore un'attenta valutazione nella scelta dello stesso, anche in funzione della dimensione e complessità degli OICR per i quali conferisce l'incarico.

Il gestore, inoltre, definisce procedure di controllo per monitorare la costante adeguatezza del depositario rispetto ai compiti assegnatigli dall'ordinamento e dal contratto di affidamento dell'incarico.

Le procedure per la scelta del depositario di OICVM, le condizioni per assicurare l'indipendenza di quest'ultimo, nonché le modalità per evitare i conflitti di interessi tra gestore e depositario sono disciplinati al Capo 4 del Regolamento UCITS. Tale disciplina si applica anche al depositario di FIA.

[...]

Osservazioni

In relazione alla predisposizione da parte dei gestori di una procedura decisionale ai fini della scelta e della nomina del depositario di OICVM, di cui al Capo 4 del Regolamento delegato (UE) n. 2016/438, si chiede di limitarne la portata esclusivamente per le ipotesi di conferimento di nuovi incarichi.

Pertanto, per i contratti in essere con i depositari di OICVM, si chiede di considerare adeguate le procedure di controllo già istituite dai gestori le quali, peraltro, consentono di operare un monitoraggio *nel continuo*, della adeguatezza del depositario rispetto ai compiti assegnatigli dall'ordinamento e dall'incarico conferitogli; ciò peraltro, anche nell'ipotesi di istituzione di nuovi fondi, per i quali non muti il depositario.

In relazione al richiamo al Capo 4 del Regolamento UCITS e, nella specie, alle ipotesi di incompatibilità nell'assunzione contemporanea di cariche/funzioni nella SGR e nel depositario, si chiede di esplicitare che il riferimento al "personale", di cui alla lett. b) dell'art. 21 del citato Regolamento, sia da intendersi in relazione al solo personale facente parte della struttura organizzativa che, nell'ambito dell'intermediario, è deputata alla specifica funzione di depositario.

CAPITOLO III OBBLIGHI DEL DEPOSITARIO

SEZIONE VI RIUSO DEI BENI DELL'OICR ⁽²⁸⁾

I depositari non possono utilizzare nell'interesse proprio o di terzi ~~gli strumenti finanziari~~ attività custodite di pertinenza dei FIA, salvo consenso espresso in forma scritta dal gestore. Il consenso del gestore deve indicare le controparti, le

caratteristiche delle operazioni che possono essere poste in essere, le garanzie fornite, nonché la responsabilità delle parti coinvolte nelle operazioni.

Il depositario deve attenersi alle istruzioni impartite dal gestore. Le evidenze contabili devono inoltre essere tali da consentire l'individuazione in qualsiasi momento del tipo e dell'ammontare degli strumenti finanziari utilizzati.

~~Gli strumenti finanziari~~ Le attività custodite di pertinenza degli OICVM non possono mai essere oggetto di riuso da parte dei depositari salvo che ricorrano le seguenti condizioni:

- i. il consenso espresso in forma scritta dal gestore;
- ii. il riuso sia effettuato per conto dell'OICVM;
- iii. il depositario esegua le istruzioni della SGR o della SICAV che agisce a nome dell'OICVM;
- iv. il riuso sia a vantaggio dell'OICVM e nell'interesse dei titolari delle quote;
- ±v l'operazione sia garantita da *collateral* costituito da attività altamente liquide e di elevata-alta qualità contrattualmente trasferite in proprietà all'OICVM. Il valore di mercato del *collateral* deve essere in ogni momento pari almeno al valore di mercato delle attività riutilizzate maggiorato di un premio.

Osservazioni

Le revisioni proposte sono volte a uniformare il dettato della presente Sezione VI a quanto previsto dalla direttiva UCITS V, all'art. 22.

ALLEGATO II.5.1
SEZIONE II
STRUTTURA E COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO DI VIGILANZA
10. Deduzioni

10.1 Attività non dedotte dal patrimonio di vigilanza

Fermo restando quanto previsto alla nota 2 del Titolo II, Capitolo II, Sezione II, Paragrafo 2, le SGR non deducono da patrimonio:

i. le partecipazioni in banche e società finanziarie consolidate (integralmente o proporzionalmente) nel patrimonio di vigilanza del gruppo di appartenenza nonché gli strumenti innovativi e non innovativi di capitale, gli strumenti ibridi di irredimibili o subordinati verso i medesimo soggetti;

Osservazioni

In tema di limiti all'assunzione di partecipazioni (cfr. Titolo II, Capitolo II, Sezione II, Paragrafo 2), si apprezza la facoltà data alla SGR di dedurre dal patrimonio di vigilanza le partecipazioni ordinariamente non dedotte dallo stesso, in quanto consolidate a fini prudenziali dal gruppo bancario o finanziario di appartenenza della SGR, posto che la scelta, di natura definitiva dovrà essere comunicata alla Banca d'Italia (cfr. nota 2). In questo contesto si chiede di allineare, per coordinamento, le disposizioni di cui all'Allegato II.5.1 relative al calcolo del patrimonio di vigilanza, al fine di richiamare tale possibilità anche nel paragrafo 10.1 recante "Attività non dedotte dal patrimonio di vigilanza".

Allegato IV.6.1
PROSPETTI CONTABILI DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO APERTI (OICVM e FIA APERTI)
RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO - NOTA INTEGRATIVA
PARTE C
Sezione IV.3

Le considerazioni che seguono attengono alle informazioni da fornire nella nota integrativa della relazione di gestione degli OICR aperti e chiusi in relazione alle remunerazioni corrisposte al personale dal gestore. A tal fine, si farà riferimento a quanto previsto per gli OICVM e i FIA aperti nell'Allegato IV.6.1 (precisamente nella Parte C, sezione IV.3, della nota integrativa), considerata la sostanziale coincidenza di tali informazioni con quelle richieste per le altre tipologie di OICR negli Allegati IV.6.2, IV.6.3 e IV.6.3-bis.

"IV.3 Remunerazioni

In tale sezione, la relazione di gestione ~~dei gestori di~~ degli OICR comprende gli elementi seguenti:

- la remunerazione totale, suddivisa nella componente fissa e variabile, corrisposta nell'esercizio dal gestore al personale, con indicazione del ~~il~~ numero dei beneficiari ~~nonché, se del caso, la provvigione di incentivo corrisposto dall'OICVM o dal FIA; in caso di delega di attività di gestione del portafoglio o di gestione del rischio, riportare il costo sostenuto per l'attività data in delega;~~

~~- la remunerazione totale, suddivisa nella componente fissa e variabile, del personale coinvolto nella gestione dell'attività dell'OICVM o del FIA;~~

~~- la remunerazione totale, suddivisa per le categorie di "personale più rilevante", come individuate ai sensi del Regolamento Congiunto, allegato 2, par. 3;~~

~~- la proporzione della remunerazione totale del personale attribuibile all'OICVM o al FIA, con indicazione del numero di beneficiari;~~

~~- informazioni relative: alle modalità di calcolo della remunerazione; agli esiti del riesame periodico svolto dall'organo con funzione di supervisione strategica in attuazione dell'articolo 37 del Regolamento congiunto, nonché alle eventuali irregolarità riscontrate; alle eventuali modifiche sostanziali rispetto alla politica di remunerazione adottata".~~

Il paragrafo 9 dell'Allegato 2 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia/Consob posto in consultazione disciplina gli obblighi di informativa in materia di remunerazioni corrisposte al personale, prevedendo che "La relazione di gestione dell'OICVM o del FIA riporta, tra l'altro, la remunerazione totale, suddivisa in componente fissa e variabile, corrisposta dal gestore al suo personale, il numero dei beneficiari, nonché il carried interest corrisposto dall'OICVM o dal FIA e l'importo aggregato delle remunerazioni suddiviso per le categorie di personale più rilevante individuate nel paragrafo 3. Esso comprende altresì informazioni relative alle modalità di calcolo delle remunerazioni, agli esiti del riesame periodico svolto dall'organo con funzione di supervisione strategica (ivi comprese le eventuali irregolarità riscontrate) e alle modifiche sostanziali rispetto alla politica di remunerazione inizialmente approvata".

Tale disposizione risulta in linea con le modifiche apportate all'art. 69, paragrafo 3, della direttiva 2009/65/CE dalla direttiva 2014/91/UE (c.d. "UCITS V") e con l'art. 22, paragrafo 2, lett. e) e f), della direttiva 2011/61/UE (c.d. "AIFMD"), ove vengono disciplinati i contenuti delle informazioni in materia di remunerazione che devono essere inseriti nelle relazioni annuali, rispettivamente, degli OICVM e dei FIA.

Al riguardo si evidenzia come le sopracitate disposizioni europee ed italiane non contemplano gli obblighi previsti nella bozza di Regolamento di gestione collettiva del risparmio in materia di informativa sulle remunerazioni nella relazione di gestione del fondo circa:

- la remunerazione totale, suddivisa nella componente fissa e variabile, del personale coinvolto nella gestione dell'attività dell'OICVM o del FIA;
- la proporzione della remunerazione totale del personale attribuibile all'OICVM o al FIA, con indicazione del numero di beneficiari.

Nella stessa direzione, della non necessità della previsione dei sopraelencati obblighi informativi, sembra muoversi l'art. 107, paragrafo 1, del Regolamento Delegato n. 231/2013 che, con riferimento ai FIA, disciplina le modalità di adempimento dell'obbligo informativo di cui all'art. 22, paragrafo 2, lett. e), relativo agli "importi retributivi totali per l'esercizio, suddivisi in retribuzione fissa e variabile, versati dal GEFIA al suo personale e il numero dei beneficiari", stabilendo che la retribuzione complessiva si possa riferire alternativamente alle seguenti ipotesi:

"a) retribuzione complessiva di tutto il personale del GEFIA, con indicazione del numero di beneficiari;

b) retribuzione complessiva del personale del GEFIA occupato, in tutto o in parte, nelle attività del FIA, con indicazione del numero di beneficiari;

c) parte della retribuzione complessiva del personale del GEFIA riconducibile al FIA, con indicazione del numero di beneficiari".

Il paragrafo 3 dell'art. 107 precisa poi che *“Laddove le informazioni sono divulgate a livello di GEFIA, è specificata la parte o suddivisione dell'importo riconducibile a ciascun FIA, nella misura in cui il dato è disponibile o facilmente accessibile. In tale ambito è divulgata una descrizione delle modalità con cui la parte o suddivisione è stata definita”*.

L'art. 107 sembra quindi escludere la sussistenza di un obbligo di fornire i dati della retribuzione complessiva del personale riconducibile a ciascun FIA, integrando un'alternativa percorribile solo nell'ipotesi in cui il dato sia disponibile o facilmente accessibile: a maggior ragione, è da escludersi tale obbligo con riguardo agli OICVM, considerato che detta previsione non è contenuta nella direttiva UCITS V.

Alla luce del descritto quadro normativo si chiede, pertanto, l'eliminazione dei due sopraelencati obblighi informativi che, qualora mantenuti, determinerebbero altresì evidenti difficoltà per le SGR nel determinare e rappresentare dati oggettivi e comparabili, producendo un effetto distorsivo nei confronti degli investitori finali.

Si evidenzia infatti come, da un punto di vista applicativo, il calcolo della *“remunerazione totale, suddivisa nella componente fissa e variabile, del personale coinvolto nella gestione dell'attività dell'OICVM o del FIA”* richiederebbe, di fatto, la tenuta di una *“contabilità analitico-gestionale”*, difficile da implementare nell'ambito della realtà operativa delle SGR, soprattutto di quelle più complesse che, in applicazione della normativa di settore, oltre a svolgere attività di gestione di OICR, prestano anche il servizio di gestione di patrimoni, istituiscono e gestiscono fondi pensione, svolgono attività connesse e strumentali. Di qui, la difficoltà nel definire modalità oggettive di ripartizione dei costi del personale in funzione delle attività svolte (potendo il medesimo personale essere coinvolto in tutte le attività esercitate dalla SGR, tenuto conto della propria specializzazione) al fine di individuare la remunerazione (tra l'altro, da distinguere in fissa e variabile) corrisposta al personale coinvolto nella gestione dell'attività dell'OICR.

Peraltro, laddove si volesse mantenere tale obbligo informativo, chiedendo di indicare la remunerazione del solo personale *“gestore”* dell'OICR (c.d. *“fund manager”*), anche in tale ipotesi il dato da fornire non può che identificarsi con la retribuzione totale corrisposta al singolo gestore autorizzato ad operare sull'OICR. Le sopradescritte difficoltà di ripartizione dei costi del personale si riscontrano, infatti, anche ai fini della suddivisione dell'attività prestata da ogni singolo gestore con riferimento al singolo OICR nel caso di attività gestoria *“trasversale”* per *asset class*. Le difficoltà di individuare criteri oggettivi da utilizzare al fine di determinare la retribuzione corrisposta al gestore riconducibile al singolo OICR, mettono in evidenza il rischio di estrarre dati non oggettivi e tra loro non comparabili e, quindi, informazioni non egualmente spendibili nei confronti degli investitori finali.

Occorre peraltro segnalare che, in ogni caso, si potrebbero verificare situazioni in cui, nel rispetto della normativa nazionale in materia di protezione dei dati, le informazioni sulle remunerazioni corrisposte al personale non può essere fornita (cfr. punto 162 delle linee guida dell'ESMA n. 2016/411 del 31 marzo 2016).

Analoghe problematiche deriverebbero dall'obbligo di indicare la *“proporzione della remunerazione totale del personale attribuibile all'OICVM o al FIA, con indicazione del numero di beneficiari”*. Ci si chiede, ad esempio, se tale dato debba essere determinato rapportando l'importo della remunerazione del personale coinvolto nell'attività di gestione dell'OICR rispetto alla retribuzione complessiva corrisposta al personale, e il numero dei beneficiari rispetto al totale del personale. Se così fosse, per le ragioni di cui sopra, si tratterebbe di un dato determinabile non in modo oggettivo e, di conseguenza, non comparabile e pertanto di alcun ausilio per l'investitore finale.

In merito alla previsione di cui alla prima alinea circa l'informazione sulla *“remunerazione totale, suddivisa nella componente fissa e variabile, corrisposta nell'esercizio dal gestore al personale”* si ritiene che, in caso di delega dell'attività di gestione del portafoglio o di gestione del rischio, per esigenze di chiarezza e di comparabilità delle informazioni tra realtà operative differenti, sia opportuno integrare il dato della remunerazione corrisposta al personale considerando anche il costo sostenuto per l'attività data in delega. Al riguardo si ritiene che debba rilevare il costo sostenuto dalla SGR per l'attività data in delega, prescindendo dall'effettiva remunerazione corrisposta a favore del personale del soggetto delegato a titolo di compenso. Sono infatti evidenti le difficoltà per le SGR nel reperire il dato della remunerazione corrisposta al personale del soggetto delegato (tra l'altro, un dato riferibile agli OICR di ciascuna SGR), e ciò sia nel caso di deleghe date ad un soggetto italiano che ad un soggetto estero. Si chiede, pertanto, di integrare la previsione di cui alla prima alinea, secondo le modalità riportate nel testo.

Sempre con riguardo alla previsione di cui alla prima alinea, si chiede inoltre di eliminare il riferimento alla *“provvigione di incentivo corrisposta dall'OICVM o dal FIA”*. Al riguardo si ritiene, infatti, che in base alla normativa di settore, non si possano configurare situazioni in cui gli OICR aperti possano corrispondere provvigioni di incentivo al personale (i *“carried interest”* si riscontrano normalmente nell'ambito degli OICR chiusi, per i quali quindi la previsione deve essere mantenuta). Riguardo invece alla provvigione di incentivo corrisposta dall'OICR alla SGR sulla base delle previsioni regolamentari, si ricorda che questa deve essere indicata nell'apposita sezione IV.2 *“Provvigione di incentivo”* della nota integrativa della relazione di gestione dell'OICR.

Infine, con riguardo agli importi sulle remunerazioni da fornire nella relazione di gestione dell'OICR è importante chiarire quali dati debbano essere presi in considerazione, tenuto conto dei differenti termini previsti per l'approvazione della relazione di gestione degli OICR e per l'approvazione del bilancio di esercizio della SGR.

Per esigenze di certezza e di riservatezza dei dati, si ritiene che debba farsi riferimento ai dati contenuti nell'ultimo bilancio di esercizio della SGR regolarmente approvato, sebbene ciò potrebbe comportare l'indicazione nella relazione di gestione dell'OICR di dati di bilancio della SGR di un anno antecedente a quello cui la relazione dell'OICR fa riferimento.

Inoltre, occorre chiarire quali dati riportare nella relazione di gestione di OICR il cui esercizio contabile non coincide con quello della SGR. Ad esempio, frequenti sono i casi di OICR che redigono la relazione di gestione al 30/04, 30/06 o al 30/09, mentre il bilancio di esercizio della SGR chiude al 31/12. In tali situazioni, ci si chiede se le informazioni sulle remunerazioni debbano comunque essere tratte dall'ultimo bilancio di esercizio della SGR regolarmente approvato.

Osservazioni

In relazione alle modifiche apportate alla tabella dei *“Costi sostenuti nel periodo”* dall'OICR di cui alla sezione IV.1 della Parte C della nota integrativa, di cui al suddetto Allegato IV.6.1, si segnalano dei refusi tra i richiami alle note contenuti nella tabella e le note medesime.

ALTRE QUESTIONI

Modelli interni per il calcolo dell'esposizione complessiva in derivati.

Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio consente di adottare per il calcolo dell'esposizione complessiva in derivati modelli interni basati sull'approccio del VaR, come alternativa al metodo di calcolo basato sugli impegni.

Tale possibilità, introdotta nell'ordinamento nazionale col Provvedimento del 16 dicembre 2008 (di recepimento della direttiva 2007/16/CE del 19 marzo 2007 – cd. *Eligible Assets*), come poi modificata marginalmente dal Provvedimento dell'8 maggio 2012 (di recepimento della direttiva 2009/65/UE - cd. UCITS IV), di fatto non è stata mai utilizzata dalle SGR.

Per quanto risulta da questa Associazione solo pochi intermediari sono stati interessati, nel tempo, ad approfondire il confronto con l'Autorità volto a verificare i presidi richiesti per l'utilizzo dei modelli interni, tra cui l'adeguatezza del modello VaR stesso. Di converso, l'esposizione complessiva calcolata mediante i modelli interni a fini prudenziali è un approccio comunemente utilizzato per gli OICVM non di diritto italiano (collocati anch'essi sul mercato domestico).

Le motivazioni sottese ai comportamenti tenuti dagli intermediari nazionali sono probabilmente da ricondursi sotto il profilo comparativo, con la disciplina e la prassi adottata da altri paesi dell'Unione Europea nella trasposizione degli orientamenti comunitari, ed in particolare delle indicazioni del CESR/10-788 (*CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS* del 28 luglio 2010, di seguito Linee Guida del CESR).

Ed invero le maggior precisazioni introdotte nell'ordinamento nazionale per ragioni di carattere prudenziale hanno forse influenzato le decisioni degli intermediari rendendo di fatto inapplicata la possibilità prevista a livello nazionale. Ciò con indubbi effetti negativi sul livello di competitività, di innovazione del prodotto, di crescita del capitale umano e, più in generale, sul rafforzamento del modello di *business* delle Società, oltre che di carattere applicativo-organizzativo delle SGR stesse.

La disciplina nazionale prevede infatti:

- delle regole più stringenti nel caso in cui il numero di scostamenti rispetto alle previsioni del modello sia superiore a quattro, in coerenza con la possibilità prevista dalle Linee Guida (mentre diverse Autorità estere non hanno previsto alcuna regola specifica);
- delle indicazioni precise riguardo alle cc.dd. *cover rules* (ammontare minimo delle attività che l'OICR deve detenere in portafoglio per la copertura delle obbligazioni di pagamento connesse alle posizioni corte assunte in strumenti finanziari derivati che può essere inferiore ad un importo pari al 50% della posizione corta se l'Autorità verifica l'adeguatezza delle coperture) mentre le Linee Guida del CESR rimettono le stesse all'autonoma valutazione della società di gestione;
- che il modello sia sottoposto alla validazione da parte della stessa Autorità, mentre le linee Guida del CESR consentano che tale valutazione possa essere effettuata anche da una parte terza non necessariamente rappresentata dall'Autorità di vigilanza;
- che il calcolo sia effettuato utilizzando un intervallo di confidenza unilaterale del 99%, mentre le Linee Guida del CESR ammetterebbero intervalli di confidenza meno conservativi (sino al 95%).

Tali effetti sono oggi resi quanto più attuali dalla necessità espressa da almeno una SGR di grandi dimensioni di voler adottare, per taluni OICVM di diritto italiano, il medesimo modello interno utilizzato per gli OICM di diritto estero dalla stessa gestiti.

In linea con la trasposizione delle Linee Guida del CESR adottata nei principali paesi europei, quali Francia, Germania e Regno Unito, oltre che il Lussemburgo, si propone di superare talune previsioni di maggior dettaglio per il tramite di un approccio caratterizzato da disposizioni orientate nel senso di una maggiore responsabilizzazione delle SGR in materia di organizzazione del proprio modello interno di *risk management* da utilizzare a fini prudenziali per il calcolo dell'esposizione complessiva.

Si auspica pertanto un ripensamento dell'impostazione adottata con particolare riferimento all'eliminazione della tabella volta ad individuare i meccanismi di penalizzazione automatici, ad introdurre un'estensione della possibilità di validazione del modello a soggetti anche diversi dall'Autorità di vigilanza stessa così come al processo della verifica delle caratteristiche delle cosiddette *cover rules*.

Si illustrano di seguito gli aspetti su cui si chiede una riflessione e una sintesi della disciplina in materia adottata nei principali paesi europei.

1. I meccanismi di penalizzazione automatici

L'approccio regolamentare nazionale precisa i meccanismi di penalizzazione da applicare ai limiti di esposizione complessiva laddove il risultato dei test retrospettivi, volti a verificare se il modello utilizzato è adeguato, evidenzia un numero di scostamenti, relativo agli ultimi 250 giorni, superiore a quattro (cfr. Allegato V.3.3, Sezione III, Paragrafo 2, Tabella 1 del Regolamento). In caso di superamento, e indipendentemente dalla causa che lo ha generato, è prevista una progressiva riduzione del limite per l'esposizione complessiva (massima per 10 o più sforamenti – VaR “relativo” al 100% e VaR “assoluto” al 10%).

Sebbene tale possibilità non sia in contrasto con quanto previsto dal paragrafo 60 delle Linee Guida del CESR, circa la possibilità riconosciuta alle Autorità di vigilanza nazionali di adottare misure e applicare criteri più severi per l'utilizzo del VaR, laddove il risultato del *back-testing* dia luogo sempre a stime imprecise e il numero degli scostamenti superi un numero accettabile, si rileva come in altri Paesi europei le discipline di riferimento non identifichino a priori né il numero di scostamenti che risulti inaccettabile, né individuino criteri più severi. Più in generale, e come meglio delineato successivamente, a titolo illustrativo si osserva come le Autorità tedesche ed inglesi hanno ripreso gli orientamenti previsti dalle citate Linee Guida in tema aspetti organizzativi e informativa sia nei confronti degli organi direzionali, sia nei confronti dell'Autorità di vigilanza, demandando *in primis* alla valutazione propria della Società la (continua) verifica dell'adeguatezza del modello e degli eventuali interventi correttivi.

Nel caso di scostamenti superiori a quattro, le Linee Guida del CESR prevedono infatti un'analisi e una spiegazione delle ragioni di tali scostamenti, da inviare all'Autorità semestralmente (cfr. box 18, punto 6), senza necessariamente prevedere una riduzione immediata e automatica del limite di esposizione. La valutazione dei risultati degli scostamenti è in ogni caso rimessa alla Società (cfr. Box 18, punto 5 “*if the back testing results reveal a percentage of overshootings that appear to be too high the UCITS should review the VaR model and make appropriate adjustments*”).

Al riguardo si osserva come l'identificazione dei meccanismi di penalizzazione automatici previsti da questa Autorità sembra essere stata mutuata dalla disciplina dei requisiti di patrimonializzazione

per le banche relativi ai rischi di mercato. Tale approccio, comunemente denominato “*traffic light*”, è caratterizzato dalla semplicità di applicazione e da logiche prudenziali, a scapito della “precisione” da un punto di vista statistico, come riportato dallo stesso Comitato di Basilea che lo ha introdotto (⁷); esso prevede infatti un numero minimo di scostamenti sufficiente a determinare una penalizzazione del limite regolamentare, pari a 5, che corrisponde a una probabilità significativa (10.8%) di ritenere non adeguato un modello di stima in realtà corretto (cosiddetto “errore di I tipo” in termini statistici).

L’approccio “*traffic light*”, se risulta opportunamente conservativo e quindi prudenziale nell’ottica di un’adeguata patrimonializzazione degli istituti bancari, non pare efficiente nell’ambito della regolamentazione che le SGR devono rispettare nella definizione dei propri modelli interni di gestione del rischio, in particolar modo per i fondi che seguono il metodo del VaR relativo. Per tale tipologia di fondi, infatti, la riduzione dei limiti prevista dal Regolamento sulla gestione collettiva in caso di scostamenti via via crescenti, prevede l’obbligo di gestire il fondo con un profilo di rischio allineato a quello del portafoglio di riferimento/*benchmark*, di fatto vincolandolo a una gestione passiva e, in tal modo, riducendo le leve gestionali per il conseguimento di un rendimento aggiuntivo rispetto al *benchmark*.

Inoltre, nel caso in cui la sottostima del VaR (e il conseguente numero di scostamenti superiore ai livelli attesi) non sia dovuta a difetti di stima su specifiche tipologie di strumenti finanziari, in particolare strumenti derivati, ma ad ampie variazioni dei fattori di rischio di mercato, non prevedibili in base ai dati storici utilizzati dal modello(⁸), tale sottostima si determinerebbe sia sul fondo sia sul *benchmark*. Di conseguenza, il rapporto tra il VaR del fondo e VaR del *benchmark* oggetto del limite normativo, non ne risulterebbe inficiato.

Si osserva come la verifica che gli scostamenti siano dovuti a *shock* dei fattori di rischio (non prevedibili in base ai dati storici) e non a difetti di stima su specifici strumenti, possa essere effettuata attraverso una analisi congiunta degli scostamenti realizzatisi sul portafoglio e sul parametro di riferimento, verificando, in particolare, che ci sia coerenza tra gli scostamenti sia per quanto riguarda la loro numerosità sia per quanto riguarda il periodo temporale in cui essi si sono verificati. Ciò in linea con il documento del Comitato di Basilea, già richiamato in precedenza, in cui viene sottolineata l’opportunità di indagare la ragione degli scostamenti, distinguendo tra scostamenti dovuti all’integrità dei dati e all’accuratezza del modello da quelli dovuti a movimenti di mercato repentini non prevedibili dal modello.

L’approccio attualmente in vigore sembra porre altresì un incentivo, sempre per i fondi a VaR relativo, all’utilizzo di misure correttive (quali fattori moltiplicativi legati a distribuzioni con maggiore curtosi) volte ad ottenere stime di VaR conservative (e quindi limitare il numero di scostamenti). L’applicazione di tali correttivi però non avrebbe alcun effetto sulla misura di VaR relativo oggetto del limite, applicandosi tanto al fondo (numeratore) quanto al portafoglio di riferimento (denominatore).

A titolo esplicativo si consideri il seguente caso:

- VaR del fondo pari a 10%

⁷ Cfr. Basel Committee of Banking Supervision (1996), “*Supervisory Framework for the Use of “Backtesting” in Conjunction with the Internal Model Approach to Market Risk Capital Requirements*”.

⁸ E’ noto infatti, come riportato da un’ampia letteratura sul tema, tra cui anche il citato documento del Comitato di Basilea, che nessuno dei diversi approcci che possono essere adottati per il calcolo del VaR è esente da elementi di debolezza, stante il ricorso, comune ai diversi approcci, a dati storici per la stima dei futuri movimenti di mercato, dando luogo a una sottostima dei rischi in periodi di repentini incrementi della volatilità dei fattori di rischio, non prevedibili *ex-ante*, in particolare se successivi a periodi storici poco volatili.

- VaR del portafoglio di riferimento pari a 8%
- VaR relativo: $10\% / 8\% = 1,25$

Si ipotizzi che dai test retrospettivi risulti lo stesso numero di scostamenti, registrato nell'ultimo anno di dati considerando VaR giornalieri al 99%, tra il fondo e il portafoglio di riferimento, ad esempio pari a 7 e che, tale numero di scostamenti, in eccesso rispetto all'intervallo di confidenza, risulti dovuto da un eccesso di curtosi nella distribuzione delle variazioni dei fattori di rischio rispetto all'ipotesi di distribuzione "normale". Si ipotizzi inoltre, che per tenere conto di tale eccesso di curtosi, la SGR decida di modificare le stime di VaR applicando un fattore moltiplicativo che rapporti il percentile al 99% di una distribuzione normale al corrispondente percentile di una distribuzione "t-student" con 5 gradi di libertà. Tale fattore moltiplicativo risulterebbe pertanto pari a 1,12.

Il VaR relativo, nell'esempio precedente risulterebbe pertanto invariato, calcolato come segue:

- VaR del fondo pari a $10\% * 1,12 = 11,2\%$
- VaR del portafoglio di riferimento pari a: $8\% * 1,12 = 8,96\%$
- VaR relativo: $11,2\% / 8,96\% = 1.25$

Ciò considerato, come alternativa alla tabella che individua i meccanismi di penalizzazione automatici, si propone di utilizzare un approccio caratterizzato da disposizioni di minor dettaglio e più orientate nel senso di una maggiore responsabilizzazione delle SGR in materia di definizione e monitoraggio del modello interno di *risk management*. Si chiede pertanto di eliminare la tabella citata, in coerenza anche con quanto avviene negli altri principali Paesi europei.

La proposta consentirebbe alle SGR di disporre dei necessari margini di discrezionalità per indagare le cause che determinano gli *out-VaR*, valutare le eventuali modifiche necessarie al modello, senza che un numero predefinito di scostamenti determini automaticamente delle penalizzazioni all'attività gestoria. Benefici di carattere applicativo-organizzativo deriverebbero inoltre per le SGR che potrebbero utilizzare anche ai fini del monitoraggio del limite normativo di esposizione complessiva in derivati i medesimi modelli rischio basati sul VaR adottati per il monitoraggio del controllo del rischio a fini gestionali.

Per i fondi gestiti a VaR assoluto gli effetti sarebbero differenti perché il fondo non si confronta con un benchmark.

2. La validazione del modello interno

Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio prevede per l'uso dei modelli interni basati sull'approccio del VaR per il calcolo dell'esposizione complessiva una convalida preventiva dell'Autorità stessa (cfr. Allegato V.3.3, Sezione V del Regolamento). Rispetto a quanto previsto dal paragrafo 72 delle Linee Guida del CESR, e alla prassi adottata in altri paesi europei, codesta Autorità non consente una validazione del modello da parte di altri soggetti terzi, indipendenti rispetto a chi ha sviluppato il modello, quali a titolo esemplificativo un revisore interno o esterno o un fornitore di un servizio esterno.

Tale impostazione non si ritiene opportuna in un'ottica di *level playing field*. Ed invero, laddove il modello utilizzato da una SGR per i fondi di diritto estero gestiti si rivelasse non adeguato per codesta Autorità, la SGR si troverebbe costretta a cambiare il modello utilizzato, ad adottare un modello interno caratterizzato da processi e procedure differenti a seconda se l'OICVM gestito sia di diritto italiano o di diritto estero. L'assenza di una tempistica certa di validazione del modello potrebbe altresì costituire un ulteriore elemento critico.

In continuità con il lavoro svolto da codesta Autorità nel corso degli ultimi anni per recepire il complesso normativo di derivazione comunitaria volto ad armonizzare i presidi prudenziali a fronte dei principali rischi connessi all'attività dei fondi si rileva l'esigenza di superare l'impostazione nazionale in tema di validazione preventiva del modello in linea con quanto previsto in altre discipline europee dove non viene definito a priori nella sola Autorità di vigilanza il soggetto volto a validare il modello interno.

Al riguardo si osserva come l'integrazione della verifica del modello interno anche a soggetti terzi indipendenti da chi ha costruito il modello stesso, unitamente ad una maggiore informativa, sia in fase iniziale sia periodica verso l'Autorità, assicuri una massima coerenza con le previsioni comunitarie, garantendo il mantenimento di adeguati presidi al rischio in un'ottica di tutela dell'investitore.

3. Modelli interni: impostazione adottata nei principali Paesi europei alla luce delle Linee Guida CESR 10-788

Francia. La disciplina francese⁹⁾ in linea con gli orientamenti delle Linee Guida del CESR prevede che le Società che utilizzino il metodo VaR devono avere una funzione di gestione del rischio permanente indipendente dalle sue unità commerciali e operative. Questa funzione è anche responsabile per la validazione del modello e la revisione.

La Società deve altresì stabilire e monitorare scostamenti del valore di soglia di VaR. Se la percentuale degli scostamenti sembra essere troppo alta, la Società dovrebbe rivedere il modello ed effettuare gli opportuni adeguamenti, che dovrebbero essere documentati. Gli organi di direzione dovrebbe essere informati, almeno su base trimestrale se il numero degli scostamenti per ogni fondo, nel corso degli ultimi 250 giorni, superi i 4 (nel caso di un intervallo di confidenza del 99%). Tali informazioni devono contenere un'analisi e una spiegazione delle cause degli scostamenti e una dichiarazione delle misure che, se del caso, sono state adottate.

Germania. Il legislatore tedesco ha, in generale, adottato quanto previsto dalle Linee Guida del CESR. Per quanto più di interesse, non è prevista né l'adozione di una tabella di penalizzazione automatica nel caso di raggiungimento di un determinato numero di scostamenti, né la validazione preventiva del modello da parte dell'Autorità.

Ed in particolare, in tema di qualità previsiva del modello utilizzato, viene richiesta una trasparenza informativa trimestrale all'Autorità di vigilanza sui risultati dei test retrospettivi, in presenza di almeno uno scostamento. In tale fattispecie, all'Autorità dovrà essere comunicato, tra l'altro, l'ampiezza dello stesso scostamento, le motivazioni e, laddove appropriato, le misure adottate per

⁹⁾ AMF Instruction DOC-2011-15 – Calculation of global exposure of authorised UCITS and AIFs. Article 15 - Resources and organisation of asset management companies using the VaR calculation method. "1. – In accordance with Article 313-53-4 or Articles 318-38 and 318-39 of the AMF General Regulation, an asset management company using the VaR approach should have a permanent risk management function that is independent from its commercial and operational units. This function is responsible for validating the VaR model and reviewing it. [...] The asset management company should determine and monitor overshootings of the VaR threshold value, i.e. when the one-day change in the UCITS or AIF portfolio's value exceeds the related one-day value-at-risk measure calculated by the model. If the percentage of overshootings appears to be too high, the asset management company should review the VaR model and make appropriate adjustments, which should be documented. The senior management should be informed at least on a quarterly basis if the number of overshootings for each UCITS or AIF over the most recent 250 business days exceeds 4 in the case of a 99% confidence interval. This information should contain an analysis and explanation of the sources of overshootings and a statement of what measures, if any, have been taken."

migliorare la qualità del modello. Rimane fermo che nel caso in cui il numero degli scostamenti superi un livello appropriato, l'Autorità possa intraprendere misure appropriate ⁽¹⁰⁾.

In tema di processo di convalida del modello, la disciplina tedesca richiede la convalida in caso di sviluppo del modello di rischio, a intervalli di tempo regolari (convalida in corso) e in caso di eventuali modifiche sostanziali. La funzione di gestione del rischio è competente per la convalida in corso, mentre negli altri casi (sviluppo del modello e modifiche sostanziali dello stesso), la Società deve assicurare al processo una convalida indipendente. Tuttavia, l'Autorità non identifica i soggetti che possono effettuarla. Da quanto risulta a questa Associazione, la funzione di revisione interna, la società di revisione, società esterne o personale interno (che è direttamente coinvolto nella validazione nell'ambito del processo di sviluppo o delle modifiche sostanziali) potrebbero essere competenti per la convalida. Mentre, l'Autorità tedesca non risulta agire come soggetto che valida il modello.

Regno Unito. L'approccio adottato dalla FCA è quello di includere nella disciplina regolamentare dei fondi un'indicazione volta a precisare che le Linee Guida del CESR devono essere rispettate⁽¹¹⁾. A differenza della disciplina nazionale, il Regno Unito non ha alcuna specifica regolamentazione né in tema di meccanismi di penalizzazioni automatici né su chi dovrebbe convalidare il modello interno. Da quanto risulta a questa Associazione, la validazione del modello non è un'area in cui la FCA è coinvolta e le Società tenderebbero ad utilizzare fornitori di servizi esterni.

Lussemburgo. La disciplina lussemburghese prevista dalla CSSF nella circolare n. 11/512 richiama, in generale, diverse previsioni contenute nelle Linee Guida del CESR. In tema di valutazione dei test retrospettivi è richiesto di riferire almeno trimestralmente al *senior management* se il numero di "scostamenti" negli ultimi 250 giorni è superiore a quattro (dove il VaR è determinato sulla base di un intervallo di confidenza del 99%). Tale relazione deve contenere un'analisi e una spiegazione dei motivi del "superamento", nonché una dichiarazione delle azioni correttive che, se del caso, sono state prese per migliorare la precisione del modello⁽¹²⁾. Inoltre, il documento "*Risk management Process*", inviato all'Autorità annualmente, deve contenere, tra l'altro, la descrizione del programma di *back-testing*. Deve essere inoltre specificata anche la politica adottata in caso di scostamenti eccessivi⁽¹³⁾.

In tema di convalida, l'Autorità precisa che dopo lo sviluppo iniziale del modello VaR, nonché di ogni cambiamento significativo, questo è soggetto ad una revisione da una parte indipendente al processo di costruzione (ad esempio revisore interno o esterno, terze parti, unità di gestione del rischio) al fine di garantire che il modello è robusto e affidabile e cattura adeguatamente tutti i rischi rilevanti. La funzione di gestione del rischio permanente effettua una revisione documentata del

¹⁰ Bafin, Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivativen, Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften in Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (Derivateverordnung - DerivateV). "§ 14 Forecast Quality [...] If the absolute change in value calculated on the basis of the model, [...] the Bundesanstalt must be informed in quarterly intervals of this exception, its size, the reason why it arose and, where appropriate, the measures taken to improve the forecast quality. [...] If the number of exceptions exceeds an appropriate level, the Bundesanstalt can take appropriate measures".

¹¹ Cfr. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL/5/3.html>

¹² CSSF, Circolare n. 11/512. "III.4.4. Determination of global exposure using the VaR approach. [...] Management companies shall carry out a back testing programme (Box 18) at least monthly (and not quarterly as specified in CSSF Circular 07/308) and shall report at least on a quarterly basis to the senior management if the number of "overshootings" for the most recent 250 business days exceeds 4 (for management companies determining the VaR based on a 99% confidence interval). This report shall contain an analysis and explanation of the reasons for "overshooting" as well as a statement of what remedial actions, if any, were taken to improve the accuracy of the model".

¹³ CSSF, Circolare n. 11/512. "Appendix: Content of the risk management process to be communicated to the CSSF 2.4. Back testing 2.4.1. A description of how the back testing programme works shall be made and its compliance with Box 18 of ESMA Guidelines 10-788 shall be demonstrated. The policy shall be specified in case of excessive overshootings."

modello. Questo dovrà essere adeguato, ove necessario, se i risultati della revisione lo suggeriscono⁽¹⁴⁾. Nel documento “*Risk management Process*”, inviato all’Autorità annualmente è prevista, tra l’altro, la descrizione del processo di validazione ⁽¹⁵⁾.

¹⁴ CSSF, Circolare n. 11/512. “III.4.4. *Determination of global exposure using the VaR approach. [...] following initial development, as well as any significant change, the VaR model shall be subject to a review by an independent party (e.g. internal or external auditor, third party, risk management unit) of the building process to ensure that the model is robust and reliable and adequately captures all material risks (point 3 of Box 22); - the permanent risk management function shall perform ongoing documented review of the VaR model (including but not limited to back testing) and shall be adjusted where necessary if the results of the review suggest this (point 4 of Box 22)*”.

¹⁵ CSSF, Circolare n. 11/512. “Appendix: *Content of the risk management process to be communicated to the CSSF 3.4. The validation process of the VaR model (point 3 of Box 22 of ESMA Guidelines 10-788) shall be described.*”