

Milano, 8 settembre 2016

Spettabile  
Banca d'Italia  
Servizio Regolamentazione e Analisi Macroprudenziale  
Divisione Regolamentazione I  
Via Milano, 53  
00184 Roma

via e-mail: [ram@pec.bancaditalia.it](mailto:ram@pec.bancaditalia.it)

Spettabile  
Consob  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma

**Oggetto: Recepimento della Direttiva 2014/91/UE ("UCITS V") – Documento per la consultazione**

Spettabili Autorità,

scusandoci per il ritardo di tre giorni della presente dovuto alla iniziale errata individuazione del *dies a quo* della pubblica consultazione, e ringraziando per l'opportunità offerta di contribuire, desideriamo rispondere ad un quesito nonché segnalare l'opportunità di fornire due precisazioni nel testo finale del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob.

In particolare, il presente contributo contiene le nostre osservazioni in riferimento all'Allegato 2, Paragrafo 6, rubricato "*Struttura dei sistemi di remunerazione e incentivazione*".

**A.** In risposta al quesito *a)* di pag. 14, riteniamo che nella gestione collettiva l'obbligo di pagare una quota della remunerazione variabile del "personale più rilevante" del gestore (in prosieguo denominato semplicemente "personale del gestore", come definito al par. 3 del documento in oggetto) in strumenti finanziari (tra quelli gestiti dall'intermediario per conto dei sottoscrittori) realizzi un allineamento tra gli interessi del gestore medesimo e quelli degli investitori nel loro insieme. Qualche perplessità si avanza nell'ambito della gestione individuale di portafogli, dove potrebbero mancare gli strumenti finanziari gestiti da assegnare al personale del gestore.

Al riguardo osserviamo che, nel caso in cui il gestore gestisca più OICVM/FIA e la gestione di ciascuno di essi sia riconducibile ad un solo membro del personale del gestore, sembra opportuno che ciascun membro riceva strumenti finanziari riferibili all'OICVM/FIA gestito.

**B.** Passando alle osservazioni, riteniamo che il paragrafo 6.2 presti il fianco a qualche incertezza nella lettura, in relazione alla quale sarebbero auspicabili chiarimenti.

In particolare, al punto 3 di tale paragrafo, sono espressi tre concetti in ordine alle modalità di remunerazione variabile del personale del gestore in strumenti finanziari:

Studio Legale Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners

Milano - 20121  
Via Manzoni, 30  
tel. +39 02.30323232  
fax +39 02.30323242

Roma - 00197  
Via Bertoloni, 29  
tel. +39 06.83365810  
fax +39 06.83365811

Londra - W1K 3NY  
130 Mount Street  
tel. +44 (0) 2034056490  
fax +44 (0) 2034056498

- (i) quando il totale degli OICVM e il totale dei FIA o la somma degli OICVM e dei FIA gestiti dal gestore rappresenta almeno il 50% del portafoglio totale gestito dal gestore, una parte sostanziale della componente variabile, e in ogni caso almeno il 50% della stessa, "è composta da quote o azioni degli OICVM o dei FIA gestiti o da una combinazione proporzionale di esse, e da partecipazioni al capitale equivalenti, strumenti legati alle azioni o altri strumenti non monetari equivalenti";
- (ii) la regola sopra esposta trova applicazione sia per la parte della componente variabile differita sia per quella a pronti (*up-front*). Anche il *pay-out* prescelto (ossia il rapporto tra quota in strumenti finanziari e quota corrisposta per cassa) si applica nella stessa percentuale tanto alla parte differita, quanto a quella a pronti;
- (iii) la valutazione degli strumenti finanziari è effettuata con riferimento al momento in cui la remunerazione viene accordata al personale.

Al riguardo, con riferimento ai punti *sub* (i) e (ii), dal momento che per il personale del gestore assume rilevanza fiscale sia la componente della remunerazione variabile in denaro sia quella in strumenti finanziari, la lettura dei punti medesimi sembra portare alla conclusione che la componente remunerativa in natura si determini al lordo del relativo carico fiscale: se così è, ne deriva che buona parte della componente in denaro non è nella disponibilità del personale del gestore, essendo destinata a finanziare l'imposta sul reddito che grava sulla componente in natura, la quale nei FIA è solitamente illiquida.

Al di là del fatto che il fenomeno sopra descritto potrebbe indurre ad un generalizzato innalzamento della remunerazione fissa, non pare trascurabile l'ipotesi di un ulteriore indesiderato effetto. Il personale del gestore, per il periodo successivo al ricevimento della remunerazione in natura, potrebbe essere indotto ad assumere un maggiore rischio al fine di cercare di ottenere dalla gestione un profitto "extra" tale da compensare l'inefficienza finanziaria dello schema di remunerazione cui esso è soggetto.

Inoltre, tale effetto non pare in linea con la finalità perseguita dalla medesima direttiva 2011/91/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 (c.d. "UCITS V") di "contrastare gli effetti potenzialmente negativi di regimi retributivi mal concepiti sulla sana gestione dei rischi e sul controllo dell'assunzione dei rischi da parte di individui".

Ove fosse chiarito che la componente in natura si determina al netto del relativo carico fiscale, verrebbe invece a realizzarsi l'indifferenza fiscale dello schema di remunerazione rispetto a uno schema basato esclusivamente sulla componente in denaro, senza creare l'effetto distorsivo dinanzi paventato. È dunque auspicabile un chiarimento sul punto.

Con riferimento al punto (ii), la frazione che viene fornita per la determinazione del *pay-out* contiene al denominatore la componente in denaro, laddove forse dovrebbe contenere la somma di quest'ultima e della componente in natura.

Con riferimento al punto (iii), pare opportuno fornire una precisazione in ordine al significato da attribuirsi al termine "accordata". In proposito, chiediamo di confermare che tale remunerazione è da considerarsi accordata allorché viene comunicato al personale del gestore che, al verificarsi di certe condizioni, esso riceverà gli strumenti finanziari, indipendentemente dal momento in cui si verificherà l'effettiva assegnazione degli strumenti medesimi.

Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners  
(Pierluigi De Biasi - Eugenio Romita)



Studio Legale Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners

Milano - 20121  
Via Manzoni, 30  
tel. +39 02.30323232  
fax +39 02.30323242

Roma - 00197  
Via Bertoloni, 29  
tel. +39 06.83365810  
fax +39 06.83365811

Londra - W1K 3NY  
130 Mount Street  
tel. +44 (0) 2034056490  
fax +44 (0) 2034056498