

La materia della gestione collettiva del risparmio è per sua natura soggetta a continue innovazioni tecniche e finanziarie; ed è, per sua natura, anche un punto di osservazione privilegiato dei meccanismi di funzionamento del mercato e dell'anelito dei Regolatori ad intervenire per disciplinarli nell'ottica di una maggiore tutela degli investitori. Negli ultimi anni il panorama disciplinare nel quale si muove la gestione collettiva del risparmio è mutato radicalmente sotto la spinta dell'incessante evoluzione della normativa comunitaria, incardinata sui due bastioni della direttiva 2009/65/CE (c.d. Ucits) e della direttiva 2011/61/UE (c.d. Aifmd). La produzione normativa europea ha determinato una rilevante modificazione delle coordinate disciplinari domestiche. Si consideri, così, il d.lgs 4 marzo 2014, n. 44 di recepimento della Aifmd e di applicazione dei regolamenti europei Euveca ed Eusef nonché il d.lgs 18 aprile 2016, n. 71 di recepimento della direttiva 2014/65/UE (c.d. Ucits V) i quali hanno inciso in misura assai significativa sulla conformazione delle disposizioni in materia di gestione collettiva del risparmio contenute nel d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58 (Tuf) e della relativa regolamentazione secondaria di attuazione. Il volume, che raccoglie contributi di docenti, di esponenti della Autorità di Vigilanza e di rappresentanti delle principali istituzioni nazionali ed europee intorno ai tre assi tematici della gestione collettiva del risparmio – soggetti, oggetto e vicende patologiche dell'organizzazione o del patrimonio –, si propone non solo di descrivere i principali aspetti sistematici e operativi della nuova disciplina, ma anche e, soprattutto, di evidenziarne gli aspetti problematici e così porre le basi per eventuali azioni correttive da intraprendere a livello normativo.

ROBERTA D'APICE è direttore del settore legale di Assogestioni. Con il Mulino ha pubblicato «L'attuazione della Mifid in Italia» (2010).

€ 54,00



ISBN 978-88-15-26388-9



9 788815 263889

D'APICE

Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risp

Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio

a cura di
Roberta D'Apice

BIBLIOTECA DEAP

MASTER
DCI

44

SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

il Mulino

A questo si aggiunga che, considerata la probabile significatività della durata dell'incarico di revisione legale degli enti di interesse pubblico (vedi *supra*, par. 4), sarà necessario strutturare un adeguato sistema di costante monitoraggio di questi aspetti.

Da ultimo, per quanto attiene al merito dell'elenco dei servizi *non audit* qualificati come vietati dal Regolamento (Ue) n. 537/2014, da un preliminare confronto con le previsioni recate dal vigente art. 17, d.lgs. n. 39/2010, emerge la necessità di un'attenta riflessione, da parte del legislatore nazionale, in sede di applicazione e, soprattutto, di adozione delle scelte che il legislatore comunitario consente. Premessa in via generale una certa omogeneità, in prima approssimazione si può notare come la norma comunitaria richiami servizi quanto meno non espressamente contemplati nella disposizione interna, come quelli fiscali (di cui alla lett. *a*), comma 2, par. 1, art. 5, Regolamento (Ue) n. 537/2014) ovvero quelli legali concernenti la fornitura del servizio di responsabile degli affari legali generali (di cui al n. *i*), lett. *g*), comma 2, par. 1 del predetto art. 5); non ne richiami alcuni, come l'emissione di pareri *pro veritate* di cui alla lett. *c*), comma 3, art. 17, d.lgs. n. 39/2010 e, inoltre, contenga rispetto alla vigente norma nazionale definizioni differenti, sia in quanto più generiche⁵⁷, sia perché più puntuali⁵⁸, che richiederanno quindi un'opera di attento adeguamento.

⁵⁷ Come, per esempio, quella dei «servizi correlati alla funzione di revisione interna dell'ente sottoposto a revisione» di cui alla lett. *b*), comma 2, par. 1, art. 5, Regolamento (Ue) n. 537/2014, rispetto a quella più delimitata della «gestione esterna dei servizi di controllo interno» di cui alla lett. *e*), comma 3, art. 17, d.lgs. n. 39/2010.

⁵⁸ Come quella relativa ai servizi che interessano le risorse umane, a sua volta puntualmente declinata innanzi tutto in riferimento a specifiche figure dirigenziali, di cui alla lett. *k*), comma 2, par. 1, art. 5, Regolamento (Ue) n. 537/2014, rispetto alla più ampia nozione della «consulenza e servizi in materia di organizzazione aziendale diretti alla selezione, formazione e gestione del personale», recata dalla lett. *f*), comma 3, art. 17, d.lgs. n. 39/2010.

Le politiche di remunerazione dei gestori

Daniele Umberto Santosuosso

1. *La remunerazione dei gestori nelle innovazioni legislative e regolamentari in Italia. La Direttiva 2011/61/UE (Aifmd) e il Regolamento di Banca d'Italia 19 gennaio 2015. Le politiche di remunerazione. I principi generali sottesi alla disciplina in armonia con il diritto d'oltralpe*

Il tema della remunerazione per i gestori nel settore del risparmio gestito è stato oggetto di un primo organico intervento normativo a livello comunitario con la Direttiva 2011/61/UE (Aifmd)¹, applicabile ai gestori del risparmio (Gefia) di Fondi d'investimento alternativi (Fia: così *private equity*, *venture capital*, *hedge funds*), con la quale si è più ampiamente ridefinito il perimetro regolamentare applicabile al settore medesimo.

Il recepimento della Aifmd nel nostro ordinamento (avviato come è noto con le modifiche al Tuf dal d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44) è stato completato (oltre che con il provvedimento congiunto con la Consob del 19 gennaio 2015) con il provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (introducendo così il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, di seguito «Regolamento», il quale abroga e sostituisce la precedente disciplina elaborata dalla stessa Banca d'Italia con provvedimento datato 8 maggio 2012). Nell'ambito della nuova disciplina regolamentare specifica attenzione viene riservata alla materia delle politiche di remunerazione, nella Parte V, Titolo III (avente a oggetto «Requisiti organizzativo-prudenziali in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione»), e all'Allegato 2 del Regolamento, che si applica (art. 35) a tutti i gestori di Fia, anche succursali e filiazioni estere degli stessi, ovunque insediate, con eccezione dei «gestori sotto-soglia»².

¹ Su tale normativa alla luce delle Linee guida Esma vedi F. Annunziata, *La remunerazione dei gestori di Oicr nel quadro della Direttiva 2011/61/UE (c.d. Aifmd)*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2, 2014, pp. 471 ss.

² I «gestori sotto-soglia» vengono descritti dall'art. 35-*undecies* (Deroghe per i Gefia italiani) del d.lgs. 44/2014 con cui viene data attuazione alla Direttiva Aifmd: «Per le finalità indicate dall'art. 6, comma 1, la Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive competenze,

Molteplici sono le novità o comunque le significative disposizioni del Regolamento in materia, nel solco comunque della Aifmd. In ordine sistematico: gli obblighi di adozione di politiche di remunerazione tese alla sana ed efficace gestione di rischi (art. 36); il ruolo degli organi sociali con la necessità da parte dell'organo con funzione di supervisione strategica, il consiglio di amministrazione, di riesaminare, con periodicità almeno annuale, la politica di remunerazione e incentivazione aziendale e di renderla documentata e accessibile all'interno della struttura aziendale (art. 37) e un comitato remunerazione in seno ai gestori di Fia (art. 39); il criterio di proporzionalità rispetto alle caratteristiche, tenuto conto della dimensione propria e quella dei Fia gestiti, avuto riguardo all'organizzazione interna e alla complessità della loro attività (art. 38); i criteri di remunerazione dei consiglieri, cui è sotteso il principio della prevalenza della remunerazione fissa sulla remunerazione variabile, nonché l'obbligo della remunerazione su base fissa per i componenti dell'organo di controllo (art. 40).

Dalla nuova disciplina si evince, diciamo subito, che i principi sottesi alle politiche di remunerazione dei gestori di Fia si pongono in armonia non soltanto con i principi ispiratori dell'intera disciplina della intermediazione finanziaria (a partire dalla Raccomandazione 2009/3845 della Commissione europea del 30 aprile 2009), ma con i risultati del dibattito internazionale sviluppatosi negli ultimi anni in tema di *corporate governance* a proposito della remunerazione degli *executive* di società per azioni (non soltanto bancarie) in particolare quotate³.

Giova infatti in questa prospettiva ricordare la confluenza a livello internazionale sulle questioni e sulle soluzioni⁴, che ha consentito il formarsi di

possono esentare i gestori autorizzati che gestiscono Fia italiani riservati il cui valore totale dei beni gestiti non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni se gli Oicr gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale, dall'applicazione delle disposizioni attuative dell'art. 6, commi 1, 2 e 2-bis».

³ Sia consentito rinviare a D.U. Santosuosso, *Il rapporto di amministrazione. Il compenso degli amministratori*, in G. Marchetti e D.U. Santosuosso (a cura di), *La governance delle società di capitali a dieci anni dalla riforma* (direzione di M. Vietti), Milano, Egea, 2013, pp. 11 ss. Sul tema dei rimedi A.M. Bentivegna, *Il problema dei compensi. Eccessività sopravvenuta e possibili rimedi*, in «Riv. dir. soc.», I, 2014, pp. 504 ss.

⁴ Per gli ordinamenti europei cfr. G.A. Ferrarini, N. Moloney e M.C. Ungureanu, *Understanding Directors' Pay in Europe. A Comparative and Empirical Analysis*, Ecg Working Paper, 2009; G.A. Ferrarini, N. Moloney e C. Vespro, *Executive Remuneration in the Eu. Comparative Law and Practice*, Ecg Law Working Paper n. 09/2003 (disponibile su ssrn.com/abstract=419120); G.A. Ferrarini e N. Moloney, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in «Riv. soc.», 2005, pp. 588 ss.; H. Fleischer, in G. Spindler ed E. Stilz, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C.H. Beck, 2007, vol. I, par. 87; A. Hecker, *Die aktuellen Änderungen des «Deutschen Corporate Governance Kodex» im Überblick*, in «Betriebs-Berater», 2009, pp. 1654 ss.; K.S. Hohenstatt, *Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*, in «Zeitschrift für Wirtschaftsrecht», 2009, pp. 1349 ss.; U. Hüffer, *Aktiengesetz*, VIII ed. München, C.H. Beck, 2008, par. 87; Id., *Der Vorstand als*

alcuni principi, norme espressive di precetti generali riconosciuti e accettati sul piano domestico e internazionale.

2. Il principio di trasparenza. I dati sulla retribuzione del personale. I dati disaggregati sui fondi. Il rendiconto sulla gestione

Tra questi innanzitutto il principio di trasparenza della remunerazione e delle sue componenti, visto come essenziale strumento di monitoraggio degli azionisti e dei controllori e autorità preposte alla protezione del mercato⁵, volto in particolare a neutralizzare le cattive inclinazioni dei *compensation designers* a rendere il compenso, o parte di esso, poco trasparente e quindi *humus* di abusi ed eccessi, oltre che di obiettive inefficienze a livello gestionale.

Alla luce del principio di trasparenza si può così leggere il secondo comma del succitato art. 36, che richiama esplicitamente la previsione contenuta nell'art.

Leitungsorgan und die Mandats. Sowie Haftungsbeziehungen seiner Mitglieder, in W. Bayer e M. Habersack, *Aktienrecht im Wandel*, Tübingen, Mohr/Siebeck, 2007, vol. II; D.G. Baur, *Decoupling from the Owners and Society? An Empirical Analysis of Executing Compensation in Germany*, 2008 (disponibile su ssrn.com/abstract=1140139); J. Nikolay, *Die neuen Vorschriften zur Vorstandsvergütung. Detaillierte Regelungen und offene Fragen*, in «Neue Juristische Wochenschrift», 2009; R. Bender, *The Determination of Directors' Remuneration in Uk Listed Companies*, London, Centre for Business Performance, Icaew, 2004; J. Fernández Armesto, *La retribución de los consejeros*, in E. Bueno (a cura di), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia e la confianza*, Madrid, 2005, pp. 207 ss. e A. Garrido, *La remuneración de los administradores en las sociedades cotizadas*, Relazione tenuta al Convegno internazionale «Diálogos Hispanos-Italianos sobre el Poder de Gestión en la Sociedad de Capital», Zaragoza, 2-3 ottobre 2008; P. Beltrami, *La nuova legge spagnola sulle società di capitali*, in «Riv. soc.», 2011, pp. 77 ss.; per il sistema nordamericano a L. Bebchuck e J. Fried, *Pay Without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (Mass.)-London, Harvard University Press, 2004, e Id., *Pay without Performance. Overview of the Issues*, in «J. Corp.», 30, 2005, pp. 647 ss.; nonché J.N. Gordon, *Executive Compensation. If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for «Compensation Disclosure and Analysis»*, in Ecg Law Working Paper n. 35/2005 (disponibile su ssrn.com/abstract=686464) e lo stesso Garrido, *La remuneración de los administradores en las sociedades cotizadas*, cit. Sugli effetti economici dei modelli remunerativi alle analisi empiriche di K.J. Murphy, *Executive Compensation*, in O. Ashenfelter e D. Card (a cura di), *Handbook of Labor Economics*, New York, Elsevier, 1999; J.E. Core, W. Guay e D.F. Larcker, *Executive Equity Compensation and Incentives. A Survey*, in «Economic Policy Review», 9, 2003, pp. 27 ss. Per altri riferimenti sia consentito rinviare a D.U. Santosuosso, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per «sanare» le cattive prassi*, in «Riv. dir. soc.», 2010, pp. 341 ss., e Id., *Il rapporto di amministrazione*, cit., pp. 11 ss. e a F.M. Mucciarelli, *I compensi degli amministratori esecutivi nelle società quotate. Uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2, 2014, pp. 295 ss.

⁵ Ferrarini, Moloney e Vespro, *Executive Remuneration in the Eu. Comparative Law and Practice*, cit., pp. 11, 14 ss.; Bebchuck e Fried, *Pay Without Performance*, cit., pp. 45 ss., 201 ss.; Ferrarini e Moloney, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., pp. 605 ss.

107 del Regolamento (Ue) n. 231/2013 sugli obblighi nella pubblicazione della retribuzione complessiva⁶. In particolare si rendono accessibili i dati sulla retribuzione del personale (distintamente: personale complessivamente inteso e quello occupato nelle attività del Fia) del Gefia; sulla commissione di gestione versata dal Fia (se pertinente); sui criteri finanziari ed extrafinanziari delle politiche e pratiche retributive applicate dal Gefia alle relative categorie di personale, in modo che gli investitori possano valutare gli incentivi previsti; sui profili di rischio del Fia e le misure adottate per evitare o gestire i conflitti di interesse.

Inoltre, nel caso in cui le informazioni sulla retribuzione siano pubblicate da un gestore di più Fia, si prevede di specificare la quota relativa a ciascun fondo gestito (art. 107, comma 3, Regolamento (Ue) n. 231/2013).

L'Allegato 2 dispone inoltre che il rendiconto della gestione del Fia riporti, 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 dal Fia e l'importo aggregato delle remunerazioni suddiviso per le categorie di personale più rilevante (informazioni fornite anche al personale del gestore che ha accesso altresì ai criteri di determinazione delle remunerazioni: c.d. «informativa interna»).

Tali dati così aggregati e disaggregati (l'informativa dovrebbe comunque riguardare la retribuzione scomposta per ogni soggetto e per ogni voce di componente: Ral, variabile e via dicendo) rendono come è ovvio l'informazione più completa e corretta, anche alla luce della nozione di remunerazione di cui all'Allegato 2, art. 1, la più ampia secondo i dettami normativi e di *practices* internazionali⁷.

⁶ Art. 107 del Regolamento Ue n. 231/2013: «Le informazioni previste all'art. 22, par. 2, lett. e), della Direttiva 2011/61/Ue specificano a quale delle alternative seguenti la retribuzione complessiva si riferisce: 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. Se pertinente, la retribuzione complessiva per l'esercizio indica anche la commissione di gestione versata dal Fia. 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. Il Gefia fornisce informazioni generali circa i criteri finanziari ed extrafinanziari delle politiche e pratiche retributive applicate alle pertinenti categorie di personale, in modo che gli investitori possano valutare gli incentivi previsti. In linea con i principi stabiliti nell'Allegato 2 della Direttiva 2011/61/Ue, il Gefia divulga almeno le informazioni necessarie per specificare il profilo di rischio del Fia e le misure adottate per evitare o gestire i conflitti di interesse».

⁷ «Si considera "remunerazione" ogni forma di pagamento o beneficio corrisposto dal gestore al proprio personale, direttamente o indirettamente, in contanti, strumenti finanziari – ivi comprese quote o azioni del Fia gestito – o beni in natura (*fringe benefits*), in cambio delle prestazioni di lavoro o dei servizi professionali resi».

3. *Il principio di adeguatezza (e il criterio della ragionevolezza). L'allineamento dei vari interessi. Corrispondenza della remunerazione alle performance. L'art. 36 del Regolamento e la «sana ed efficace gestione dei rischi». Il criterio di proporzionalità sancito dall'art. 38 del Regolamento*

Sempre nel diritto societario «comune», tra i principi generali sulla remunerazione degli *executive* si è poi affermato il principio dell'adeguatezza (attuabile in base al criterio di ragionevolezza) della remunerazione. La remunerazione è in tal senso corretta quando consente di allineare una serie composita di interessi a volte tra loro configgenti, riducendo al massimo i costi di agenzia che la relazione società-*executive* può produrre⁸ e perseguendo altresì gli interessi degli *stakeholders*.

Il punto di allineamento dei vari interessi, come abbiamo più volte in altra sede sostenuto, poggia sulla corrispondenza della remunerazione alle performance (*pay for o with performance*), essenzialmente aziendali, in un'ottica di lungo periodo e quindi di «sostenibilità»⁹. In questo senso gioca soprattutto la parte variabile ovviamente (e sensibile si è dimostrato già il nostro legislatore con la riforma del diritto societario del 2003 nel prevedere che il compenso degli amministratori possa essere costituito in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo determinato azioni di futura emissione ai sensi dell'art. 2389, comma 2, c.c.).

Il principio ha un fondamento economico¹⁰: l'amministratore esecutivo e il manager, che tendono a una remunerazione adeguatamente alta per essere attratti e fidelizzati, possono meglio garantire la creazione di valore se pagati in modo da essere spinti ad assumere i «giusti» (proporzionati o presidiati) rischi per ottenere i migliori risultati, nell'ottica di medio-lungo periodo, dato che obiettivi a breve termine possono portare a una *managerial myopia* volta a massimizzare effimeri risultati¹¹. Il rischio, insieme alle performance, appare

⁸ Ferrarini, Moloney e Vespro, *Executive Remuneration in the Eu. Comparative Law and Practice*, cit., pp. 5, 11 ss.; Bebchuck e Fried, *Pay Without Performance*, cit., pp. 23 ss. (che criticano diffusamente l'assunto per cui i *boards* negoziano i compensi *at Arms's Length*, in modo libero ed equilibrato). Nel quadro delle teorie dei costi di agenzia vedi Ferrarini e Moloney, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., pp. 611 ss., e con approccio economico e critico di tali teorie E. Krauter e A. Ferreira De Sousa, *Executive Remuneration and Corporate Performance*, 2008, disponibile su ssrn.com/abstract=1278745; A. Bruce, T. Buck e B.G.M. Main, *Top Executive Remuneration. A View from Europe*, in «Journal of Management Studies», 42, 7, 2005, pp. 1493 ss.

⁹ Santosuosso, *Il rapporto di amministrazione*, cit., p. 15.

¹⁰ Santosuosso, *La remunerazione degli amministratori. Nuove norme per «sanare» le cattive prassi*, cit., pp. 341 ss.

¹¹ Si tratta di una norma comparsa nell'evoluzione ordinamentale occidentale: per esempio nella stessa legislazione primaria francese (art. 227-237 del codice francese) con il divieto di inserire, per le società quotate, elementi della remunerazione non legati al rispetto di condizioni legate alle performance del beneficiario in relazione a quelle della società, o in quella tedesca (par. 87 (1) AktG), per cui il consiglio di sorveglianza fissa la remunerazione complessiva del

il concetto intorno al quale ruota a parere di chi scrive tutta la normativa che mira a rendere sane le condotte gestionali attraverso la corretta remunerazione. E va da sé che in materia finanziaria il rischio si leghi vieppiù alle esigenze della corretta (sana e prudente) gestione, in funzione «prudenziale» (vedi in tal senso già la Aifmd, art. 13, e l'Allegato 2 alla medesima; e da ultimo in modo molto chiaro il *Final Report* dell'Eba, Eba/GI/2015/22, 21 dicembre 2015 – *Final Report. Guidelines on Sound Remuneration Policies Under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/Eu and Disclosure Under 450 of Regulation Eu No 575/2013*, già nel par. *Background and Rationale*).

Nell'ottica ora illustrata è significativa la norma prevista all'art. 36 del Regolamento (politiche di remunerazione e prassi di incentivazione), che prevede che le politiche di remunerazione siano improntate ad «una sana ed efficace gestione dei rischi». Con tale disposizione si intende appunto, come manifestato dallo stesso regolatore, scoraggiare l'assunzione di rischi non coerenti con i documenti costitutivi (quelli sui profili di rischio, Regolamento, statuto o altri) dei rispettivi Fia gestiti, prediligendo politiche retributive improntate al raggiungimento dei risultati economici e in linea con la situazione patrimoniale e finanziaria del gestore e dei fondi gestiti; e in coerenza – come integrato dall'Allegato 2, in premessa – con la strategia, gli obiettivi e i valori aziendali¹², e i livelli di capitale e liquidità.

Le politiche devono essere anche in linea con la struttura organizzativa aziendale del gestore e del fondo gestito. In tal senso il criterio di proporzionalità sancito dall'art. 38 del Regolamento – peraltro sulla scorta delle Linee guida Esma (*European Securites and Market Agency*) n. 2013/232 del 3 luglio 2013 in materia di sane politiche retributive a norma della Direttiva Gefia (d'ora in poi Linee guida Esma) – è strumentale all'attuazione del principio di adeguatezza: i gestori di Fia sono tenuti invero ad applicare al proprio personale le politiche di remunerazione e incentivazione in modo proporzionale alle rispettive caratteristiche, tenuto conto della dimensione propria e quella

consiglio di gestione a un livello «appropriato», basato anche sulle performance. I criteri per determinare l'appropriatezza sono dati in particolare dai compiti di ogni singolo membro del *board*, e dalla situazione della società nel suo complesso, tenendo conto delle pari imprese. Non è ammesso eccedere la misura così stabilita se non per specifiche ragioni di compenso adeguato ai risultati dell'impresa e dell'amministratore, e normalmente legato al durevole sviluppo dell'impresa. Significativo il *Deutscher Corporate Governance Kodex* (nella versione del 5 maggio 2015), in «Federal Gazette», 13 giugno 2016, al principio 4.2.2, e lo stesso progetto del 17 marzo 2009 alla legge sulla adeguatezza del compenso del consiglio di gestione (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung = VorstAG*), entrata in vigore (salvo che per due norme) il 5 agosto 2009: «rafforzare gli incentivi nella struttura del compenso dei membri del *Vorstand* nella direzione di una durevole gestione dell'impresa, orientata a lungo termine». Nella riforma si prevede l'obbligo di correlare, nelle società quotate in borsa, allo «sviluppo durevole dell'impresa» (*nachhaltige Unternehmensentwicklung*) la struttura del compenso, con la conseguenza che le parti variabili della retribuzione dovrebbero (*sollen*) essere orientate verso criteri di calcolo pluriennale.

¹² E in piena sintonia con l'Allegato 2 alla Aifmd, par. 1.

dei Fia gestiti, avuto riguardo all'organizzazione interna e alla natura, portata e complessità della loro attività. E si dispone che i gestori svolgano un'accurata valutazione¹³ per individuare il «personale più rilevante», da intendersi – ai fini della disciplina in esame – quale categoria di soggetti la cui attività professionale abbia un elevato impatto sul profilo di rischio del Fia gestito¹⁴.

4. La remunerazione variabile. Il rapporto tra remunerazione in forma fissa e quella in forma variabile. I criteri regolamentari

Infine, si è detto della rilevanza della remunerazione variabile perché questa sia effettivamente corretta, nel senso di rispondente al principio di adeguatezza (lo stesso Allegato 2 prevede chiaramente che per «remunerazione variabile si intende ogni pagamento o beneficio che dipende dalle performance del gestore o del Fia, comunque misurata» (art. 1, comma 2): così dai risultati dei Fia gestiti o dai risultati complessivi del gestore, o da altri parametri (per esempio il periodo di permanenza). È escluso il pagamento del trattamento di fine rapporto stabilito dalla normativa generale in tema di rapporti di lavoro.

Rientrano nella remunerazione variabile, oltre ai «benefici pensionistici discrezionali», intendendo per tali quelli accordati dal gestore a una persona o a gruppi limitati di personale, su base individuale e discrezionale, esclusi

¹³ Ai sensi dell'Allegato 2 il processo valutativo «si basa su una ricognizione e una valutazione delle posizioni individuali (responsabilità, livelli gerarchici, attività svolte, deleghe operative ecc.), elementi essenziali per valutare la rilevanza di ciascun soggetto in termini di assunzione di rischi. Il processo di identificazione del «personale più rilevante» consente di graduare l'applicazione dell'intera disciplina in funzione dell'effettiva capacità delle singole figure aziendali di incidere sul profilo di rischio del gestore. Il processo di valutazione e i suoi esiti sono opportunamente motivati e formalizzati». E ancora «Per valutare la rilevanza dell'incidenza sul profilo di rischio del gestore o dei suoi fondi, è opportuno che il gestore tenga conto delle mansioni e delle responsabilità del personale; per esempio, possono esserci casi di personale che non percepisce una remunerazione complessiva elevata, ma che ha comunque un impatto rilevante sul profilo di rischio del gestore o dei fondi gestiti in forza delle particolari mansioni o responsabilità affidategli. I membri del personale amministrativo o gli addetti al supporto logistico che, data la natura delle loro mansioni, non hanno alcun collegamento con il profilo di rischio del gestore del Fia o del Fia, non dovrebbero essere considerati soggetti che assumono il rischio. Tuttavia tale esclusione si applica soltanto al personale diverso da amministratori e alta dirigenza, che devono essere inclusi tra il personale più rilevante».

¹⁴ A titolo esemplificativo ma non esaustivo, fermo restando che lo stesso Allegato 2 prevede che i gestori possano ampliare o restringere il novero della categoria del «personale più rilevante» in relazione alle caratteristiche dei Fia, possono essere ricompresi tra il «personale più rilevante»: gli amministratori, l'amministratore delegato, partner esecutivi e non; direttore generale e responsabili delle principali Linee di business, funzioni aziendali o aree geografiche; personale delle funzioni aziendali di controllo (revisione interna, conformità, gestione dei rischi e risorse umane); altri soggetti che assumono rischi elevati per il gestore o per i Fia gestiti (c.d. *risk takers*); qualsiasi soggetto la cui remunerazione totale si collochi nella stessa fascia retributiva delle categorie direttore generale e funzioni aziendali di controllo».

i diritti maturati ai sensi del sistema pensionistico adottato dall'ente per la generalità del personale, anche i c.d. *carried interests*, che rappresentano una peculiarità del mondo Gefia, vale a dire quelle parti di utile di un Fia percepite dal personale per la gestione del Fia stesso¹⁵: il meccanismo serve ovviamente ad allineare gli interessi del gestore (e del suo personale) a quelli del Fia gestito, anche se è raccomandabile (e lo fanno le Linee guida Esma) prevedere forme di *safe harbour* per evitare l'assunzione di rischi eccessivi o non bilanciati dei gestori, che possono essere interessati a massimizzare i risultati nel breve periodo¹⁶.

L'art. 40 del Regolamento riguarda il rapporto tra remunerazione in forma fissa e quella in forma variabile. La disciplina prevede che i consiglieri non esecutivi del gestore di Fia godano inderogabilmente di una remunerazione fissa, e solo eventualmente di una limitata remunerazione variabile. La medesima facoltà non è prevista per i componenti dell'organo con funzione di controllo, i quali godono esclusivamente di una remunerazione in forma fissa.

Diversamente, per ciò che concerne il personale delle funzioni aziendali di controllo, accanto a una remunerazione in forma fissa è prevista la possibilità di una remunerazione variabile, purché legata al conseguimento degli obiettivi inerenti alle funzioni svolte e, in ogni caso, del tutto indipendente dai risultati conseguiti dai settori della società soggetti al proprio controllo. Non si pone un limite preciso al rapporto (ed è una peculiarità, a nostro avviso assolutamente «sana», della remunerazione dei gestori) ma comunque la necessità di una proporzione tra la componente fissa e la componente variabile della retribuzione, che vale anche per il «personale più rilevante» (c.d. *Identified Staff*). Per tali soggetti Banca d'Italia ha statuito una serie di criteri in forza dei quali vi deve essere un bilanciamento tra la componente fissa – sufficientemente elevata – e la componente variabile – che deve essere ridotta rispetto alla fissa e, in ogni caso, proporzionale al profilo di rischio (*risk alignment*) del Fia gestito.

Se il bilanciamento appare certamente una buona regola, quella della prevalenza della remunerazione fissa presenta a nostro avviso profili di criticità: assunto che il collegamento con le performance, punto cardinale della correttezza e quindi legittimità degli accordi di remunerazione, ha certamente terreno elettivo nella remunerazione variabile, non si vede perché – anche se in via tendenziale – limitarla, e non lasciare alla valutazione caso per caso l'osservanza della norma generale¹⁷. Del resto, riteniamo giustamente, le Linee

¹⁵ Nella nozione di remunerazione non rientra invece la quota di utile pro rata attribuita al personale e derivante da eventuali investimenti nel Fia da parte del personale stesso (così sempre l'Allegato 2).

¹⁶ Su tale argomento vedi Annunziata, *La remunerazione dei gestori di Oicr nel quadro della Direttiva 2011/61/UE (c.d. Aifmd)*, cit., pp. 484 ss.

¹⁷ Osservazioni specularmente critiche a quelle avanzate nel testo, ma sempre in una pro-

guida Esma (par. 94) hanno affermato che la politica in materia di remunerazione debba essere «pienamente flessibile», sia pure alla luce di due fattori principali, risultati e rischi.

In questa chiave l'Allegato 2 prevede, con disciplina che evidenzia in modo chiaro appunto la centralità dei concetti di performance e rischio, alcuni criteri volti a bilanciare l'incidenza della parte variabile su quella fissa.

Come criteri generali si prevedono la necessità di considerare il tipo di investimento del Fia; la qualità dei sistemi di misurazione della performance e di correzione per i rischi; le mansioni e il livello gerarchico del personale; i livelli complessivi di patrimonializzazione.

Sono forniti alcuni criteri diciamo speciali (che ricalcano quelli previsti dalla Aifmd, in particolare all'Allegato 2, par. 1): *i*) la componente variabile è parametrata a indicatori di performance del gestore e dei Fia gestiti e misurata al netto dei rischi concernenti la loro operatività (*ex ante*); *ii*) la componente variabile tiene conto dei rischi generati per il gestore e per i Fia gestiti e dei loro risultati, di quelli dell'unità aziendale interessata e di quelli individuali (*ex post*); *iii*) la componente variabile si compone, almeno per il 50%, di quote o azioni del Fia gestito, partecipazioni al capitale o altri strumenti finanziari – a meno che la gestione del Fia rappresenti meno della metà del portafoglio totale gestito dal gestore (in tal caso non si applica il minimo del 50%); *iv*) la componente variabile è soggetta, per una quota almeno pari al 40%, a sistemi di pagamento differito nel tempo. Il periodo di differimento non può essere inferiore a 3-5 anni, a meno che il ciclo di vita del Fia gestito non sia inferiore, ed è ovviamente funzionale a scelte gestionali di medio-lungo periodo (medesima funzionalità, occorre segnalare, cui assolve l'istituto del *retention bonus*, ovvero la retribuzione percepita dal personale legata alla permanenza dello stesso nella struttura organizzativa del gestore, prevista tra le forme di remunerazione variabile all'Allegato 2; *v*) la componente variabile è soggetta a meccanismi di correzione successivi, idonei a riflettere i livelli di performance del gestore e del Fia al netto dei rischi effettivamente assunti.

Fermo restando quanto sopra, è importante sottolineare che secondo Banca d'Italia la parte variabile può essere corrisposta solo se sostenibile rispetto alla situazione finanziaria del gestore e dei Fia gestiti, purché ciò non limiti la capacità di mantenere un livello di patrimonializzazione adeguato agli obiettivi da perseguire e ai rischi assunti. La norma regolamentare è certamente da condividere per la miglior tutela degli interessi sociali primari, aziendali e di *shareholder value*.

Il principio *pay with performance* è a nostro avviso infine correttamente attuato altresì con riferimento ai c.d. *golden parachute* (compensi pattuiti in

spettiva di maggiore elasticità, vengono avanzate a proposito della disciplina sulle banche da A. Nigro, *La remunerazione degli amministratori e degli alti dirigenti delle banche*, in «Riv. banc.», 2013, p. 17, il quale ritiene che non può affermarsi che un sistema di remunerazione basato esclusivamente su compensi fissi deprima lo «spirito di iniziativa» degli amministratori.

vista o in occasione di conclusione anticipata del rapporto di lavoro o per la cessazione anticipata dalla carica): essi devono essere collegati ai risultati realizzati e ai rischi assunti (Allegato 2).

5. *Il principio di riequilibrio ossia della correzione della remunerazione. «Malus» e «clawback»*

Si è sopra evidenziato che la componente variabile è soggetta a meccanismi di correzione successivi, idonei a riflettere i livelli di performance del gestore e del Fia al netto dei rischi effettivamente assunti, potendo portare a una sensibile riduzione, sino al totale annullamento, della componente variabile, nel caso di risultati significativamente inferiori¹⁸.

Tale criterio *ex post*, che è preso altresì in considerazione dalle Linee guida Esmā, risponde a un altro principio generale emerso a livello di diritto societario, e affermatosi negli orientamenti internazionali sulle remunerazioni, che abbiamo evidenziato come principio di riequilibrio (endosocietario) dell'accordo sulla remunerazione: laddove si verificano abusi o eccessi (da rilevare attraverso la misurazione con le performance) la norma prevede una correzione (riduzione) della remunerazione medesima, per ricondurla ai livelli «giusti», adeguati¹⁹.

¹⁸ I meccanismi di correzione *ex post* sono due: *malus* e *clawback*. Il primo opera durante il periodo di differimento, quindi prima dell'effettivo pagamento del compenso, per effetto del quale la remunerazione variabile può ridursi in relazione ai risultati raggiunti al netto dei rischi. L'istituto del *clawback*, invece, opera successivamente al pagamento e prevede la restituzione di un compenso già versato al personale.

¹⁹ Ricordiamo gli orientamenti francesi sulle liquidazioni del top management, che devono essere proporzionate («*proportionnées*») ai servizi effettivamente resi e non costituire un carico eccessivo («*une charge excessive pour la société*»): Cass. com., 3 marzo 1987, in «Gaz. Pal.», I, 1987, pp. 264. Si segnala anche il Report del Medef, *Remuneration of Executive Corporate Officers of French sociétés anonymes. Legal and Tax Rules. Daj/Daf*, giugno 2008; e quelli sul potere di modificare la remunerazione precedentemente fissata anche ai consiglieri di sorveglianza, Cass. com., 16 luglio 1985, in «Rev. Soc.», 1985, p. 842. Vedi anche Cass. com., 10 febbraio 2009, n. 08-12564 secondo cui la decisione non potrebbe comunque avere effetto retroattivo. Gli orientamenti tedeschi relativamente al par. 87 (2) AktG, sul potere-dovere del consiglio di sorveglianza o del giudice di ridurre la remunerazione ad ammontare ragionevole laddove essa in rapporto alla società sia ingiusta. Si prevede il (a nostro avviso) potere-dovere (*soll*) di riduzione laddove la remunerazione si riveli ingiusta in modo reiterato («*Verschlechtert sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so, dass die Weitergewährung der Bezüge nach Absatz 1 unbillig für die Gesellschaft wäre, so soll der Aufsichtsrat oder im Falle des Par. 85 Absatz 3 das Gericht auf Antrag des Aufsichtsrats die Bezüge auf die angemessene Höhe herabsetzen*»). Sulla vecchia disciplina cfr. anche per riferimenti G. Spindler, in W. Goette, M. Habersack e S. Kalss (a cura di), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München, C.H. Beck, 2008, pp. 85-106. Gli ordinamenti nordamericani culminati nel Dodd Frank (*Wall Street Reform and Consumer Protection*) Act statunitense del 2011, che prescrive alle società quotate di adottare policy per rimediare a certi eccessi (basati su dati contabili errati) con i meccanismi di restituzione (*clawback*), ossia riduzione del compenso a quello che sarebbe stato normale al netto della manipolazione con una valutazione su un prezzo medio, e non di un giorno. Si

Nella disciplina che ci occupa, i meccanismi di correzione *ex post* sono, come del resto comunemente, *malus* e *clawback*. Per effetto del primo, che opera durante il periodo di differimento e quindi prima dell'effettivo pagamento del compenso, la remunerazione variabile può ridursi in relazione ai risultati raggiunti al netto dei rischi. L'istituto del *clawback*, invece, opera successivamente al pagamento e prevede, a nostro avviso non soltanto in casi di abuso o illeciti in particolare sul bilancio (come all'origine dell'istituto), la restituzione del compenso (indipendentemente se *up-front* o oggetto di differimento) o di una parte di esso già versata al personale²⁰.

6. *Il principio del «consenso» sulla remunerazione. I processi organizzativi e decisionali per la negoziazione. Il ruolo degli organi sociali. L'assemblea. L'organo con funzione di supervisione strategica. Il comitato remunerazioni*

Dagli orientamenti internazionali infine è emerso a vari livelli che l'accordo (corretto) deve essere frutto di una negoziazione (corretta laddove la società e in particolare il consiglio di amministrazione svolgano le contrattazioni libere e bilanciate tra parti indipendenti e finalizzino gli accordi retributivi a condizioni di mercato): tra *executive* e non *executive* all'interno del consiglio di amministrazione, e tra amministratore/i e gli azionisti. Il principio è recepito in campo internazionale, a livello di deliberazione assembleare, come del *say on pay* (concepito per la voce degli azionisti): la formazione dell'accordo remunerativo non è atto meramente interno al consiglio di amministrazione, che richiede il «consenso» organico degli altri amministratori, ma richiede la manifestazione «negoziale» del socio²¹.

La remunerazione deve di conseguenza passare al vaglio di una serie di procedimenti decisionali. Per le nostre società quotate le migliori pratiche richiedono l'approvazione del comitato remunerazioni, organismo elettivo

rinnova quindi il principio di *clawback* già previsto nella Sox, che si presentava palesemente inadeguato in quanto astretto a ipotesi di abuso del manager su *financial report* nei dodici mesi antecedenti (casi in cui peraltro i manager vengono condannati penalmente per frode), lasciando la discrezionalità del *recoup* agli amministratori, con potere di declinare («*and so company very rarely get the money back*»): vedi J. Fried e N. Shilon, *Recouping Excess Pay via the Dodd-Frank Clawback*, in «Riv. dir. soc.», 2012, pp. 2 ss. Segnaliamo infine che il principio ora illustrato è stato recepito a vari livelli regolatori, da ultimo dal *Final Report* dell'Eba (Eba/GL/2015/22, 21 dicembre 2015 – *Final Report. Guidelines on Sound Remuneration Policies Under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/Eu and Disclosure Under 450 of Regulation Eu No 575/2013*), come «risk adjustment» (vedi par. 15.7).

²⁰ Una interessante indagine anche comparatistica in C. Di Noja e M. Milič, *Le novità del Codice di autodisciplina in tema di remunerazioni. Indennità e «clawback clause»*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2, 2014, pp. 373 ss.

²¹ Cfr. H. Fleischer e D. Bedkowski, «*Say on Pay*» im deutschen Aktienrecht. Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach Par. 120 Abs. 4 AktG, in «Aktiengesellschaft», 2009, pp. 677 ss.

primario nella materia, e ancora del comitato sulle parti correlate, e infine del consiglio di amministrazione. Inoltre, sia pure nell'ambito di una politica sulla remunerazione, contenuta in una relazione, centrale è l'accettazione da parte dell'assemblea degli azionisti, in quanto la decisione sui compensi coinvolge l'assetto economico-finanziario e quindi l'interesse sociale, toccando obiettivi e rischio di impresa.

In questa linea, per quanto concerne il ruolo degli organi sociali, l'art. 37 del Regolamento innanzitutto introduce una distinzione tra il ruolo dell'assemblea dei soci, che approva la politica di remunerazione e di incentivazione (nei casi stabiliti dall'Allegato 2, art. 5.1: a favore degli organi con funzione di supervisione, gestione e controllo e del personale), e i piani basati su strumenti finanziari; e il ruolo dell'organo con funzione di supervisione strategica, che elabora e riesamina la suddetta politica di remunerazione e di incentivazione.

Quanto al primo, l'approvazione da parte dell'assemblea è volta – come chiarito nell'Allegato 2 – «ad accrescere il grado di consapevolezza e il monitoraggio degli azionisti in merito ai costi complessivi, ai benefici e ai rischi del sistema di remunerazione e incentivazione prescelto». L'assemblea approva la politica di remunerazione sulla base di una dettagliata informativa che le viene messa a disposizione al fine di comprendere le finalità e le modalità di attuazione delle politiche di remunerazione e incentivazione (assicurandole inoltre un'informativa almeno annuale sulle modalità con cui sono state attuate le politiche di remunerazione e incentivazione – c.d. «informativa *ex post*» – disaggregate per ruoli e funzioni).

Quanto al secondo, l'Allegato 2 chiarisce che viene demandato all'organo con funzione di supervisione strategica il compito di definire i sistemi di remunerazione e incentivazione dei dipendenti rientranti nella nozione di «personale più rilevante». Inoltre, è compito dello stesso organo assicurare che detti sistemi siano coerenti con le scelte complessive del gestore, in termini di assunzione dei rischi, strategie, obiettivi a lungo termine e assetto di governo societario.

Il comitato remunerazioni trova la sua disciplina nell'art. 39, che introduce l'obbligo appunto di istituire tale comitato all'interno dell'organo con funzione di supervisione strategica, nel caso in cui il gestore o il Fia stesso assumano dimensioni significative, ovvero svolgano un'attività complessa e di ampia portata. Ai fini dell'individuazione delle ipotesi in cui si rende necessario istituire il comitato remunerazioni, l'Allegato 2 rimanda direttamente ai parr. 54²² e 55²³ delle Linee guida dell'Esma, che, va notato, si ispirano al principio di proporzionalità.

²² Fatto salvo il paragrafo precedente, gli elementi specifici (non esaustivi) di cui tenere conto per decidere se istituire o no un comitato per le remunerazioni sono: *a)* se il Gefia è quotato in borsa o no; *b)* la struttura giuridica del Gefia; *c)* il numero di dipendenti del Gefia; *d)* le attività gestite dal Gefia; *e)* se il Gefia è anche una società di gestione di Oicvm; *f)* la prestazione dei servizi di cui all'art. 6, par. 4, della Direttiva Gefia.

²³ Tenendo conto dei principi di cui sopra e di tutte le circostanze del caso, si forniscono

Per i gestori di Fia che non godono delle caratteristiche dimensionali o strutturali tali da giustificare l'istituzione del comitato remunerazioni, i compiti di quest'ultimo vengono svolti dall'organo con funzione di supervisione strategica con il contributo dei consiglieri indipendenti. In ogni caso, l'istituzione del comitato remunerazioni nei gestori di dimensioni ridotte viene considerata una buona prassi dallo stesso Allegato 2.

Il comitato remunerazioni è istituito noto (e già raccomandato in materia: così l'Aifmd, Allegato 2, par. 3), e svolge una funzione sempre più rilevante nella prassi. Si compone di soli consiglieri non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti. Al comitato partecipano, normalmente, i dirigenti che ricoprono funzioni di *compliance*, di *risk management* e di *internal audit*, in quanto tali funzioni sono tutte complementari alla definizione e al controllo delle politiche di remunerazione. La composizione del comitato è tale da consentire di esprimere un giudizio qualificato e indipendente sulle politiche di remunerazione e incentivazione del gestore.

Per ciò che concerne i compiti del comitato remunerazioni, essi sono dettagliatamente riportati in un elenco presente nell'Allegato 2, e possono essere ricondotti a due macro aree: *i)* studio, elaborazione e proposta della politica di remunerazione; *ii)* gestione e corretta applicazione (monitoraggio) della stessa²⁴.

di seguito esempi di Gefia che potrebbero non essere tenuti a istituire un comitato per le remunerazioni: *a)* i Gefia che gestiscono Fia con portafogli il cui valore non è superiore a 1,25 miliardi di euro e che non hanno più di 50 dipendenti, compresi quelli che si occupano della gestione di Oicvm e della prestazione dei servizi di cui all'art. 6, par. 4, della Direttiva Gefia; *b)* i Gefia che fanno parte di gruppi bancari, assicurativi o di investimento o di conglomerati finanziari nell'ambito dei quali un soggetto è tenuto a istituire un comitato per le remunerazioni che adempia i propri compiti e obblighi per l'intero gruppo, purché le norme che disciplinano la composizione, il ruolo e le competenze di tale comitato siano equivalenti a quelle previste dai presenti orientamenti e il comitato per le remunerazioni esistente assuma la responsabilità di verificare la conformità del Gefia alle norme previste dai presenti orientamenti.

²⁴ «Il comitato remunerazioni: 1. ha compiti di proposta in materia di compensi del personale i cui sistemi di remunerazione e incentivazione siano decisi dall'organo con funzione di supervisione strategica, secondo quanto previsto dal presente par.; 2. ha compiti consultivi in materia di determinazione dei criteri per i compensi del personale più rilevante; 3. vigila direttamente sulla corretta applicazione delle regole relative alla remunerazione dei responsabili delle funzioni di controllo interno, in stretto raccordo con l'organo con funzione di controllo; 4. cura la preparazione della documentazione da sottoporre all'organo con funzione di supervisione strategica per le relative decisioni; 5. collabora con gli altri comitati interni all'organo con funzione di supervisione, in particolare con il comitato rischi, ove presente; 6. assicura il coinvolgimento delle funzioni aziendali competenti nel processo di elaborazione e controllo delle politiche e prassi di remunerazione; 7. si esprime, anche avvalendosi delle informazioni ricevute dalle funzioni aziendali competenti, sul raggiungimento degli obiettivi di performance cui sono legati i piani di incentivazione e sull'accertamento delle altre condizioni poste per l'erogazione dei compensi; 8. riesamina formalmente una serie di ipotesi per verificare come il sistema di remunerazione reagirà a eventi futuri, esterni e interni, e sottoporlo anche a test retrospettivi; 9. riesamina la nomina di consulenti esterni per le remunerazioni che la funzione di supervisione strategica può decidere di impiegare per ottenere pareri o sostegno; 10. dedica

7. *Recenti orientamenti comunitari sulle politiche di remunerazione e incentivazione dei gestori. Direttive Ucits. La consultazione Esma e le politiche retributive. Politiche di remunerazione delle società di gestione appartenenti a gruppi di società. La posizione di Assogestioni*

Il Parlamento europeo ha, come è noto, emanato la Direttiva 2014/91/UE del 23 luglio 2014 (c.d. «Ucits V»), che, tra le varie innovazioni, recando alcune modifiche alla Direttiva Ucits IV²⁵, applica a taluni Oicvm (Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari) principi analoghi a quelli definiti dalla Aifmd sui gestori di Fia e volti a instaurare regimi retributivi ispirati alla sana gestione e al controllo dell'assunzione dei rischi.

Il suddetto intervento si pone, è vero, in linea di continuità con le innovazioni apportate dalla normativa Aifmd²⁶ e dalla normativa Crd IV, inerente all'accesso «all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento»²⁷. Ma proprio al fine di un coordinamento tra la Ucits V e la precedente normativa Aifmd, l'Esma adotta

particolare attenzione alla valutazione dei meccanismi adottati per garantire che il sistema di remunerazione e incentivazione: a) tenga adeguatamente conto di tutti i tipi di rischi, dei livelli di liquidità e delle attività gestite, b) sia compatibile con la strategia aziendale, gli obiettivi, i valori e gli interessi del gestore e dei fondi che gestisce e degli investitori di tali fondi; 11. fornisce adeguato riscontro sull'attività da esso svolta agli organi aziendali, compresa l'assemblea; 12. per svolgere in modo efficace e responsabile i propri compiti, ha accesso alle informazioni aziendali a tal fine rilevanti».

²⁵ Direttiva 2009/65/UE in materia di «organismi di investimento collettivo in valori mobiliari».

²⁶ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio «sui gestori di fondi di investimento alternativi».

²⁷ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 «sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la Direttiva 2002/87/CE e abroga le Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE». Su di essa vedi C. Amatucci e G. Mollo, *La remunerazione degli amministratori di banche e imprese di investimento*, in «Analisi giuridica dell'economia», 2, 2014, pp. 453 ss. ove interessanti considerazioni anche sul ruolo delle Autorità di vigilanza in fase di formazione e attuazione delle politiche di remunerazione. Sempre per il settore bancario annotiamo che la Direzione generale giustizia della Commissione europea ha recentemente pubblicato un questionario relativo all'applicazione della disciplina Crd IV in materia di politiche di remunerazione. Secondo quanto previsto dall'art. 161(2) della Crd IV, infatti, la Commissione è incaricata di presentare, in stretta collaborazione con l'Eba, entro il 30 giugno 2016 una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio, corredandola, se opportuno, di una proposta legislativa, sulle disposizioni Crd IV e Crr in materia di remunerazione. Il sondaggio pubblicato dalla Commissione è volto dunque a raccogliere informazioni e punti di vista degli *stakeholders* sull'efficacia ed efficienza delle norme in materia di remunerazione. Più nel dettaglio, la Commissione è chiamata anche a valutare gli effetti del rispetto delle disposizioni della Crd IV che fissano il limite al rapporto tra componente variabile e fissa della remunerazione in 1:1 (o 2:1 con approvazione degli azionisti) ai sensi dell'art. 94, comma 1, lett. g) della direttiva (c.d. *bonus cap*) sulla competitività e stabilità finanziaria delle società nonché su eventuali membri del personale che lavorano effettivamente e fisicamente in filiazioni stabilite all'esterno dello Spazio economico europeo di enti imprese madri stabilite all'interno del Sec.

Linee guida sull'applicazione e il recepimento delle diverse direttive europee in tema di politiche retributive²⁸.

Il 23 luglio 2015 l'Esma ha pubblicato un documento di consultazione rivolto – ex art. 14-*bis* della Direttiva Ucits IV, così come modificato dalla recente Direttiva Ucits V – alle «autorità competenti e/o ai partecipanti ai mercati finanziari», contenente lo schema definitivo degli orientamenti per sane politiche di remunerazione, ai sensi della Direttiva 2011/61/UE (Aifmd) e della Direttiva 2014/91/UE (c.d. Ucits V). Il documento è stato pubblicato nella sua versione finale il 31 marzo 2016.

In particolare l'Autorità, attenendosi a quanto disposto dall'art. 14-*bis*²⁹, ha redatto il documento di consultazione rispettando alcune direttrici: tra esse qui sottolineiamo in particolare la necessità di tenere in considerazione i principi riguardanti sane politiche retributive, stabiliti nella raccomandazione 2009/384/CE della Commissione europea; di rispettare il criterio – che affiora come norma assolutamente inderogabile per entrambe le politiche di remunerazione e incentivazione introdotte dal legislatore europeo – di proporzionalità (rilevando quindi, come sopra illustrato, le dimensioni delle società di gestione e degli Oicvm che gestiscono, della loro organizzazione interna e della natura, della portata e della complessità delle loro attività); di collaborare strettamente con l'Autorità europea di vigilanza (Abe) al fine

²⁸ Art. 1, par. 1, n. 2, Direttiva 2014/91/UE (Ucits V): «Ai sensi dell'art. 16 del Regolamento (UE) n. 1095/2010, l'Esma emana orientamenti indirizzati alle autorità competenti e/o ai partecipanti ai mercati finanziari in merito alle persone di cui al par. 3 del presente articolo e all'applicazione dei principi di cui all'art. 14-*ter*».

²⁹ Art. 14-*bis* Direttiva 2009/65/UE (Ucits IV) «1. Gli Stati membri impongono alle società di gestione di elaborare e applicare politiche e prassi retributive che riflettano e promuovano una gestione sana ed efficace del rischio, che non incoraggino un'assunzione di rischi non coerente con i profili di rischio, i Regolamenti o gli atti costitutivi degli Oicvm che gestiscono né pregiudichino il rispetto dell'obbligo della società di gestione di agire nel migliore interesse dell'Oicvm. 2. Le politiche e prassi retributive comprendono le componenti fisse e variabili delle retribuzioni e i benefici pensionistici discrezionali. 3. Le politiche e le prassi retributive si applicano a tali categorie di personale, tra cui l'alta dirigenza, i soggetti che assumono il rischio, il personale che svolge funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una retribuzione complessiva che lo collochi nella stessa fascia retributiva dell'alta dirigenza e dei soggetti che assumono il rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sui profili di rischio delle società di gestione o degli Oicvm che gestiscono. 4. Ai sensi dell'art. 16 del Regolamento (UE) n. 1095/2010, l'Esma emana orientamenti indirizzati alle autorità competenti e/o ai partecipanti ai mercati finanziari in merito alle persone di cui al par. 3 del presente articolo e all'applicazione dei principi di cui all'art. 14-*ter*. Gli orientamenti tengono conto dei principi riguardanti sane politiche retributive, stabiliti nella raccomandazione 2009/384/CE della Commissione, delle dimensioni delle società di gestione e degli Oicvm che gestiscono, della loro organizzazione interna e della natura, della portata e della complessità delle loro attività. In sede di elaborazione di tali orientamenti, l'Esma collabora strettamente con l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) («Abe»), istituita dal Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio al fine di assicurare l'uniformità rispetto agli obblighi introdotti in altri settori dei servizi finanziari, in particolare gli enti creditizi e le imprese di investimento».

di assicurare l'uniformità rispetto agli obblighi introdotti in altri settori dei servizi finanziari, in particolare gli enti creditizi e le imprese di investimento³⁰.

Una particolare attenzione merita la disciplina delle remunerazioni applicabili alle società di gestione che appartengono a un gruppo. Il documento redatto dall'Esma, riproponendo il contenuto delle Linee guida individuate per i gestori di Fia sopraccitate³¹, richiama espressamente le norme contenute nella succitata Direttiva 2013/36/UE (Crd IV)³², la quale prevede che l'applicazione delle regole sulla retribuzione a livello di gruppo deve essere assicurata dalle autorità competenti a tutti i livelli, non solo nei confronti della capogruppo, ma altresì di tutte le controllate. Inoltre gli specifici requisiti del regime di remunerazione della Direttiva Crd IV, non esplicitamente inclusi nelle legislazioni settoriali introdotte dalla direttiva Aifmd e dalla Direttiva Ucits V, dovrebbero essere applicati (se non altro analogicamente) anche a una parte del personale (c.d. «personale rilevante») delle controllate dei gestori di Fia e Oicvm. Sul punto del resto lo stesso *Final Report* dell'Eba sopra citato al par. 3 (Eba/GI/2015/22, 21 dicembre 2015 – *Final Report. Guidelines on Sound Remuneration Policies Under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/EU and Disclosure Under 450 of Regulation EU No 575/2013*) recante «Linee guida» per sane politiche di remunerazione ai sensi della Crd IV, ove, confermando l'approccio proposto nel *Consultation Paper* pubblicato lo scorso marzo (Eba/Cp/2015/03), si prevede l'applicazione della disciplina Crd IV (ivi compreso il limite al rapporto tra remunerazione fissa e variabile) al personale di Sgr appartenenti a gruppi bancari che rientrano nell'ambito di consolidamento le cui attività professionali abbiano un impatto significativo sul profilo di rischio del gruppo (cfr. parr. 18-19, Sezione 2, par. 68 e Sezione 3, par. 79).

In fase di consultazione sul documento Esma sono state sollevate critiche in merito alle ora citate previsioni sui gruppi, lasciate sostanzialmente inalterate nella versione finale. Qui interessa segnalare la posizione assunta da Assogestioni, la quale, pur non escludendo che i gestori di Fia e di Oicvm

³⁰ Cfr. il Considerando 9 della Direttiva Ucits V.

³¹ L'Esma, nella redazione del documento di consultazione, ha operato copiosi rinvii alle Linee guida da essa redatte sulle politiche retributive dei gestori di Fia. A riprova di ciò, si evidenzia come la definizione di «funzione di sorveglianza», non presente né nella Direttiva Aifmd, né nella successiva Direttiva Ucits V, viene mutata da quella individuata proprio dall'Esma negli orientamenti sulle politiche retributive dei Gefia. Di conseguenza, con «funzione di sorveglianza» deve intendersi «the relevant persons or body or bodies responsible for the supervision of the management company's senior management and for the assessment and periodical review of the adequacy and effectiveness of the risk management process and of the policies, arrangements and procedures put in place to comply with the obligations under the Ucits Directive. For those management companies that, given their size, internal organisation and the nature, scope and complexity of their activities or their legal structure, do not have a separate supervisory function, the supervisory function should be understood as the member or members of the management body responsible for these function».

³² Vedi *supra* nt. 27.

adottino politiche di remunerazione di gruppo redatte dalla capogruppo, ha sottolineato che non soltanto non sussiste alcun espresso richiamo legislativo all'analogia, e anzi che determinate disposizioni della Direttiva Crd IV si pongono in palese conflitto con le Direttive Aifmd e Ucits V, ma soprattutto – e sono le argomentazioni a nostro avviso assorbenti e da condividere – la necessità di politiche di remunerazione di gruppo complessivamente coerenti, e quindi l'inderogabilità della più adeguata considerazione delle caratteristiche specifiche di ciascuna impresa, applicando se del caso alle società controllate (ex Aifmd e Ucits) da istituti bancari (ex Crd) le rispettive specifiche («altamente settorializzate») normative³³.

³³ Si rileva infatti come tra gli enti di credito e gli enti di gestione del risparmio corrano (potremmo dire tipologiche) differenze con riferimento all'attività svolta, in merito alle prospettive del rischio in particolare; e che gli istituti di credito che assumono un rischio operativo diretto si differenziano dalle società di gestione di Fia o Oicvm, che, dovendo amministrare un patrimonio «esterno» e non dovendo svolgere attività speculativa, godono di un profilo di rischio più limitato.

ria della gestione collettiva del risparmio è per sua natura
a continue innovazioni tecniche e finanziarie; ed è, per sua
anche un punto di osservazione privilegiato dei meccanismi di
amento del mercato e dell'anelito dei Regolatori ad intervenire per
arli nell'ottica di una maggiore tutela degli investitori. Negli ultimi
panorama disciplinare nel quale si muove la gestione collettiva del
io è mutato radicalmente sotto la spinta dell'incessante evoluzione
ormativa comunitaria, incardinata sui due bastioni della direttiva
55/CE (c.d. Ucits) e della direttiva 2011/61/UE (c.d. Aifmd). La
ione normativa europea ha determinato una rilevante modificazione
ordinate disciplinari domestiche. Si consideri, così, il d.lgs 4 marzo
n. 44 di recepimento della Aifmd e di applicazione dei regolamenti
i Euveca ed Eusef nonché il d.lgs 18 aprile 2016, n. 71 di
mento della direttiva 2014/65/UE (c.d. Ucits V) i quali hanno inciso
ra assai significativa sulla conformazione delle disposizioni in
a di gestione collettiva del risparmio contenute nel d.lgs 24 febbraio
n. 58 (Tuf) e della relativa regolamentazione secondaria di
one. Il volume, che raccoglie contributi di docenti, di esponenti delle
à di Vigilanza e di rappresentanti delle principali istituzioni nazionali
opee intorno ai tre assi tematici della gestione collettiva del
mio – soggetti, oggetto e vicende patologiche dell'organizzazione o
trimonio –, si propone non solo di descrivere i principali aspetti
matici e operativi della nuova disciplina, ma anche e, soprattutto, di
ziarne gli aspetti problematici e così porre le basi per eventuali
correttive da intraprendere a livello normativo.

ARTA D'APICE è direttore del settore legale di Assogestioni. Con il Mulino
bblicato «L'attuazione della Mifid in Italia» (2010).