

UCITS DIRECTIVE: DIPENDENTI E AMMINISTRATORI DELLA SGR DOVREBBERO ESSERE CONSIDERATI RISK TAKERS

La regolamentazione
introdotta dalla
UCITS Directive sulla
governance relativa
alle remunerazioni e sui
limiti ai bonus in chiave
CRD IV.

ITALIAN GOLDFINGER

Lo studio mensile delle
principali operazioni di
Debt Capital Markets



L'ESPERTO LEGALE

DI DECIO MORGESE

UCITS Directive: dipendenti e amministratori della SGR dovrebbero essere considerati risk takers

La regolamentazione introdotta dalla UCITS Directive sulla governance relativa alle remunerazioni e sui limiti ai bonus in chiave CRD IV.



La CRD IV prima, l'AIFMD successivamente ed ora, infine, la UCITS costituiscono le tappe di un programma di riforme mirato a porre limiti alla tendenza alla eccessiva generazione di rischi tipica del periodo che va dalla fine del millennio precedente fino all'esplosione delle crisi che hanno funestato gli anni successivi al 2007.

Immaginare che la crisi dei *subprime* e tutti i successivi arretramenti dell'economia che l'hanno seguita siano frutto solo dello scarso controllo dei rischi generati da *banker* avidi è probabilmente eccessivo. Conseguentemente sarebbe probabilmente ingenuo ritenere che la *governance* dei rischi sia oggi la panacea di tutti i mali del passato.

Tuttavia, è bene ricordare che, quantomeno in termini culturali, le aziende impegnate nel settore bancario e finanziario erano in quegli anni fortemente orientate all'ottenimento del massimo risultato economico in un'ottica di breve periodo. La ricerca della stabilità e della sostenibilità del modello di business, pur affermata in chiave teorica, non è stata un pilastro fondante delle strategie commerciali delle banche d'affari e di quelle *retail* nella fino al 2007.

Che vi fossero a quell'epoca manager orientati unicamente all'ottenimento di risultati strabilianti in grado di garantire bonus stellari, nel totale disinteresse di quel che sarebbe accaduto magari anche solo pochi mesi dopo la percezione del bonus è un dato noto. La inesistente percezione del domani trova la sua manifestazione più lampante nel caso Madoff. Quel che rileva in quel caso non è tanto la truffa in sé perpetrata da Madoff, quanto la totale assenza di controlli da parte di tutte le banche ed i soggetti istituzionali coinvolti di fronte a flussi di denaro cospicui.

Che vi fosse una relazione tra gli *high short term profits* pervicacemente ricercati dagli operatori del mercato a tutti i livelli, i bonus conseguenti ed i rischi generati è un dato affermato con chiarezza già nel 2009 dal *Financial Stability Forum*.

La logica imperante di pagare remunerazioni variabili altissime a chi assicurava *performance* economiche di alto livello, senza alcun riguardo per l'entità dei rischi generati ed i costi ad essi associati, innescò una spirale perversa che lasciò le banche con risorse insufficienti ad affrontare le perdite conseguenti e mise a rischio i fonda-



menti del sistema finanziario.

Tutto ciò è un dato oramai acquisito. La necessità di assicurare la gestione dei rischi anche attraverso le modalità con cui viene remunerato chi genera rischi è passata dall'essere considerata l'espressione di un'utopia per anime belle ad un preciso precetto la cui declinazione, non solo è necessaria dal punto di vista aziendale, ma è anche imposta dal quadro regolamentare.

La serie di direttive citate in apertura costituisce il punto più rilevante della riforma tesa a introdurre nel lessico delle strategie aziendali degli attori dei mercati finanziari parole come "prudenza", "sostenibilità" e "visione

di lungo periodo".

Ovviamente, le considerazioni fin qui svolte valgono in buona sostanza per tutti gli attori del mercato bancario e finanziario; tuttavia, da qui in avanti sarà bene concentrare l'attenzione sulla Direttiva UCITS e la Direttiva AIFMD, senza con ciò voler tralasciare completamente i principi generali elaborati con la CRD IV e altri corpi normativi.

Al fine di comprendere meglio le ricadute della riforma nella vita quotidiana di chi opera in questo settore è utile fare un rapido *excursus* sugli strumenti messi a disposizione per la ge-

stione delle remunerazioni ai fini del contenimento strutturale dei rischi.

L'intervento del legislatore europeo è declinato su tre aree specifiche:

- l'integrazione della (corporate) *governance* con i temi relativi alla remunerazione;
- le prescrizioni ed i limiti specifici alle remunerazioni;
- i poteri delle autorità di controllo.

L'ultimo punto è verosimilmente meno interessante ai fini delle riflessioni qui svolte e verrà, quindi, tralasciato.

Per quel che concerne le modifiche alla *governance* è interessante notare che la riforma sulle remunerazioni ha introdotto sia norme di principio

attraverso le quali impone ai soggetti vigilati di condurre tra le valutazioni strategiche quelle relative ai rischi ed alla gestione degli stessi attraverso la leva della politica retributiva, sia un sistema di procedure ed organi ad hoc destinati ad essere il luogo di elaborazione delle strategie stesse e di applicazione dei suddetti principî.

Le novità in termini di *governance* consistono principalmente:

1. nell'obbligo di elaborazione ed adozione di politiche retributive, vale a dire di un corpo di norme che descriva i principî cui si dovrà attenere la società nel decidere i livelli retributivi del personale, sia per quel che riguarda la componente fissa che per la componente variabile;
2. nell'obbligo di allineamento delle politiche retributive con le politiche di rischio, la strategia aziendale, gli obiettivi dei fondi gestiti e degli investitori;
3. nell'obbligo di revisione annuale delle politiche retributive e di controllo di dettaglio sull'applicazione delle stesse;
4. nell'obbligo di istituzione di un comitato remunerazioni per SGR "significative" con raccomandazione, tuttavia, di considerarne l'istituzione una questione di *good practice*;

Più interessanti sono le norme che stabiliscono i confini per i gestori nel decidere le remunerazioni.

Prima di tutto è bene ricordare che, ovviamente, non tutti i dipendenti di un gestore sono soggetti al corpo normativo in esame e, tra quelli che lo sono, non tutti lo sono allo stesso modo. La categoria con cui fare i conti è quella dei cosiddetti *risk takers*, che di fatto è costituita dall'insieme dei soggetti persone fisiche le quali generano posizioni di rischio potenzialmente in grado di mettere a rischio gli investimenti effettuati dai clienti o la stabilità patrimoniale della SGR.

Al momento sembra che, per la maniera in cui è costruita la categoria, sia necessario procedere per esclusione, più che attraverso un chiaro criterio di inclusione.

In altri termini, secondo l'attuale costruzione della disciplina, tutti i dipendenti e gli amministratori della SGR dovrebbero essere considerati *risk takers*, tranne quei pochi che, non partecipando in alcun modo al processo industriale primario, svolgono ruoli meramente accessori.

Tra i *risk takers*, ovviamente, andranno poi operate distinzioni tra chi svolge funzioni operative e chi svolge funzioni di controllo.

Le remunerazioni di questi ultimi dovranno essere parametrize alla misura della loro performance tipica - vale a dire qualità e quantità dei controlli - e non ai risultati in termini di profitto della SGR o dei fondi.

Venendo agli strumenti messi a disposizione della *governance*, uno degli esempi più interessanti è il ricorso al *dogfooding*. Con questa espressione si fa riferimento alla *commercial* di una nota marca americana di cibo per cani degli anni '70 in cui l'attore (Lorne Greene) decantava le qualità del prodotto in modo così convincente da dare l'impressione di averlo degustato in prima persona. Da lì la locuzione *eat your own dogfood* è diventata l'espressione della legge di marketing per la quale l'utilizzo di un dato bene da parte di chi lo offre è la prima garanzia della sua bontà e, quindi, di un reale allineamento tra gli interessi del cliente e quelli del produttore.

Il legislatore europeo, quindi, con

il chiaro intento di "allineare" gli interessi degli investitori e quelli dei *risk takers* ha pensato bene di ricorrere all'*eat your own dogfood* in chiave preventiva, imponendo l'utilizzo di quote dei fondi gestiti per il pagamento di almeno la metà della componente variabile della remunerazione.

Ovviamente, questa parte della remunerazione non potrà essere alienata dai *risk takers* per un periodo di tempo sufficiente a garantire un effettivo allineamento con gli interessi (ed i rischi) degli investitori.

Gli altri presidi miranti ad evitare gestioni allegre dei rischi a discapito della redditività nel tempo degli investimenti e della stabilità patrimoniale dei gestori consistono in strumenti che consentono di diluire nel tempo la remunerazione variabile, in modo da consentire di sospendere l'erogazione o, addirittura chiederne la restituzione nel caso in cui le posizioni di rischio generate manifestino nel tempo i loro effetti.

Parliamo qui di meccanismi quali il *clawback* o il *vesting* di strumenti quali le *stock option* i quali consentono di verificare su un periodo di tempo lungo che eventuali scelte aziendali fatte nel passato non nascondano violazioni di *risk policies* non rilevate al momento iniziale.

La percentuale minima di retribuzione variabile che deve essere differita non è inferiore al 40%.

Non solo cattive notizie, tuttavia, per chi lavora nel settore del risparmio gestito. Contrariamente a quanto avviene per le banche per i dipendenti delle quali il bonus non può eccedere il 200% della retribuzione fissa, nel caso dei fondi, il legislatore non ha messo alcun tetto.

La seconda buona notizia è che, proprio perché la retribuzione variabile deve poter essere considerata *realmente* variabile, la parte della fissa della retribuzione deve essere comunque portata ad un livello tale da consentire il sostentamento individuale dei *risk takers* e, quindi, la effettiva possibilità di ridurre il fisso nel caso in cui gli eventi lo impongano.

* Avvocato Decio Morgese, partner dello Studio LMCR / La Torre Morgese Cesàro Rio

