



Osservatorio sull'Analisi di Impatto della Regolazione

MARIANGELA BENEDETTI

# L'AIR nella Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)

settembre 2009

## INDICE<sup>1</sup>

1.	L'influsso del contesto internazionale.....	3
	<i>Le istituzioni comunitarie</i> .....	3
	<i>Influsso organismi internazionali</i> .....	6
	<i>Le esperienze condotte negli altri Paesi</i> .....	8
2.	Gli aspetti normativi .....	11
3.	Il processo di introduzione dell'AIR .....	13
4.	L'esperienza realizzata .....	14
5.	Le prospettive .....	16

---

<sup>1</sup> Il documento è soggetto a licenza Creative Commons Attribuzione-Non commerciale-Non opere derivate 2.5.

**Citare questo documento come:** M. Benedetti, *L'AIR nella Commissione Nazionale per le società e la borsa*, Osservatorio sull'Analisi di Impatto della Regolazione, [www.osservatorioair.it](http://www.osservatorioair.it), settembre 2009.

## 1. L'influsso del contesto internazionale

### *Le istituzioni comunitarie*

In materia finanziaria, esplicito riferimento all'analisi di impatto della regolazione è effettuato dalla Direttiva 2004/39/CE avente ad oggetto la disciplina della prestazione dei servizi e delle attività d'investimento e di funzionamento dei mercati finanziari (di seguito, Direttiva MiFID dall'acronimo inglese che sta per *Markets in Financial Instruments Directive*).

La direttiva rientra nel Piano d'azione degli strumenti finanziari (di seguito FSAP dall'inglese *Financial Services Action Plan*<sup>2</sup>) adottato dalla Commissione Europea nel maggio 1999. In vigore dal 1° novembre 2007, il MiFID ha provveduto ad una complessiva ridefinizione del settore finanziario riconoscendo, tra gli altri, maggiori spazi di autonomia gestionale agli operatori del settore allo scopo di diminuire i costi della regolamentazione e rendere le misure organizzative proporzionali agli obiettivi di tutela dell'interesse pubblico.

In questa prospettiva, la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), in qualità di autorità di regolazione italiana del settore finanziario, è chiamata a compartecipare, assieme alle altre Autorità nazionali, al processo regolamentare comunitario.

Anche tale processo regolamentare è stato oggetto di una approfondita riforma che ha provveduto a delineare una nuova procedura per l'elaborazione, l'approvazione e l'applicazione di regole comuni in materia di vigilanza finanziaria. Tramite tale procedura, adottata con la Risoluzione del Consiglio Europeo di Stoccolma nel marzo 2001 e denominata "procedura Lamfalussy" o "procedura di comitologia", il sistema delle fonti del diritto dei mercati finanziari si è, da un lato, spostato verso il sistema comunitario, e,

---

<sup>2</sup> Il Financial Services Action Plan è un insieme di 42 Direttive finalizzate alla creazione di un mercato europeo dei capitali integrato, in grado di rivaleggiare con quelli statunitensi per profondità, liquidità e flessibilità, e la Direttiva MiFID è certamente quella di maggiore impatto.

dall'altro lato, parcellizzato tra tutti gli attori coinvolti ponendo particolare attenzione alle autorità nazionali di settore strutturate in Comitati.

Nel dettaglio, la “procedura Lamfalussy”, che nasce dalle disposizioni del “Comitato dei Saggi” presieduto dal Barone Alexandre Lamfalussy, è basata su un approccio legislativo che si articola in 4 livelli.

Al livello 1, la Commissione Europea definisce le regole chiave e i principi base della nuova normativa che vengono adottati mediante una “procedura di codecisione” che coinvolge sia il Parlamento Europeo, sia il Consiglio Europeo. La legislazione di livello 2 contiene le misure tecniche necessarie per rendere operativi i principi posti a livello 1. Tali misure tecniche vengono adottate dalla Commissione Europea attraverso specifici provvedimenti, con l’approvazione dei rappresentanti governativi dei singoli Stati Membri dell’Unione Europea (ESC - *European Securities Committee*).

Le misure tecniche di livello 2 sono, invece, predisposte dalla Commissione Europea, con il supporto dei lavori di un “Comitato di livello 3”, composto dai rappresentanti delle Autorità di Vigilanza degli Stati membri dell’Unione Europea (CESR - *Committee of European Securities Regulators*), che a sua volta si deve consultare con gli operatori del mercato finanziario. Il “Comitato di livello 3”, inoltre, si deve adoperare per garantire la convergenza della supervisione da parte degli Stati Membri e per definire la “*best practice*”. Pertanto, il CESR può adottare sia linee guida non vincolanti al fine di facilitare l’applicazione coerente e uniforme del livello 1 e del livello 2, sia standard comuni su materie non coperte dalla direttiva se compatibili con i livelli 1 e 2. Infine, al livello 4, la Commissione Europea verifica l’effettiva conformità degli Stati membri alla legislazione comunitaria e si attiva affinché questa venga effettivamente adottata.

La “procedura Lamfalussy” ha avuto un ruolo pionieristico nell’introdurre e applicare rigorosamente i principi di *better regulation* sanciti nel Libro bianco sulla

politica dei servizi finanziari<sup>3</sup> tra i quali: l'approccio *bottom-up* nell'assunzione delle decisioni, l'apertura delle consultazioni, l'adozione dell'analisi dell'impatto della regolazione, il pieno coinvolgimento sin dall'inizio degli operatori del mercato, delle associazioni dei consumatori e delle autorità nazionali di regolamentazione.

In particolare, la valutazione dell'impatto regolatorio viene riconosciuto come strumento essenziale, sia per valutare la necessità della misura che si intende assumere, sia per garantirne la qualità. A tal fine, tutta la legislazione di livello 1 della "procedura Lamfalussy" – quello cioè interessato all'emanazione di principi quadro sotto forma di direttive o regolamenti – è attualmente oggetto di una valutazione d'impatto da parte della Commissione. Tale analisi, che garantisce la consultazione aperta e trasparente di tutti gli *stakeholders*, deve prestare particolare attenzione, inserendolo tra i propri parametri di valutazione, all'impatto sulla concorrenza, principio fondante dell'Unione stessa<sup>4</sup>.

Per le misure inerenti il secondo livello (quelle di dettaglio perché di attuazione dei principi fissati dalla regolazione di primo livello), invece, la "procedura Lamfalussy" non prevede un esplicito obbligo di AIR, quanto piuttosto un obbligo di decisione partecipata tramite modelli di consultazione di *notice and comment*. Ciò nonostante la Commissione<sup>5</sup>, così come gli addetti di settore<sup>6</sup>, sono dell'avviso di estendere progressivamente la prassi

---

<sup>3</sup> Commissione europea, *Libro bianco - La politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010*, COM(2005) 629, dicembre 2005

<sup>4</sup> European Commission, Summary Record of the 20th Meeting of the European Securities Committee / Members, 19 April 2004 (Esc 16/2004), pag. 7:

"The report of the securities group, in particular, makes recommendations aimed at improving the practical operation of Lamfalussy process, including: – increased transparency; – embedding more strongly the principles set out in the Lamfalussy report; – ensuring that regulation takes fully into account its impact on Europe's international competitiveness; – placing a stronger emphasis on regulatory impact analysis and on exploring non-legislative solutions such as the use of competition policy in tackling remaining barriers."

<sup>5</sup> Vedi Comunicazione della Commissione - Revisione della procedura Lamfalussy Rafforzamento della convergenza in materia di vigilanza /\* COM/2007/0727 def. \*/

<sup>6</sup> CESR-ERGEG advice to the European Commission in the context of the Third Energy Package *Draft Response to Question F.20 - Market Abuse*, ISDA-FOA Response to Consultation Paper: "ISDA and the FOA welcomes the opportunity to provide its views to CESR and ERGEG on its draft advice to the European Commission on market abuse. ISDA and the FOA would like to underline its belief that any new regulation should only be considered and conceived subject to adherence to better regulation principles. Any proposals should be subject to wide consultation and discussion, rigorous impact assessment and cost-benefit analysis. Unnecessarily burdensome regulation should be avoided. Regulators must also take care to ensure that new

attuale di valutazione delle misure di primo livello anche all'adozione delle misure di dettaglio.

Più attento all'adozione della disciplina AIR appare, invece, il terzo livello della “procedura Lamfalussy” quello cioè inerente alla cooperazione tecnica europea che coinvolge le autorità nazionali di settore. Nel 2006 i tre comitati delle Autorità europee di vigilanza ovvero il Comitato di vigilanza bancaria (CEBS) il Comitato di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS) e il Comitato di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR), hanno elaborato le “Linee guida per la conduzione delle analisi d'impatto della regolazione”<sup>7</sup>. Tale documento definisce principi e procedure che devono caratterizzare i processi decisionali adottati sia dai Comitati, sia dalle singole Autorità nazionali che ne fanno parte, tra cui la Consob, nell'esercizio della funzione regolatoria svolta a livello nazionale.

Tali principi, solo in parte già previsti dalla “procedura Lamfalussy”, sanciscono il definitivo ancoraggio della regolazione del settore finanziario agli obiettivi di una “*transparent, evidence-based policymaking*”<sup>8</sup>.

### *Influsso organismi internazionali*

L'influsso degli organismi internazionali rappresenta un elemento significativo nell'introduzione dell'AIR da parte delle Autorità indipendenti. Nel settore di vigilanza finanziaria, in particolare, il *network* di regolatori transnazionali cui appartengono le Autorità nazionali emana atti di *soft law* finalizzati ad assicurarne l'uniformità del comportamento nella produzione regolamentare.

---

legislation does not create conflicts or overlap with other legislation, or other unintended consequences. [...] While the current scope of MAD may not address every market-integrity concern that regulators have, we believe that a proportionate disclosure-based regime (agreed following thorough discussion with industry, impact assessment and cost-benefit analysis) applying to physical markets may be the most (cost-) effective and efficient means of addressing these concerns. We emphasize the importance of close and wide cooperation with the industry in drawing up disclosure requirements that would fall upon physical market participants, and the need for cost-benefit and impact assessment to ensure an effective approach is taken”.

<sup>7</sup> CESR, CEBS e CEIOPS, *Impact Assessment Guidelines for Eu Level 3 Committees*, April 2008.

<sup>8</sup> CESR, CEBS e CEIOPS, *Impact Assessment Guidelines*, cit., p. 4.

In ambito finanziario l'organizzazione internazionale più significativa di cui fa parte la Consob è l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

Nel 2008, con il titolo "Obiettivi e principi della vigilanza del commercio di valori mobiliari" ("*Objectives and Principles of Securities Regulation*"; *Core Principles*), la IOSCO ha emanato trenta principi chiave relativi alla vigilanza del commercio di valori mobiliari. Il documento prevede specifiche indicazioni in merito alla qualità della regolazione finanziaria; quest'ultima deve essere adottata garantendo:

- il processo di consultazione con particolare attenzione ai soggetti direttamente colpiti dalle scelte adottate;
- la pubblicità delle scelte effettuate;
- la *fairness* delle procedure;
- la valutazione dei costi della regolazione adottata.

La IOSCO coopera con il *Comitato di Basilea* per la regolamentazione bancaria e per coordinare gli sforzi per assicurare lo svolgimento di un'adeguata azione di vigilanza, in un contesto di sempre maggiore internazionalizzazione dei mercati mobiliari. Anche il Comitato promuove l'adozione di analisi d'impatto per l'emanazione della regolazione in materia bancaria. La cooperazione tra questi organismi internazionali, pertanto, stimola la circolazione di *best practices* e la definizione di una cultura comune di attività come quella in materia di *better regulation*.

Inoltre, la Consob partecipa ai lavori che si tengono presso altre organizzazioni internazionali che svolgono la loro attività in materia di servizi finanziari, come l'OCSE. Tale istituzione in diverse occasioni ha ribadito la necessità di promuovere la qualità della regolazione tramite l'adozione dell'analisi di impatto<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> OECD, "*Improving policy instruments through impact assessment*", Sigma Paper: No. 31, 17 May 2001; OECD, Regulatory Policy Division Directorate for Public Governance and Territorial Development, "*Building an Institutional Framework for Regulatory Impact Analysis (RIA): Guidance for Policy Makers*", Version 1.1, 2008.

### *Le esperienze condotte negli altri Paesi*

Nell'ultimo decennio, diversi Paesi hanno introdotto l'analisi d'impatto all'interno del processo di regolazione del settore finanziario. Le esperienze più significative sono rappresentate dall'Autorità inglese e statunitense per la vigilanza dei mercati finanziari.

La *Financial Supervisory Authority* britannica (FSA) è stata tra le prime Autorità di controllo che hanno adottato il metodo dell'analisi d'impatto (o, nel linguaggio anglosassone la *Regulatory Impact Assessment* - RIA): una metodologia di valutazione economica *ex ante* delle ricadute – in termini qualitativi e quantitativi (cd. *cost-benefit analysis*) – della regolazione sull'organizzazione e il funzionamento delle pubbliche Amministrazioni e sulle attività dei cittadini e delle imprese. L'analisi di impatto è affiancata e sostenuta poi dalle consultazioni con gli operatori interessati.

L'ambito di applicazione di tale strumento è particolarmente ampio; la FSA, infatti, prevede un obbligo generale di RIA per l'adozione di tutti gli atti regolatori<sup>10</sup> emanati nell'esercizio delle proprie funzioni, ad esempio, *statement and draft*<sup>11</sup>, *code, rules*<sup>12</sup> and *directions*<sup>13</sup>.

L'adozione di una normativa così attenta ai principi della *better regulation*, da un lato, ha reso l'autorità britannica il modello per eccellenza di regolatore unico in materia finanziaria; dall'altro, ha innalzato l'analisi di impatto della regolazione a strumento principe per garantire il rispetto dei principi di efficienza e proporzionalità, per tener conto delle diverse situazioni, dei diversi segmenti di clientela e di mercato che coinvolgono una decisione in materia finanziaria ed, infine, per garantire la collaborazione e il dialogo dei soggetti vigilati interessati alla regolazione prodotta.

In questa prospettiva, nel 2000 la FSA ha emanato il "*Practical Cost-Benefit Analysis for Financial Regulators*" che rappresenta un dettagliato e analitico manuale di

---

<sup>10</sup> La misura ribadisce il principio in base al quale la regolazione deve garantire che: "a burden or restriction which is imposed on a person, or on the carrying on of an activity, should be proportionate to the benefits, considered in general terms, which are expected to result from the imposition of that burden or restriction".

<sup>11</sup> Financial Services and Markets Act, c. 8 Part X Chapter I, art. 65.

<sup>12</sup> Financial Services and Markets Act, c. 8 Part X Chapter I, art. 155.

<sup>13</sup> Financial Services and Markets Act, c. 8 Part X Chapter I, art. 330.



esecuzione dell'analisi di impatto. In base a tale documento l'Autorità inglese è tenuta ad effettuare un'analisi caratterizzata da quattro fondamentali passaggi:

- la valutazione degli obiettivi che devono essere realizzati. I fallimenti del mercato che la regolazione va a correggere e il ventaglio di alternative che possono ottenere lo stesso risultato;
- la determinazione dello scopo e dell'analisi richiesta;
- la valutazione dei costi e dei benefici delle opzioni di regolazioni. Laddove stime quantitative di costi e benefici non possono essere effettuate si dovrà adottare una valutazione qualitativa che consente un giudizio sul beneficio netto di ciascuna opzione;
- il risultato della valutazione delle ipotesi considerate e/o dei vantaggi e svantaggi che sono stati individuati.

Per quanto riguarda l'esperienza statunitense, invece, si segnala che la *Securities and Exchange Commission* (SEC) accompagna tutte le proprie proposte normative con l'elaborazione di *cost-benefit analysis* (CBA).

In realtà ciò accade al di fuori di precisi obblighi di legge. I noti *Executive Orders* presidenziali emessi nel 1981<sup>14</sup> e nel 1993<sup>15</sup> in materia di AIR (o, nel linguaggio anglosassone *Regulatory Impact Assessment* – RIA), come pure le circolari attuative emanate dall'*Office of Management and Budget*<sup>16</sup>, infatti, sono indirizzate solo agli organi del governo federale, e non vincolano le *independent agencies*<sup>17</sup>. Esistono, su questo fronte,

---

<sup>14</sup> President Reagan's Executive Order No. 12,291, 46 Fed. Reg. 13193 (Feb. 17, 1981)

<sup>15</sup> President Clinton's Executive Order No.12,866, 58 Fed. Reg. 51735 (Sept. 30, 1993): "Each agency shall assess both the costs and benefits of the intended regulation and, recognizing that some costs and benefits are difficult to quantify, propose or adopt a regulation only upon a reasoned determination that the benefits of the intended regulation justify its costs".in realtà un parte di questo decreto presidenziale è dedicato alle independent agencies poichè richiede che queste ultime adottino un programma

<sup>16</sup> United States. Office of Management and Budget. Circular A-4, September 17, 2003 (available at <http://www.whitehouse.gov/OMB/circulars/a004/a-4.pdf>). Questa circolare prevede una dettagliata descrizione della procedura Air.

<sup>17</sup> La definizione di "independent regulatory agency" è codificata nel 44 U.S. Code § 3502(5) (2000):

solo dei *memorandum*, delle lettere di invito ed altri atti di *soft law*, cui la SEC ha spontaneamente deciso di conformarsi<sup>18</sup>.

Un richiamo esplicito ai principi di *better regulation* è altresì contenuto nel *Congressional Review Act* 1996, che introduce a carico di tutti i regolatori (comprese le *independent agencies*) l'obbligo di inviare al Congresso, per una loro revisione, le *rules* emanande, prima che vengano definitivamente adottate, secondo un meccanismo di “*wait and see*”. Anche in questo provvedimento, tuttavia, mancano obblighi stringenti: la trasmissione al *Comptroller General* delle analisi di impatto, infatti, è solo eventuale.

Si tratta, ad ogni buon conto, di previsioni che non hanno inciso in profondità sulla prassi seguita dalla SEC, che continua principalmente a fondarsi su presupposti volontaristici, come negli anni Ottanta<sup>19</sup>.

Nel merito, la SEC non ha mai sviluppato un programma estensivo e formale di analisi costi-benefici, né ha stabilito esplicite linee-guida. Attualmente, l'analisi parte da valutazioni – non rese pubbliche – da parte degli uffici sui vantaggi e gli svantaggi di una

---

“The term “independent regulatory agency” means the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Commodity Futures Trading Commission, the Consumer Product Safety Commission, the Federal Communications Commission, the Federal Deposit Insurance Corporation, the Federal Energy Regulatory Commission, the Federal Housing Finance Board, the Federal Maritime Commission, the Federal Trade Commission, the Interstate Commerce Commission, the Mine Enforcement Safety and Health Review Commission, the National Labor Relations Board, the Nuclear Regulatory Commission, the Occupational Safety and Health Review Commission, the Postal Rate Commission, the Securities and Exchange Commission, and any other similar agency designated by statute as a Federal independent regulatory agency or commission”.

<sup>18</sup> Il riferimento corre al *memorandum* emanato dall'ufficio legale del Dipartimento di giustizia all'indomani del primo decreto presidenziale del 1981, che invita espressamente le Agenzie a seguirne le prescrizioni (Memorandum for the Hon. David Stockman, Dir., Office of Mgmt. & Budget, from Larry L. Simms, Acting Ass't Atty. Gen., Office of Legal Counsel (Feb. 12, 1981)). A supporto di tale *memorandum*, il vice Presidente degli Stati Uniti aveva emanato nel marzo 1981 una lettera con cui invitava le *independent agencies* a rispettare i contenuti del decreto presidenziale con particolare riferimento ai principi di *better regulation* e AIR. A fronte di tale richiesta la SEC ha provveduto *de facto* ad adeguare il proprio processo regolativo integrandolo con una valutazione di impatto. Su questi aspetti, E. SHERWIN, *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Why Dollars Don't Always Make Sense in SEC Rulemaking*, written in fulfillment of the J.D. Written Work Requirement, Harvard Law School, April 27, 2005, p. 257; Peter L. Strauss, *The Place of Agencies in Government: Separation of Powers and the Fourth Branch*, 84 COLUM. L. REV. 573, 592-93 (1984).

<sup>19</sup> E. SHERWIN, *The Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Lessons from the SEC's Stalled Mutual Fund Reform Effort*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 12, 2006, p. 17.

nuova disposizione regolamentare. Segue una valutazione dei costi e benefici, che però è sintetica, fondamentalmente qualitativa e non presenta né il rigore né la profondità analitica delle valutazioni compiute da altre agenzie federali.

## 2. Gli aspetti normativi

L'impiego dell'AIR viene esteso alle Autorità indipendenti con la legge 29 luglio 2003 n. 229 ("Interventi in materia di qualità della regolazione, riassetto normativo e codificazione - Legge di semplificazione 2001", G.U. n. 196 del 25 agosto 2003).

La norma, con formula programmatica, richiede alle Autorità amministrative indipendenti, cui la normativa attribuisce funzioni di controllo, di vigilanza o regolatorie, di dotarsi "di forme o metodi di analisi dell'impatto della regolamentazione per l'emanazione di atti di competenza e, in particolare, di atti amministrativi generali, di programmazione o pianificazione, e, comunque, di regolazione".

Più stringenti sono le previsioni contenute nell'art. 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 ("Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"). L'articolo, infatti, individua alcuni principi che attengono alla forma e ai profili sostanziali dei regolamenti e dei provvedimenti a contenuto generale emanati dalle Autorità operanti nel settore finanziario e creditizio.

Nel dettaglio, le prescrizioni contenute nella disposizione di legge possono riassumersi nell'obbligo di:

- fornire una motivazione "con riferimento alle scelte di regolazione e vigilanza del settore ovvero della materia su cui vertono";
- illustrare, con apposita relazione che accompagna l'atto, "le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori";

- tenere conto, nella definizione dei relativi contenuti, “del principio di proporzionalità, inteso come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari”;
- consultare, in relazione al principio di proporzionalità, “gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori”.

L'art. 23 della legge per la tutela del risparmio si innesta in un tessuto normativo che già conteneva disposizioni in materia di *better regulation*. In particolare, si ricorda, per quanto riguarda gli obblighi di consultazione, l'art. 187-quaterdecies del Testo Unico della finanza<sup>20</sup>.

La legge 262/05 prevede inoltre che la concreta applicazione dei principi relativi alla realizzazione e alla pubblicazione delle analisi d'impatto economico da parte delle Autorità di regolazione del mercato dei servizi finanziari sia disciplinata con apposito regolamento<sup>21</sup>. Per quanto riguarda la Consob, la predisposizione del regolamento che conterrà le linee guida per la conduzione dell'AIR non è ancora avvenuta. Nel 2007 un atto avente ad oggetto le “Norme regolamentari di attuazione dell'articolo 23 della legge n. 262 del 28 dicembre 2005 concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione” è stato sottoposto a procedura di consultazione. Tuttavia, il documento che contiene una bozza di regolamento composto da 6 articoli, non ha ricevuto osservazioni – perlomeno di disponibilità pubblica – né ha assunto dignità di documento ufficiale.

---

<sup>20</sup> L'art. 187-*quaterdecies* del Testo Unico della finanza, introdotto dall'art. 9 della legge comunitaria per il 2004 (legge n. 62/2005) e rubricato “Procedure consultive”, ha previsto che “la Consob definisce entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della presente disposizione, con proprio regolamento, le modalità e i tempi delle procedure consultive da attivare, mediante costituzione di un Comitato, con organismi rappresentativi dei consumatori e dei prestatori di servizi finanziari e degli altri soggetti vigilati, in occasione delle modifiche regolamentari in materia di abusi di mercato e in altre materie rientranti nelle proprie competenze istituzionali”.

<sup>21</sup> “Le Autorità di cui al comma 1 disciplinano con propri regolamenti l'applicazione dei principi di cui al presente articolo, indicando altresì i casi di necessità e di urgenza o le ragioni di riservatezza per cui è ammesso derogarvi” (art. 23, c. IV).

### 3. Il processo di introduzione dell'AIR

Nel 2007 la Consob ha istituito, nell'ambito della Divisione che svolge studi economici, l'ufficio per l'analisi dell'impatto regolamentare<sup>22</sup>. L'ufficio ha il compito di valutare l'impatto economico della normativa di interesse della Commissione; predisporre studi finalizzati alla valutazione dell'impatto economico della regolamentazione e monitorare l'evoluzione della regolamentazione internazionale.

Già in precedenza, tuttavia, erano in uso presso l'Istituto prassi e modi di operare che configurano un percorso di buona regolazione e di decisione partecipata seppur non sviluppate in vere e proprie AIR. La Consob, infatti, possiede una tradizione ormai consolidata nel campo delle consultazioni dei soggetti interessati.

Nel dettaglio, la Commissione fa ricorso, nella definizione dei principali interventi regolamentari, sia a contatti preliminari con le associazioni di categoria e con i principali intermediari, di tipo formale o informale, sia a procedure di consultazione pubblica, nella forma del *notice and comment*.

Le attuali procedure di consultazione possono utilmente essere osservate anche in relazione alle previsioni contenute nell'art. 23 della legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. La norma regolamentare, infatti, procede ad una codificazione di tali procedure aggiungendo la previsione che gli organismi rappresentativi di operatori e consumatori saranno individualmente informati dell'inizio della consultazione. Inoltre, viene precisato (art. 1, comma 2, lett. b) che per organismi rappresentativi dei consumatori si intendono le associazioni di consumatori a rilevanza nazionale che compongono il Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti.

---

<sup>22</sup> La costituzione dell'ufficio si inquadra nel processo di ammodernamento della struttura organizzativa che nell'obiettivo di assicurare una maggiore efficacia ed efficienza dell'azione dell'Istituto, è stata deliberata dalla Commissione con provvedimento 15785 del 22.02.2007.

#### 4. L'esperienza realizzata

L'AIR presso la Consob si trova in fase di sperimentazione. Gli intenti programmatici formulati dall'Autorità nel 2006 a favore dell'adozione sistematica dell'analisi di impatto<sup>23</sup>, infatti, non sono stati ancora rispettati.

Il primo caso sperimentale di AIR è stato realizzato nel 2008 in occasione della revisione della disciplina prevista dall'art. 2391-*bis* del codice civile in materia di operazioni con parti correlate. Il documento di consultazione, infatti, contiene una sezione dedicata alla ricostruzione della scelta adottata dalla Commissione.

Dal punto di vista metodologico, l'approccio adottato appare sostanzialmente ripercorrere le *Guidelines* elaborate dai comitati di Livello 3 della "procedura Lamfalussy", in base alle quali l'analisi di impatto si articola in cinque passaggi:

- identificazione del problema, attraverso l'analisi di "*market and regulatory failures*", al fine di stabilire se l'intervento regolamentare sia giustificato o meno;
- definizione degli obiettivi regolamentari;
- sviluppo delle opzioni di regolamentazione alternative, includendo nel *range* anche l'opzione "*do nothing*" ed eventualmente l'opzione "*market solution*";
- analisi d'impatto della regolamentazione;
- comparazione delle diverse opzioni regolamentari e scelta dell'opzione da preferire sulla base dei benefici netti ad essa associati.

L'analisi di impatto descritta nel documento di consultazione, dunque, appare strutturata in cinque parti.

---

<sup>23</sup> Consob, *Relazione per l'anno 2006*, 31 marzo 2007, p. 24 "La nuova organizzazione dell'Istituto, adottata questa primavera, è ispirata all'obiettivo di rafforzare la capacità di analisi preventiva dei principali fattori di rischio che emergono dalla rapida e continua evoluzione del mercato. Specifici sistemi di allerta, basati su modelli di valutazione di una molteplicità di fonti informative, sono in corso di sviluppo per fornire costante supporto all'indirizzo dei piani di vigilanza. Una sistematica analisi d'impatto della regolamentazione orienterà la politica dell'Istituto nell'evoluzione del quadro regolamentare".

In un primo momento, viene descritta la fase propedeutica che la Consob ha avviato per individuare le ipotesi di regolazione. L'obiettivo è stato quello di raccogliere gli elementi necessari per valutare l'opportunità dell'integrazione e/o modifica della disciplina vigente. A tal fine sono state effettuate diverse attività come la rassegna della normativa adottata in alcuni ordinamenti esteri (con particolare riferimento alla disciplina inglese, francese, americana e tedesca); la valutazione dei principali risultati dell'ampia letteratura economico-giuridica sulla materia; l'analisi dell'esperienza applicativa del quadro regolamentare vigente in Italia. Il complesso di tali attività, nel giudizio della Consob, consente di giustificare la proposta regolativa poiché, da un lato, individua i principali fallimenti del mercato cui la regolamentazione deve offrire una risposta; dall'altro, identifica gli obiettivi che la nuova disciplina intende perseguire.

In un secondo momento, la Consob ha individuato le opzioni regolamentari alternative per il perseguimento degli obiettivi prefissati. Tali opzioni sono state sottoposte ad una procedura di analisi costi-benefici volta a individuare i principali effetti che la loro eventuale realizzazione potrebbe comportare per le varie categorie di soggetti interessati e per il mercato nel suo complesso.

L'analisi è stata eseguita su base esclusivamente qualitativa per la difficoltà, e l'eccessiva onerosità rispetto ai benefici attesi, di procedere alla raccolta di dati quantitativi. Nel dettaglio, per ogni ipotesi di regolamentazione in esame, essa ha individuato diverse voci di costo e beneficio, distinguendo tra i costi iniziali di adeguamento e i costi continuativi di conformità. Le singole voci di costo (e beneficio) sono state poi valutate assegnando a ciascuna di esse un punteggio secondo una scala di valori compresi tra -3 e +3, indicativi del divario esistente (basso, moderato, ampio) rispetto all'opzione "*do nothing*".

La valutazione è stata effettuata per singola categoria di soggetti interessati, cioè gli investitori, gli emittenti, l'Autorità di controllo e la collettività, intendendo con tale concetto il complesso dei soggetti che fanno parte o possono far parte del mercato in senso

lato e che pertanto sono titolari dei benefici e dei costi indiretti derivanti dalle diverse opzioni regolamentari.

In esito all'analisi sono stati determinati i benefici netti generabili dalle diverse *policy options*. Il beneficio netto di ciascuna opzione è stato calcolato quale somma del punteggio attribuito alle voci di costo o beneficio individuate per ciascuno *stakeholder*. Infatti, per ogni ipotesi "il saldo tra la somma dei punteggi attribuiti alle diverse voci individuate come benefici e la somma di quelle individuate come costi fornisce una misura dei benefici netti".

La lettura di questa prima elaborazione dell'analisi costi benefici solleva alcune perplessità<sup>24</sup>. Ad esempio, la ricostruzione dei costi e dei benefici non appare essere condotta come un'analisi quantitativa di un fenomeno economico, bensì come una mera formalizzazione numerica di un giudizio qualitativo<sup>25</sup>.

Rispetto alla finalità della tecnica utilizzata, invece, qualche dubbio deriva dall'esclusione delle parti correlate (destinatari della norma) nell'analisi della proposta regolamentare. Tale esclusione appare inficiare il perseguimento dell'obiettivo di proporzionalità della misura previsto dalla stessa legge sul risparmio.

## 5. Le prospettive

L'applicazione dell'AIR ai provvedimenti della Consob appare ancora in fase sperimentale. Ciò nonostante, l'Autorità a tutela dei mercati finanziari sembra riconoscere l'analisi di impatto della regolazione come uno degli strumenti fondamentali che caratterizza la propria funzione regolamentare. Si tenga conto, ad esempio, che in occasione del convegno "I nuovi scenari dei mercati finanziari: il ruolo della Consob"

---

<sup>24</sup> Si veda in particolare ABI, Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate. Considerazioni sullo studio d'impatto contenuto nel documento Consob del 9 aprile 2008, 5 maggio 2008.

<sup>25</sup> ABI, Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice, cit., paragr. 4.



tenutosi a Sondrio il 6 giugno 2008, il presidente Cardia ha fatto esplicito riferimento all'analisi di impatto della regolazione come una delle tecniche di regolamentazione già ampiamente condivise dalla Commissione<sup>26</sup>.

Tali affermazioni sembrano, dunque, deporre a favore di una prospettiva di progressiva costruzione di una cultura e di una prassi metodologica a favore dell'analisi di impatto. Questa prospettiva dovrebbe favorire l'emanazione di un regolamento interno in materia di AIR e l'adozione sistematica della metodologia AIR per tutte le proposte di regolazione.

---

<sup>26</sup> L. Cardia, *I nuovi scenari dei mercati finanziari. Il ruolo della Consob*, Intervento al Convegno tenutosi a Sondrio, 6 giugno 2008, disponibile all'indirizzo [http://www.popsi.it/xxupload/107\\_incontri\\_02.pdf](http://www.popsi.it/xxupload/107_incontri_02.pdf) : "La definizione delle caratteristiche istituzionali delle Autorità di vigilanza deve continuare ad essere in linea con gli standard internazionali, nel presupposto che gli assetti istituzionali e di governo delle Autorità indipendenti determinano la qualità del processo di regolazione e di vigilanza. L'ultimo progetto di riforma presentato nella precedente legislatura, del quale si auspica una sollecita ripresentazione, contiene principi di regolamentazione ampiamente condivisi, tra i quali meritano di essere ricordati:

- regole a garanzia dei soggetti vigilati e destinatari di sanzioni (garanzia del procedimento - separatezza tra funzioni istruttorie e decisorie; partecipazione al procedimento; tutela giurisdizionale);
- regole a garanzia dell'efficienza della regolamentazione (obbligo di valutazione dell'impatto economico delle regole da parte delle Autorità; obbligo di consentire la partecipazione degli interessati al processo normativo);
- regole a garanzia della trasparenza dell'operato delle Autorità (controllo dei rendiconti; rapporti con il Parlamento e l'Esecutivo);
- regole di governance dell'Autorità (funzionamento collegiale; requisiti dei membri; disciplina delle incompatibilità);
- netta ripartizione di competenze tra le Autorità in funzione delle finalità della vigilanza".