



Osservatorio sull'Analisi d'Impatto della Regolazione

MARIANGELA BENEDETTI

L'AIR nella Commissione nazionale per le società e le borse (CONSOB)

febbraio 2011



L'AIR NELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Variazioni e integrazioni
rispetto alla scheda precedente (giugno 2010)

La CONSOB non ha ancora emanato il regolamento di attuazione della disciplina sul procedimento della regolazione finanziaria.

Il regolamento è stato oggetto di consultazioni nel gennaio 2010; il documento riguardante le “norme regolamentari di attuazione dell’art. 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, concernente i procedimenti per l’adozione di atti di regolazione generale” ha ricevuto commenti da parte di Abi, Ania, Assonime, Consiglio Nazionale di Dottori commercialisti e degli Esperti contabili, Federcasse bcc, Studio legale associato Carnelutti.

INDICE

1. L'ingresso del contesto internazionale	6
<i>Le istituzioni comunitarie</i>	6
<i>L'ingresso degli organismi internazionali</i>	11
<i>Le esperienze condotte negli altri Paesi</i>	12
2. Gli aspetti normativi	16
3. Le consultazioni	18
4. Il processo di introduzione dell'AIR: l'esperienza realizzata	21
5. La valutazione <i>ex post</i> : l'impatto della regolazione (VIR)	25
6. Le prospettive	26

Questo 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 (CONSOB). Osservatorio sull'Analisi di Impatto della Regolazione, www.osservatorioair.it, febbraio 2011, S 7/2011.

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*¹) 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 italiana per la regolazione del settore finanziario, è chiamata a partecipare, assieme alle altre Autorità nazionali, al processo regolamentare comunitario.

Nell'ultimo decennio è stato realizzato un grande sforzo di armonizzazione della legislazione comunitaria.

Nel 2001 la Risoluzione del Consiglio Europeo di Stoccolma ha adottato la procedura Lamfalussy per l'elaborazione, l'approvazione e l'applicazione di regole comuni in materia di vigilanza finanziaria². La procedura Lamfalussy, detta anche procedura di comitologia, ha

1 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.

2 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

avuto un ruolo pionieristico nell'introdurre e applicare rigorosamente i principi di *better regulation* sanciti nel Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari³ 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 è stato 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 – quello cioè interessato all'emanazione di principi quadro sotto forma di direttive o regolamenti – doveva essere oggetto di una valutazione d'impatto da parte della Commissione. Tale analisi, che avrebbe dovuto garantire la consultazione aperta e trasparente di tutti gli *stakeholders*, doveva prestare particolare attenzione, inserendolo tra i propri parametri di valutazione, all'impatto sulla concorrenza, principio fondante dell'Unione stessa⁴.

Per le misure inerenti al secondo livello (quelle di dettaglio perché d'attuazione dei principi fissati dalla regolazione di primo livello), invece, la procedura Lamfalussy non prevedeva un esplicito obbligo di AIR, quanto piuttosto l'indicazione di una decisione partecipata tramite modelli di consultazione di *notice and comment*. Ciò nonostante

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.

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

4 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."

la Commissione⁵, così come gli addetti di settore⁶, aveva programmato di estendere progressivamente la prassi attuale di valutazione delle misure di primo livello anche all'adozione delle misure di dettaglio.

Più attento all'adozione della disciplina AIR appariva, invece, il terzo livello della procedura Lamfalussy, quello cioè inerente la cooperazione tecnica europea tra 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"⁷. Tale documento ha definito i principi e le procedure che avrebbero dovuto caratterizzare i processi decisionali adottati sia dai Comitati, sia dalle singole Autorità nazionali, nell'esercizio della funzione regolatoria svolta a livello nazionale.

Questo sistema di cooperazione e di coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali è stato posto in discussione dall'emergere della crisi finanziaria nel luglio 2007. La Commissione europea, di fronte alla difficoltà di un sistema frammentato lungo linee nazionali a prevenire e gestire crisi di natura sistemica, nell'ottobre del 2008, ha dato mandato a un gruppo di esperti indipendenti, presieduto da Jacques de Larosière (già direttore del Fondo monetario internazionale e Governatore di Banque de France), di presentare proposte di riforma della struttura di vigilanza finanziaria europea.

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

6 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 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".

7 CESR, CEBS e CEIOPS, *Impact Assessment Guidelines for EU Level 3 Committees*, April 2008.

In materia di regolazione, il Rapporto evidenzia i risultati poco soddisfacenti ottenuti dalla procedura Lamfalussy. In particolare, il Rapporto sottolinea la mancanza di coerenza del quadro regolamentare europeo in materia finanziaria a causa della discrezionalità lasciata agli Stati membri dell'UE nella scelta fra diverse opzioni nell'attuazione delle direttive comunitarie. Secondo il Rapporto “queste opzioni generano una grande diversità nel recepimento negli ordinamenti nazionali, in funzione delle tradizioni, della legislazione e delle pratiche locali [...]”⁸.

Per superare i limiti di un approccio basato esclusivamente sulla cooperazione volontaria tra autorità nazionali, il rapporto de Larosière propone di abbandonare il modello di formazione della regolazione della procedura Lamfalussy e di istituire il Sistema europeo di vigilanza. Nell'ambito di questo nuovo sistema, elemento essenziale è la trasformazione dei comitati di terzo livello, tra cui il *Committee of European Securities Regulators (CESR)*, in autorità europee con personalità giuridica di diritto comunitario.

Il Rapporto de Larosière, pubblicato a febbraio 2009, è stato recepito dalla Commissione in maggio e ha ispirato le proposte di regolamentazione rese note alla fine di settembre. Nel novembre 2010 è stato emanato il regolamento n. 1095 che ha istituito la *European Securities and Markets Authority (ESMA)* in sostituzione del CESR⁹.

Nel rispetto delle raccomandazioni del rapporto de Larosière¹⁰, lo scopo della nuova autorità è quello di rafforzare la cooperazione fra vigilanze nazionali migliorando anche l'armonizzazione delle regole. A tal fine, il principale compito ad essa affidato appare quello

8 The de Larosière Group, Report, 2009: “La mancanza di armonizzazione risiede nel fatto che troppo spesso, per scelta politica, le direttive di livello 1 hanno previsto una gamma di opzioni nazionali. In tali circostanze, è irragionevole attendersi che i comitati di livello 3 riescano ad imporre una soluzione unica. Anche se non prevede opzioni nazionali, una direttiva può portare a interpretazioni diverse che, nel quadro giuridico in vigore, non possono essere corrette al livello 3”.

9 Il 24 novembre 2010 sono stati emanati due ulteriori Regolamenti di istituzione delle cd. European supervisory authorities (ESA): il numero 1093 istituisce la European Banking Authority (EBA) che sostituisce il Committee of European Banking Supervisors (CEBS) mentre il numero 1094 istituisce la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), che sostituisce il Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS).

10 The de Larosière Group, Report, 2009, par. 109: “Le istituzioni europee e i comitati di livello 3 dovrebbero dotare il settore finanziario dell'UE di un insieme uniforme di norme di base. La normativa futura dovrebbe essere basata, per quanto possibile, sui regolamenti (che sono direttamente applicabili). Nei casi in cui si ricorre alle direttive, il co-legislatore dovrebbe cercare di ottenere il massimo di armonizzazione degli elementi essenziali. Inoltre, occorrerebbe avviare un processo per eliminare le differenze principali che derivano dalle deroghe, dalle eccezioni e dalle disposizioni vaghe contenute in alcune direttive in vigore”.

di sviluppare proposte regolamentari per definire *standard* tecnici comuni; risolvere casi di disaccordo fra i supervisori nazionali; contribuire ad assicurare una applicazione uniforme delle regole comunitarie; svolgere un ruolo di coordinamento in situazioni di emergenza.

Sul piano procedurale il Regolamento (CE) 1095/2010 dedica particolare attenzione anche al *policy making*. Il 22° considerando afferma il principio in base al quale “è necessario introdurre uno strumento efficace per fissare norme tecniche di regolamentazione armonizzate in materia di servizi finanziari, in modo da assicurare, in particolare grazie ad un corpus unico di norme, condizioni di parità e la tutela adeguata degli investitori e dei consumatori in tutta l’Unione”.

Nel perseguire quest’obiettivo lo stesso Regolamento prescrive che l’ESMA – analogamente a quanto previsto dai Regolamenti istitutivi dell’EBA e dell’EIOPA¹¹ - prima di adottare progetti di norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, orientamenti e raccomandazioni, proceda ad analisi di impatto, ricorrendo sempre a un gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati, che rappresenti in modo proporzionato i partecipanti ai mercati finanziari, le piccole e medie imprese (PMI), il mondo accademico, i consumatori e altri utenti al dettaglio dei servizi finanziari¹².

Il regolamento istitutivo dell’ESMA, dunque, rende più cogenti gli orientamenti in

11 Il Reg. CE 1093/2010, che istituisce l’autorità comunitaria in materia di vigilanza bancaria (EBA), al 48° considerando afferma che l’autorità “prima di adottare progetti di norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, orientamenti e raccomandazioni [...] dovrebbe procedere a un’analisi di impatto. Per ragioni di efficacia occorre ricorrere a tale scopo a un gruppo delle parti interessate nel settore bancario, che rappresenti in modo proporzionato gli enti creditizi e le imprese di investimento dell’Unione, rappresentando le varie tipologie e dimensioni di imprese ed istituti finanziari, tra cui, se necessario, gli investitori istituzionali e altri istituti finanziari che siano essi stessi utenti di servizi finanziari, le piccole e medie imprese (PMI), i sindacati, il mondo accademico, i consumatori e altri utenti al dettaglio dei servizi bancari”. Analogamente il Reg. CE 1094/2010 che istituisce l’autorità comunitaria in materia di vigilanza assicurativa (EIOPA) al 47° considerando afferma che l’autorità “prima di adottare progetti di norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, orientamenti e raccomandazioni dovrebbe effettuare un’analisi di impatto. Per ragioni di efficacia, si prescrive di ricorrere a tale scopo a un gruppo di parti interessate nel settore dell’assicurazione e della riassicurazione e a un gruppo delle parti interessate nel settore dei fondi pensionistici aziendali e professionali, che rappresentino in modo proporzionato e rispettivamente i pertinenti istituti finanziari che operano nell’Unione, rappresentando i vari modelli di business e le varie dimensioni di istituti finanziari ed imprese, le piccole e medie imprese (PMI), i sindacati, il mondo accademico, i consumatori, altri utenti al dettaglio di tali istituti finanziari e i rappresentanti delle pertinenti associazioni professionali”.

12 Reg. (CE) 1095/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione, 24 novembre 2010, 48° considerando.

materia di *better regulation* già sviluppati presso i Comitati. Il ruolo dell'analisi di impatto della regolazione, in particolare, appare centrale poiché individuato come strumento necessario e indispensabile per la formazione della regolazione tecnica nel mercato dei valori mobiliari.

L'ingresso degli organismi internazionali

L'ingresso 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.

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 30 principi chiave relativi alla vigilanza del commercio prevedendo specifiche indicazioni in merito alla qualità della regolazione finanziaria. In base alle direttive dello IOSCO, 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 in materia di *better regulation*.

Inoltre, la CONSOB partecipa ai lavori di 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 impatto¹³.

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 quelle delle autorità inglese e statunitense per la vigilanza dei mercati finanziari.

La *Financial Supervisory Services 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 regolatori¹⁴ emanati nell’esercizio delle proprie funzioni, ad esempio, *statement and draft*¹⁵, *code, rules*¹⁶ and *directions*¹⁷.

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

13 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.

14 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”.

15 Financial Services and Markets Act, c. 8 Part X Chapter I, art. 65.

16 Financial Services and Markets Act, c. 8 Part X Chapter I, art. 155.

17 Financial Services and Markets Act, c. 8 Part X Chapter I, art. 330.

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 esecuzione della procedura. In base a tale documento l’analisi alla quale è tenuta l’Autorità inglese è caratterizzata da quattro fondamentali passaggi:

- la valutazione degli obiettivi che devono essere realizzati. I fallimenti del mercato che la regolazione corregge 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 gli Stati Uniti, invece, si segnala che la *Securities and Exchange Commission* (SEC) accompagna diverse 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 1981¹⁸ e nel 1993¹⁹ in materia di AIR (o, nel linguaggio anglosassone *Regulatory Impact Assessment* - RIA), come pure le circolari attuative emanate dall’*Office of Management and Budget*²⁰, infatti, sono indirizzate solo agli organi del governo federale,

18 President Reagan’s Executive Order No. 12,291, 46 Fed. Reg. 13193 (Feb. 17, 1981)

19 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*”.

20 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.

non vincolando le *independent agencies*²¹ tra cui la SEC. Esistono, su questo fronte, solo dei *memorandum*, delle lettere di invito ed altri atti di *soft law*, cui la SEC ha spontaneamente deciso di conformarsi²². 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 le normative emanande, prima che vengano definitivamente adottate, secondo un meccanismo di *wait and see*. Anche in questo provvedimento, tuttavia, mancano obblighi stringenti: l'atto, infatti, richiede l'adozione di una valutazione preventiva della normativa, ma questa, a sua volta, non impone necessariamente il ricorso alla procedura di *cost-benefit analysis*.

Si tratta, dunque, di previsioni che non hanno inciso in profondità sulla prassi seguita dalla SEC, che continua principalmente a fondarsi su presupposti volontaristici, come negli anni Ottanta²³. L'analisi della regolazione è meramente discrezionale e quando viene effettuata appare sintetica, fondamentalmente qualitativa e non presenta né il rigore né la profondità analitica delle valutazioni compiute dalle agenzie federali.

Eppure il tema della qualità della regolazione finanziaria desta particolare attenzione sia

21 La definizione di "*independent regulatory agency*" è codificata nel 44 U.S. Code § 3502(5) (2000):

"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 Labour 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".

22 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 fulfilment 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).

23 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.

tra gli studiosi del settore²⁴, sia tra gli organi giurisdizionali. Questi ultimi, ad esempio, sono stati investiti del problema del procedimento regolatorio della SEC nel 2005 [*Chamber of Commerce of the United States of America v. SEC*, 412 F.3d 133, 143 (D.C. Circ. 2005)]. La *US Chamber of Commerce*, infatti, ha proposto ricorso di fronte alla *United States District Court for the District of Columbia* lamentando l'arbitrarietà della decisione della SEC. In linea con la *dissenting opinion* di due (dei cinque) commissari, la ricorrente sostiene l'illegittimità della decisione della SEC a causa dell'assenza di un'adeguata valutazione dei costi ovvero della considerazione di alternative diverse. La Corte ha accolto il ricorso sostenendo che l'assenza di una valutazione dei costi della normativa emananda rende il procedimento di *rulemaking* della SEC “*arbitrary and capricious*” [5 U.S.C. § 706(2)(A)]. Pertanto, in assenza di un'esplicita norma di riferimento, la Corte riconduce l'obbligatorietà dell'analisi costi-benefici ai principi fissati dall'*Administrative Procedure Act-APA* a cui le agenzie indipendenti sono sottoposte²⁵. Alla luce di tali considerazioni, sarebbe la legge sul procedimento amministrativo ad imporre a tutte le agenzie indipendenti l'adozione di quei procedimenti che, come l'analisi costi-benefici, sono propriamente finalizzati a giustificare ai destinatari della propria azione le scelte effettuate²⁶.

24 G. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, in *J. Bus.*, 1964, vol. 34, pp. 124 ss. il quale con riferimento all'attività della SEC, afferma che “it is possible to study the effects of public policies and not merely to assume they exist and are beneficial, and [...] grave doubts exist whether account is taken of costs of regulation”.

25 In base a tali principi la SEC avrebbe dovuto “[to] examine the relevant data and [to] articulate a satisfactory explanation for its action including a rational connection between the facts found and the choice made”.

26 Il 6 gennaio 2006 è stato presentato ricorso di fronte alla United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit da parte della Chamber of Commerce of the United States of America. La ricorrente lamenta la decisione della SEC di non riaprire il procedimento di *rulemaking* e quindi accettare ulteriori commenti sulla emananda disciplina (“*The Commission decided it was unnecessary to reopen the rulemaking record for further comment. Observing that it had previously given notice and called for comment on the costs of complying with the two conditions, the Commission concluded that the information in the existing record, together with publicly available information on which we may rely, is a sufficient base on which to rest the Commission’s consideration of the deficiencies identified by the Court*”). La sentenza non è stata riportata nel testo poiché nessun riferimento è stato svolto sulla procedura di *rulemaking*, quindi, sul *cost-benefit analysis* effettuato.

2. Gli aspetti normativi

L'impiego dell'AIR viene esteso alle Autorità indipendenti italiane 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 a quelle Autorità 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 presentano i seguenti obblighi:

- 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 finanza²⁷.

²⁷ 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 rappre-

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 regolamento²⁸.

Nel 2007 la CONSOB ha emanato uno schema di provvedimento 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".

Lo schema composto da una relazione di accompagnamento e da una bozza di regolamento di sei articoli (*Fonte normativa e definizioni, Motivazione e principio di proporzionalità, Procedure di consultazione, Adozione dell'atto finale, Casi di deroga, Revisione degli atti di regolazione*), rappresenta la prima riflessione della Commissione sull'attuazione dell'art. 23 della legge n. 262/2005. Tale schema non ha ricevuto osservazioni, perlomeno di disponibilità pubblica, e non è stato seguito dall'adozione di un regolamento.

Alcune sue previsioni, tuttavia, appaiono recepite in una nuova bozza di regolamento avente ad oggetto l'attuazione dell'art. 23 della legge sul risparmio posto a consultazione nel gennaio del 2010. Questa seconda bozza contiene una disciplina più dettagliata composta da nove articoli ed informata alle *best practices* comunitarie. Il nuovo schema, se da un lato conferma alcune previsioni già introdotte nel 2007, dall'altro introduce significative novità.

Sotto il primo aspetto, la relazione di accompagnamento della bozza di articolato ribadisce l'orientamento, già adottato nel primo progetto di regolamento, secondo cui l'art. 23 della legge sul risparmio determina l'implicita abrogazione dell'art. 187-*quaterdecies* del TUF in materia di consultazioni. Rispetto alla disciplina contenuta nel TUF, infatti, l'art. 23 individua più puntualmente gli obiettivi della consultazione e amplia la portata oggettiva di quest'ultima.

Rispetto alle novità, invece, lo schema del 2010 introduce alcuni elementi non presenti nell'articolato della bozza di regolamento del 2007, ad esempio l'ambito di applicazione dell'intero procedimento (art. 1) e l'analisi di impatto della regolazione (art. 3) il cui utilizzo soggiace all'osservanza del principio di proporzionalità. Inoltre sono stati introdotti ulteriori

sentativi 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."

28 "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).

istituti di attuazione dei principi contenuti nell'art. 23 della legge sul risparmio, quali la programmazione annuale dell'attività regolatoria (art. 2) e la possibilità di avvalersi, durante la fase del procedimento, del supporto di "Comitati di esperti" (art. 5).

Con riferimento al Comitato, in particolare, lo schema del 2010 sembra riconoscere a questa formula organizzativa, in realtà già utilizzata dalla Commissione, lo svolgimento della duplice funzione di valutazione e di informazione fornendo un *feedback* immediato agli interrogativi della CONSOB. In assenza di una specifica indicazione nel testo del Regolamento, la composizione e la struttura dei Comitati appaiono invece in dubbio. A causa della funzione che sono chiamati a svolgere, al *panel* sembrerebbero appartenere soggetti indipendenti, provenienti dal mondo accademico e dal mercato; la loro composizione dovrebbe avere natura variabile, ossia in funzione delle tematiche di volta in volta da affrontare.

Il documento ha ricevuto commenti da alcune associazioni di categorie (Abi, Ania, Assonime, Consiglio Nazionale di Dottori commercialisti e degli Esperti contabili, Federcasse bcc, Studio legale associato Carnelutti). Diversi sono gli aspetti critici che secondo i consultati dovrebbero essere migliorati. Tra questi ultimi, ad esempio, oltre alle perplessità sulla composizione dei Comitati di esperti già segnalati, si evidenzia quello in materia di AIR laddove viene sottolineata l'opportunità di rendere pubblici preventivamente i metodi e le procedure generali di analisi di impatto.

3. Le consultazioni

Prassi e modi di operare che configurano un percorso di buona regolazione e di decisione partecipata – seppur non riconducibile a vere e proprie AIR – sono state adottate dalla CONSOB ancor prima dell'introduzione dell'obbligo previsto dall'art. 23 della legge sul risparmio. Un incentivo significativo all'utilizzo di questo strumento di partecipazione deve essere ricondotto alle procedure adottate in ambito comunitario dalla Commissione e dal CESR²⁹ alle quali la CONSOB partecipa direttamente.

²⁹ Il CESR ha pubblicato un proprio Public Statement of Consultation Practices nello stesso anno in cui è nato. Nello statuto, il CESR si impone (stante il principio di flessibilità dell'uso della consultazione) di ricorrere al coinvolgimento di tutti i soggetti interessati (anche consumatori e utilizzatori finali) all'interno dei propri

Da diversi anni, dunque, la CONSOB ha integrato con forme di consultazione la predisposizione dei propri atti regolamentari. 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*.

Questa prassi di buona regolazione è diventata una delle proposte di regolazione dello schema di provvedimento del 2007, “Norme regolamentari di attuazione dell’art. 23 della legge n. 262 del 28 dicembre 2005 concernente i procedimenti per l’adozione di atti di regolazione”. Questo schema integra le disposizioni contenute nell’art. 23 della legge per la tutela del risparmio prevedendo esplicitamente che l’adozione degli atti di regolazione sia preceduta da una procedura di consultazione in forma pubblica. Secondo tale procedura deve essere pubblicato sul sito della CONSOB un documento di consultazione che deve contenere tre elementi essenziali: 1) la bozza del provvedimento; 2) le aree della regolamentazione che rivestono particolare rilevanza per gli interessi degli investitori; 3) le modalità e il termine (non inferiore ai trenta giorni, se non nei casi di necessità e urgenza) con cui possono essere trasmesse le osservazioni. In linea con le disposizioni contenute nell’art. 23 della legge n. 262/2005 i soggetti interessati alla consultazione sono gli organismi rappresentativi di operatori e consumatori, ovvero le associazioni di consumatori a rilevanza nazionale che compongono il Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti.

Il secondo schema di regolamento emanato nel 2010 recepisce quasi integralmente le disposizioni in materia di consultazioni. Il nuovo schema, infatti, conferma che la consultazione degli *stakeholders* sia uno dei principi fondanti del processo di formazione dei provvedimenti e ribadisce che la pubblicità della consultazione trovi attuazione nella pubblicazione del documento sul sito della Commissione. Di tale pubblicazione deve essere data notizia al Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti e alle associazioni dei consumatori di rilevanza nazionale; ciò al fine di garantire la massima diffusione possibile del documento e la sua conoscibilità a tutti i risparmiatori.

In merito al contenuto della consultazione, invece, sono apportate alcune modificazioni. La bozza di regolamento del 2010 prevede che al documento si accompagni, oltre allo schema

processi decisionali. Nel dettaglio vedi C. Raiola, La consultazione nelle Autorità indipendenti, Osservatorio sull’Analisi di Impatto della Regolazione, www.osservatorioair.it, gennaio 2010.

di atto di regolazione, anche una descrizione dell'attività di AIR svolta o i motivi che hanno indotto la CONSOB a non effettuarla. Inoltre il termine minimo previsto per l'invio dei contributi è aumentato, con il nuovo schema, a sessanta giorni.

Nessuna indicazione è stata invece fornita rispetto alla cd. fase di "pre-consultazione", ovvero il momento di confronto con i destinatari della regolamentazione preventivo alla scelta delle opzioni di regolazione, alla stima dei relativi costi e all'avvio della fase di consultazione vera e propria.

Seppur nelle more della emanazione del regolamento di attuazione, è possibile osservare una continuità nella pratica delle consultazioni. Dal 2001 al 2009, la CONSOB ha effettuato 97 consultazioni³⁰; solamente nel 2010 ne sono state effettuate 8.

La loro struttura appare riconducibile a quella del *notice and comment* sviluppato nell'esperienza statunitense; particolare attenzione viene data alla ricostruzione della disciplina vigente e dei motivi che ne giustificano una modifica. Quando la consultazione si incardina all'interno di una procedura di analisi di impatto della regolazione, tuttavia, questa ricostruzione risulta particolarmente approfondita. In questi casi, infatti, il documento presenta una struttura standardizzata in cui dapprima vengono esaminati i fallimenti della regolazione e del mercato che giustificano l'intervento regolamentare; poi vengono illustrate le discipline adottate in ordinamenti giuridici diversi e gli orientamenti dottrinari più significativi in materia. Successivamente, vengono enucleate le possibili opzioni regolamentari percorribili. Da ultimo il documento descrive la disciplina proposta sottoponendo contestualmente a tutti gli interessati un questionario volto a individuare gli elementi di criticità e a rendere omogenee le risposte alla consultazione.

Le indicazioni così fornite dagli interessati vengono prese in considerazione per eventuali approfondimenti dell'analisi o per suggerire modifiche al testo proposto. La consultazione dunque non interviene durante l'individuazione delle opzioni regolatorie da parte della Commissione, bensì in una fase più avanzata. Così facendo al mercato è richiesto di valutare la bontà del percorso logico e giuridico seguito dalla CONSOB nella individuazione delle opzioni e, eventualmente, di sollecitare ulteriori ambiti di analisi o eventuali aporie o discrepanze rilevate. La prassi adottata, seppur ancora in un numero limitato di casi, pare

³⁰ I dati sono stati raccolti nell'ambito del progetto dell'Osservatorio sulle consultazioni svolto da Carolina Raiola; vedi ID, *La consultazione nelle Autorità indipendenti.*, cit.

aver stimolato diverse risposte da parte del mercato. Le associazioni di categoria, ed in particolare quelle più strutturate e organizzate, rappresentano – assieme agli studi legali operanti in Italia – il principale interlocutore di queste consultazioni. I diversi *stakeholders*, in alcuni casi anche stranieri, dopo la ricostruzione della propria posizione, provvedono anche a rispondere alle domande individuate dalla Commissione e allegate al documento di consultazione. Qualora il confronto con il mercato porti a definire una nuova ipotesi di disciplina viene avviato un ulteriore giro di consultazioni che, in questo caso, diventa pubblica.

Ad esempio, in tema di operazioni con parti correlate, la CONSOB dopo aver ricevuto le osservazioni alla prima bozza di regolamento (documento di consultazione del 9 aprile 2008) ha deciso di avviare una *public hearing* su una seconda proposta di disciplina (documento del 3 agosto 2009). In quest'ulteriore occasione la Commissione ha fornito chiarimenti aggiuntivi delle scelte legislative proposte ed ha dato al mercato la possibilità di formulare anche verbalmente le proprie osservazioni. La CONSOB ha chiarito che i due documenti di consultazione presentano un diverso grado di approfondimento soprattutto in merito all'analisi di impatto della regolazione³¹. Mentre il primo documento era caratterizzato da una mera analisi qualitativa, il secondo fornisce – anche alla luce dei dati raccolti direttamente dalle società quotate – una ricostruzione più puntuale e statistica del fenomeno delle operazioni con parti correlate.

A conclusione della fase di consultazione la CONSOB ha pubblicato una relazione illustrativa sull'analisi della regolamentazione e sugli esiti delle consultazioni.

4. Il processo di introduzione dell'AIR : l'esperienza realizzata

La CONSOB ha terminato la fase di sperimentazione. Gli intenti programmatici formulati nel 2006 a favore dell'adozione sistematica dell'analisi di impatto³², seppur non ancora a

31 CONSOB, Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione,

32 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

pieno regime, sembrano poter essere pienamente rispettati. Nel 2007 la CONSOB ha istituito, nell'ambito della Divisione che svolge studi economici, l'ufficio per l'analisi dell'impatto regolamentare³³. L'ufficio ha l'obiettivo di valutare l'impatto economico della normativa di interesse della Commissione; predisporre studi finalizzati alla valutazione degli effetti della regolamentazione e monitorare l'evoluzione della regolamentazione internazionale. Sul piano operativo è possibile individuare tre analisi di impatto della regolazione.

La prima AIR è stata realizzata 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 Lamfalussy³⁴. L'analisi di impatto descritta nel documento di consultazione, infatti, appare strutturata in cinque parti.

Prima viene descritta la *ratio* alla modifica della normativa 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 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 al 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

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”.

33 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.

34 CESR, CEBS, CEIOPS, Impact Assessment Guidelines for EU Level 3 Committees, May 2007 disponibile presso il sito http://www.cesr-eu.org/data/document/07_089.pdf

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; ciò sia nel rispetto delle linee guida dei Comitati di terzo livello sia 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, la CONSOB 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".

Nel 2009 la CONSOB ha utilizzato l'analisi di impatto della regolazione per l'elaborazione del *position paper* in tema di *short selling* emanato a seguito della crisi finanziaria. Su proposta del CESR³⁵, la CONSOB, assieme alle autorità di vigilanza finanziarie degli altri Stati membri, è stata chiamata a definire una linea di *policy* sulle vendite allo scoperto e, più in generale, sul fenomeno delle cd. "posizioni corte", indipendentemente dalle contingenze del mercato. Il 27 maggio 2009, la CONSOB ha pubblicato un documento di consultazione nel quale sono state individuate le diverse opzioni regolamentari potenzialmente idonee a disciplinare il fenomeno delle vendite allo scoperto in via permanente. Lo scopo del *position paper* è quello di avviare una discussione con il mercato sul tema, al fine di individuare le possibili opzioni regolamentari e di sottoporle ad un'analisi preliminare dei relativi costi e

35 CESR, Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime.

benefici, nell'ambito di un approccio di analisi d'impatto della regolazione.

Ciascuna delle opzioni individuate è stata dunque accompagnata da una valutazione – ancora una volta squisitamente qualitativa – dei costi e dei benefici. Tale valutazione ha consentito di restringere il campo delle opzioni regolamentari inizialmente analizzate escludendo quelle per le quali, nel contrastare i fallimenti di mercato generati dalla pratica dello *short selling*, è possibile presumere che i costi siano sicuramente superiori ai benefici.

Le opzioni regolamentari residue rappresentano, dunque, le proposte che saranno sottoposte ad una più approfondita analisi costi-benefici a livello europeo volta ad individuare soluzioni regolamentari armonizzate, anche alla luce del contenuto dell'armonizzazione e degli eventuali margini di discrezionalità lasciati alla regolamentazione nazionale.

Nell'ottobre del 2010 la CONSOB ha sottoposto ad analisi di impatto le previsioni regolamentari in materia di OPA obbligatoria. Il documento di consultazione precisa che, in assenza di complete evidenze quantitative sul fenomeno, l'analisi ha carattere eminentemente qualitativo³⁶. L'analisi dunque si realizza tramite l'individuazione – in termini di “vantaggi e svantaggi” – degli effetti attesi degli interventi regolamentari con riferimento al raggiungimento di tre obiettivi specifici: la tutela degli investitori, l'efficienza del mercato e del controllo societario e l'efficacia della vigilanza. Le opzioni alternative individuate sono solamente due: l'intervento e l'opzione zero.

La lettura di queste prime elaborazioni dell'analisi costi-benefici evidenzia l'approccio marcatamente qualitativo della Commissione. Laddove previsto, infatti, lo strumento AIR viene indicato all'interno del documento di consultazione per spiegare con maggiore puntualità e accuratezza la scelta regolatoria proposta. Tale strumento, dunque, sembra finalizzato non tanto a rappresentare tecnicamente e oggettivamente (anche in termini monetari) le scelte di *policy*, quanto piuttosto ad assicurare all'*iter* regolamentare la più ampia trasparenza e *accountability* possibile³⁷. In questa prospettiva gli *stakeholders* se

36 CONSOB, Analisi di impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria, Allegato 5, p. 2.

37 CONSOB, Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del Codice Civile in materia di operazioni con parti correlate, Documento di consultazione 9 aprile 2008, paragrafo 15: “Come è noto, non esiste una metodologia *standard* per computare costi e benefici: ad analisi che sulla base di *proxies* stimano i valori netti monetari delle singole ipotesi si affiancano il più delle volte studi che considerano prevalentemente elementi qualitativi. La ragione della scelta di un approccio qualitativo risiede nel fatto che spesso risulta assai complesso elaborare analisi quantitative per via delle evidenti difficoltà nell'individuare la “misura” dei costi e, soprattutto, dei benefici attesi. Esiste infatti da un lato un *trade-off* tra l'accuratezza e la completezza dell'analisi e il costo

da un lato appaiono minuziosamente accompagnati nella comprensione della proposta regolatoria, dall'altro, vengono sollecitati all'invio dei *comments* tramite le risposte al questionario utilizzato dalla CONSOB per indirizzare la discussione sul tema e raccogliere le informazioni ritenute più necessarie.

5. La valutazione *ex post*: l'impatto della regolazione (VIR)

Nel 2008 la CONSOB ha emanato un documento di consultazione contenente una minuziosa analisi dell'esperienza applicativa delle disposizioni sulle operazioni con parti correlate.

Al fine di evidenziare le maggiori criticità della disciplina vigente, la Commissione ha adottato un approccio sostanzialistico andando a verificare l'esperienza applicativa della regolamentazione in materia, comprese le forme di autoregolamentazione. Gli ambiti di analisi sono infatti due: le disposizioni previste dal Codice di autodisciplina, da un lato, e gli obblighi informativi fissati nell'articolo 71-*bis* del Regolamento Emittenti, dall'altro.

Per ciascuno di questi ambiti la CONSOB verifica l'efficacia delle soluzioni regolamentari tramite la raccolta delle informazioni dalle imprese interessate. Lo strumento del questionario appare ancora il mezzo privilegiato e più efficace per procedimentalizzare e indirizzare il dialogo. Anche il ricorso agli strumenti già elaborati dal mercato appare rilevante. Rispetto al codice di autodisciplina, in particolare, la Consob in parte utilizza l'analisi pubblicata annualmente da Assonime e Emittenti Titoli, che riflettono un esame delle relazioni sulla Corporate Governance in cui le società sono chiamate a dichiarare la propria conformità al Codice.

L'analisi effettuata appare particolarmente importante poiché introduce la valutazione di impatto della regolazione tra gli strumenti operativi della CONSOB. Come noto la valutazione *ex post* della regolazione consente al *policy-maker* di procedere al monitoraggio dell'impatto dei provvedimenti adottati. Quest'analisi, pertanto, rappresenta la condizione

relativo alla raccolta dei dati e non sempre i benefici marginali derivanti da un'analisi più approfondita giustificano il costo necessario a predisporla; dall'altro non sempre una stima monetaria dei costi e dei benefici rappresenta il miglior strumento di comparazione, perché difficilmente tutti gli elementi rilevanti sono misurabili in termini monetari ed esiste quindi il rischio che il confronto sia condizionato più dalla possibilità di misurazione di un elemento che dalla sua effettiva rilevanza".

propedeutica alla modifica del contesto normativo vigente poiché ne evidenzia, in modo empirico, i fallimenti o le debolezze.

Come ben evidenziato, valutazione *ex ante* e valutazione *ex post*, rappresentano momenti necessari dello stesso percorso analitico. In ambito europeo, ad esempio, è stato precisato che “la classificazione *ex ante* ed *ex post* avviene solo per motivi espositivi poiché l’analisi *ex ante* dovrà necessariamente basarsi su degli studi *ex post* che si concentrino sui fallimenti dell’intervento regolativo o sui costi eccessivi”³⁸.

Il ricorso a questo strumento di analisi evidenzia dunque l’attenzione da parte della CONSOB a sviluppare decisioni *evidence-based*, fondate cioè per quanto possibile sull’evidenza empirica e sulla misurazione dell’esperienza concreta. Inoltre, come dimostra il caso del codice di autodisciplina, emerge con chiarezza la proficua cooperazione tra mercato e autorità in un settore, come quello mobiliare, tradizionalmente dominato dalle asimmetrie informative.

6. Le prospettive

L’Autorità considera l’analisi di impatto della regolazione come uno degli strumenti fondamentali dei propri poteri regolamentari³⁹. L’analisi fin qui svolta evidenzia il

³⁸ Per la ricostruzione dell’influenza del diritto comunitario in materia di VIR e in generale del suo processo di introduzione si veda F. Cacciatore, Autorità indipendenti e nuova disciplina della VIR: tanto rumore per nulla?, Osservatorio sull’Analisi di Impatto della regolazione, www.osservatorioair.it, settembre 2010. Con riferimento all’ambito comunitario l’autrice ricorda che l’opportunità che l’analisi preventiva d’impatto venga seguita da un controllo successivo è stata evidenziata in diversi Report; nel 2006, ad esempio, si affermava che “in una prospettiva [...] dinamica, il controllo *ex post* può essere d’aiuto nel rivelare errori sistemici nella metodologia AIR e per promuovere pertanto dei miglioramenti metodologici nel tempo. Naturalmente, un tale effetto richiede che i risultati dei controlli *ex post* siano essi stessi verificati sistematicamente e che qualunque conclusione abbia un feedback nelle indicazioni AIR”.

³⁹ In occasione del convegno “I nuovi scenari dei mercati finanziari: il ruolo della CONSOB” tenutosi a Sondrio il 6 giugno 2008, ad esempio, il presidente Cardia ha fatto esplicito riferimento all’analisi di impatto della regolazione come uno dei principi di regolamentazione che sono già ampiamente condivisi dalla Commissione “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 – separazione tra funzioni istruttorie e decisorie; partecipazione al procedimento; tutela giurisdizionale);
- regole a garanzia

significativo impegno della CONSOB verso la costruzione di una cultura e di una prassi metodologica a favore dell'analisi di impatto.

Come si è detto su questa base è già stata emanata una bozza di regolamento interno in materia di AIR sottoposto a consultazione degli interessati. Ciò nonostante diversi sembrano ancora i passaggi necessari per un'adozione sistematica della metodologia AIR.

Innanzitutto un'accurata riflessione dovrà essere fatta sulla formalizzazione del processo di analisi di impatto. Ad esempio, l'art. 3 della bozza di regolamento 2010 contiene disposizioni generiche che lascia vuoti di interpretazione sulle ipotesi di eccezione attualmente riconducibili "agli aspetti che presentano margini di discrezionalità". Si tratterà dunque di descrivere in maniera più puntuale il procedimento di valutazione e le ipotesi di deroghe così da non lasciare ampi spazi di sottrazione alla procedura. Occorrerà inoltre incentivare il coordinamento dell'attività della Commissione con le altre autorità che si occupano del settore finanziario (Banca d'Italia, ISVAP E COVIP). In tale prospettiva potrà essere utile l'attivazione di forme di cooperazione e di scambio di informazioni per l'attuazione di un dialogo che possa incentivare la diffusione di *best practices*.

Particolare attenzione dovrà essere posta al profilo quantitativo. La Commissione dovrà progressivamente integrare la valutazione qualitativa già ampiamente sperimentata con quella prettamente valutativa dei costi e dei benefici.

Un'ulteriore riflessione sarà imposta dall'entrata a regime del nuovo sistema di regolazione finanziario in ambito europeo. Il ruolo centrale affidato alle nuove autorità finanziarie in materia regolatoria potrà porre un problema di coordinamento sia di tipo verticale, tra le competenze di livello europeo e quelle di ambito nazionale, sia di tipo orizzontale, ossia rispetto alle competenze delle tre diverse autorità. Inoltre dovrà essere chiarito il ruolo delle autorità nazionali nello svolgimento della procedura di AIR e la sua eventuale influenza nella procedura di competenza nazionale.

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 collegiale; requisiti dei membri; disciplina delle incompatibilità);- netta ripartizione di competenze tra le Autorità in funzione delle finalità della vigilanza. Autorità (controllo dei rendiconti; rapporti con il Parlamento e l'Esecutivo);- regole di *governance* dell'Autorità (funzionamento).