



Osservatorio sull'Analisi d'Impatto della Regolazione

MARIANGELA BENEDETTI

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

S 17/2012
dicembre 2012



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

Variazioni e integrazioni
rispetto alla scheda precedente (gennaio 2012)

La CONSOB consolida il suo impegno nell'attuazione dell'obbligo di analisi di impatto della regolazione. Nonostante il regolamento sulle "attuazione dell'art. 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale" non sia stato ancora formalmente approvato, la Commissione ha sviluppato una significativa esperienza in ambito AIR.

Tale esperienza è ulteriormente rafforzata dalla politica adottata dall'European Securities and Market Authority (ESMA) in materia di Regulatory Impact Assessment che nel 2012 ha adottato 9 AIR.

Par. 1 "L'UE, le organizzazioni internazionali, gli altri paesi": integrato con l'attività svolta dall'ESMA nel 2012

Par. 4 "L'esperienza realizzata": modificato a seguito della conduzione da parte della Commissione di due casi di AIR

Par. 6 "Le prospettive": modificato a seguito dell'attività svolta

INDICE

| | |
|---|-----------|
| 1. L'UE, le organizzazioni internazionali, gli altri Paesi..... | 6 |
| <i>Le istituzioni europee.....</i> | <i>6</i> |
| <i>L'attuazione da parte dell'ESMA.....</i> | <i>11</i> |
| <i>Quali prospettive per l'EMSA?.....</i> | <i>12</i> |
| <i>L'influsso degli organismi internazionali.....</i> | <i>15</i> |
| <i>Le esperienze condotte negli altri Paesi.....</i> | <i>16</i> |
| 2. Gli aspetti normativi..... | 20 |
| 3. Le consultazioni..... | 23 |
| 4. Il processo di introduzione dell'AIR : l'esperienza realizzata..... | 26 |
| 5. La valutazione <i>ex post</i> : l'impatto della regolazione (VIR)..... | 31 |
| 6. Le prospettive..... | 32 |

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, dicembre 2012, S 17/2012.

1. L'UE, le organizzazioni internazionali, gli altri Paesi

Le istituzioni europee

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 europeo.

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

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 si deve consultare con gli operatori del mercato finanziario. Il "Comitato di livello 3", inoltre, si deve adoperare

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

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 è, 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 europee. 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 con personalità giuridica di diritto europeo.

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 è quello di

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”.

sviluppare proposte regolamentari per definire *standard* tecnici comuni; risolvere casi di disaccordo fra i supervisori nazionali; contribuire ad assicurare una applicazione uniforme delle regole europee; 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, è centrale poiché individuato come strumento necessario e indispensabile per la formazione della regolazione tecnica nel mercato dei valori mobiliari.

L'attuazione da parte dell'ESMA

Dal primo gennaio al 30 ottobre 2012 l'ESMA ha adottato 12 documenti di consultazione che hanno avuto ad oggetto sia proposte di norme tecniche, ovvero norme che non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e il cui contenuto è limitato dagli atti legislativi su cui si basano, sia orientamenti e raccomandazioni privi di valore cogente.

Questi documenti di consultazione sono stati accompagnati in 7 casi da una *Cost-benefit analysis*¹³ e in 2 casi da un *Impact Assessment*¹⁴ confermando in tal modo il trend già rilevato durante il 2011¹⁵. La differenza tra le tecniche utilizzate è ancora meramente nominale

13 Cfr. ESMA, ESMA's guidelines on ETFs and other UCITS issues 30 January 2012, ESMA/2012/44; Draft technical standards on the Regulation (EU) xxxx/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, 24 January 2012, ESMA/2012/30; ESMA's draft technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No XX/2012), 15 February 2012, ESMA/2012/98; ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU, 20 June 2012, ESMA/2012/380; Guidelines on remuneration policies and practices (MiFID), 17 September 2012, ESMA/2012/57; Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, 28 June 2012, ESMA/2012/406; Exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps, 17 September 2012, ESMA/2012/580.

14 ECfr. ESMA, Draft Technical Standards for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories, 25 June 2012, ESMA/2012/379; Exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps.

15 Nel corso del 2011 l'ESMA ha adottato 10 documenti di consultazione. Tali documenti sono stati accompagnati in 3 casi da un *Impact Assessment* (Cfr. ESMA Guidelines on the application of the endorsement regime under Article 4 (3) of the Credit Rating Regulation 1060/2009; ESMA Consultation paper - Regulatory technical standards on the assessment of compliance of credit rating methodologies with the requirements set out in Article 8(3) of Regulation (EC) No 1060/2009; ESMA's Draft Regulatory Technical Standards on the content and format of ratings data periodic reporting to be submitted from credit rating agencies 19 September 2011) e in 4 casi da un *Cost-benefit analysis* (Cfr. Regulatory technical standards on the information to be provided to ESMA by a credit rating agency in its application for registration and certification and for the assessment of its systemic importance; ESMA's draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive in relation to supervision and third countries; Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities; Consultation paper - ESMA's draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive).

poiché a ciascuna tecnica non è associata una chiara e univoca metodologia. Ad esempio, in alcuni documenti di consultazione la *cost-benefit analysis* individua esclusivamente i “vantaggi e gli svantaggi” delle singole proposte regolatorie. Si tratta di un’analisi prettamente qualitativa che non si avvale di opzioni alternative ma descrive esclusivamente gli effetti potenziali sui destinatari diretti della norma. Laddove possibile, inoltre, sono indicate le prove a sostegno della descrizione degli effetti o, nel caso non sia stato possibile raccoglierle, si rimanda alla fase di consultazione per individuarle¹⁶.

In altri casi¹⁷, invece, sotto la definizione di *cost-benefit analysis* viene sviluppata un’analisi simile a quella contenuta nei documenti di consultazione che riferiscono alla metodologia “*impact assessment*”. In queste ipotesi, dopo una descrizione della proposta, del contesto di partenza e della necessità dell’intervento di regolazione, l’autorità europea ricostruisce gli impatti economici incrementali¹⁸ della proposta in termini di costi e benefici per il regolatore, per i destinatari diretti della norma, per ulteriori soggetti (ad esempio i paesi terzi e le piccole e medie imprese) ovvero i costi e benefici cd. indiretti. Successivamente, sono descritte le opzioni regolatorie e il relativo impatto in termini di costi e di benefici. L’analisi è meramente descrittiva e sempre di tipo qualitativo.

Nel complesso, dunque, l’analisi dell’EMSA risulta ancora non compiutamente strutturata e prevalentemente a vocazione qualitativa; tale approccio appare, in parte, riconducibile alla fase iniziale di attività dell’ufficio di regolazione dell’EMSA; in parte, alla cronica difficoltà di reperire i dati necessari a sviluppare un’analisi quantitativa nel mercato finanziario.

Quali prospettive per l’EMSA?

A prescindere dalla strutturazione – non ancora sistematica – della tecnica AIR adottata dall’ESMA, è doveroso segnalare che proprio dall’attività di regolazione di questa autorità emergono ulteriori elementi a favore della qualità della regolazione.

16 Cfr. ESMA, Further amendments to ESMA’s Recommendations for the consistent implementation of the Prospectus Regulation regarding mineral companies, 24 September 2012, ESMA/2012/607, p. 17 ss.

17 Cfr. ESMA, Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, 28 June 2012, ESMA/2012/406, pag. 67 ss.

18 Incrementali rispetto alla baseline ovvero alla situazione di partenza

Innanzitutto, merita di essere ricordata l’attenzione posta ai temi della concorrenza. In occasione del *Discussion Paper* su eventuali proposte di regolazione avente ad oggetto l’industria dei “proxy advisory”¹⁹, l’ESMA ha rilevato la necessità di considerare la concorrenza come uno degli aspetti di miglioramento della trasparenza del mercato²⁰. Infatti, come rilevato direttamente dall’autorità europea, l’impatto della proposta regolatoria sui profili concorrenziali del mercato fornisce un parametro di cui dover necessariamente tener conto nell’analisi complessiva della regolazione²¹. Nel caso concreto, ad esempio, l’ESMA ha affermato che *“in light of the potential impact that proxy advisory firms have on investor voting behaviour as a result of their reliance on proxy advice, an environment of healthy competition is an important factor to encourage accurate, independent and reliable research and advice, as well as providing choice among the investors”*. Pertanto, qualsiasi eventuale regolazione si volesse adottare, dovrebbe tener conto della necessità di garantire l’accesso al mercato ai piccoli e potenziali nuovi entranti evitando, contestualmente, interventi che possano favorire la concentrazione tra i consulenti già esistenti²².

Inoltre, va considerata la crescente attenzione dell’autorità europea a tecniche ulteriori di buona regolazione, tra cui, la valutazione del rischio. In questa direzione, ad esempio, si segnala che nel documento di consultazione volto a stabilire le linee guida per la remunerazione dei gestori di strumenti alternativi²³, in attuazione dell’articolo 13 della direttiva 2011/61/UE (meglio nota come AIFMD), l’ESMA effettua un’analisi della proposta regolatoria particolarmente dettagliata che richiama anche il principio di proporzionalità al rischio. Nel dettaglio, l’ESMA ricorda che l’elaborazione delle politiche di remunerazione deve inserirsi all’interno di una politica interna di *risk-management* in cui i gestori

19 “Le *proxy advisory firms* sono società che forniscono professionalmente raccomandazioni ai propri clienti, tra cui i principali investitori istituzionali, in relazione all’elezione delle cariche sociali, all’adozione di scelte di governance, a fusioni, e ad altre materie sottoposte all’assemblea degli azionisti” (la definizione è di Angelo Benessia in *Le fondazioni bancarie di fronte alla crisi finanziaria: prime riflessioni* Intervento del Presidente della Compagnia di San Paolo, Jesi 17 ottobre 2009, p. 5 disponibile alla pag. web <http://www2.unimc.it/ricerca/dipartimenti/dipartimento-di-studi-giuridici-ed-economici/iniziativa-eventi/relazione-benessia>).

20 Cfr. ESMA, Discussion Paper. An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options, 22 March 2012 ESMA/2012/212, par. 87.

21 Cfr. ESMA, Discussion Paper. An overview, cit., par. 109.

22 Cfr. ESMA, Discussion Paper. An overview, cit., par. 115.

23 Cfr. ESMA, Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, cit.

di strumenti alternativi tengono in considerazione diversi fattori tra cui gli effetti della remunerazione sui comportamenti degli individui (in particolari sul management)²⁴. Su queste basi il documento di consultazione suggerisce di costruire la politica remunerativa predisponendo una griglia di analisi parametrata sul diverso grado rischio e sul diverso livello di performance individuato da ciascuna società coinvolta.

Da ultimo si evidenzia che specifici stimoli a migliorare la tecnica di analisi di impatto della regolazione sono stati suggeriti all'ESMA direttamente dalla Commissione europea che, in occasione dell'emanazione del regolamento "relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati"²⁵, ha adottato un'approfondita AIR²⁶. Nel dettaglio, la Commissione seguendo l'approccio multicriterio da tempo già adottato, valuta contestualmente l'impatto su diversi aspetti della regolazione finanziaria. Dapprima individua i rischi associati alle operazioni di vendita allo scoperto; poi contestualizza i rischi nel mercato finanziario europeo sulla base dell'assenza di una modifica della regolazione; successivamente sono identificati gli obiettivi specifici dell'intervento regolatorio e le opzioni in grado di perseguirli. L'analisi d'impatto si sostanzia nella individuazione dei vantaggi e degli svantaggi di ciascuna opzione rispetto a tre criteri fondamentali: 1. l'impatto sugli *stakeholders*; 2. l'efficacia rispetto al conseguimento degli obiettivi; 3. l'efficienza della proposta in termini di risorse impiegate e risultato ottenuto. Ogni scenario è classificato in modo qualitativo²⁷; le opzioni selezionate sulla base di tale valutazione sono poi analizzate rispetto agli impatti ulteriori che la loro adozione potrebbe comportare. In particolare sono considerati gli effetti sui piccoli investitori e sulle piccole e medie imprese, sugli investitori appartenenti a Paesi terzi e, più generalmente, sull'equilibrio sociale²⁸. Da ultimo sono

24 Cfr. ESMA, Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, cit. p.29 e ss.

25 Cfr. Regolamento UE n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap).

26 Cfr. European Commission, *Impact Assessment Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, {SEC(2010) 1056}{COM(2010) 482}, disponibile alla pag. Web http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_impact_assessment_en.pdf

27 Ogni scenario è soppesato secondo una scala di valori che va dal molto negativo ("---") al neutro (0) al molto positivo ("++").

28 In realtà l'analisi dell'impatto sociale è molto generico facendo riferimento al potenziale riflesso in termini di riduzione della disoccupazione legata alla crisi economica. Cfr. European Commission, *Impact Assess-*

considerati i costi di *compliance* legati alla scelta regolatoria effettuata.

In ragione della metodologia utilizzata e dell'ampiezza di analisi offerta, questa AIR adottata dalla Commissione nel settore finanziario rappresenta, dunque, un significativo esempio per migliorare – soprattutto dal punto di vista strutturale e metodologico – le AIR emanate dall'ESMA.

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

ment Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling, cit. par. 6.2.5: "To the extent that the options considered in this initiative will help to contain the effects of future financial crises on the real economy, they will also help reduce the social costs of those crises (e.g. unemployment)".

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 impatto²⁹.

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 regolatori³⁰ emanati nell'esercizio delle proprie funzioni, ad esempio, *statement and draft*³¹, *code, rules*³² and

29 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.

30 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".

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

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

*directions*³³.

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 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 1981³⁴ e nel 1993³⁵ in materia di AIR (o, nel linguaggio anglosassone

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

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

35 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*

Regulatory Impact Assessment - RIA), come pure le circolari attuative emanate dall'*Office of Management and Budget*³⁶, infatti, sono indirizzate solo agli organi del governo federale, non vincolando le *independent agencies*³⁷ tra cui la SEC. Anche l'E.O. 13563 di Obama³⁸ invita le autorità indipendenti a seguire le indicazioni fornite - in modo cogente - alle agenzie esecutive. Pertanto, su questo fronte, esistono solo dei *memorandum*, delle lettere di invito ed altri atti di *soft law*, cui la SEC ha spontaneamente deciso di conformarsi³⁹. 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

difficult to quantify, propose or adopt a regulation only upon a reasoned determination that the benefits of the intended regulation justify its costs".

36 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.

37 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".

38 Executive Order 13563, Improving Regulation and Regulatory Review, 18 Gennaio 2011. Per un'analisi dell'E.O. si veda F. Sarpi, *L'AIR di Obama*, in *Rassegna Trimestrale dell'Osservatorio AIR*, vol. 1, 2011, p. 6 ss.

39 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).

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 Ottanta⁴⁰. 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 tra gli studiosi del settore⁴¹, 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 sottoposte⁴². 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 effettuate⁴³.

40 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.

41 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".

42 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".

43 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

Un ulteriore elemento di stimolo al dibattito sulla qualità della regolazione finanziaria è arrivato, da ultimo, sul fronte normativo. Il primo agosto 2012, infatti, è stata presentata alla Committee on Homeland Security and Governmental Affairs del Senato la proposta “Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012”. La proposta, che ha già sollevato diverse critiche, fornirebbe al Presidente il sostegno normativo per imporre alle autorità indipendenti di conformarsi ai criteri sull’analisi regolatoria imposta alle agenzie esecutive. Per questa via, le autorità indipendenti sarebbero tenute ad accompagnare le rispettive proposte regolatorie “economically significant” con la *regulatory impact analysis* nonché a sottoporre la proposta al preventivo vaglio dell’Office of Information and Regulatory Affairs (OIRA).

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

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.

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 finanza⁴⁴.

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 regolamento⁴⁵.

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,*

44 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.”

45 “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).

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* europee. 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 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 europeo dalla Commissione e dal CESR⁴⁶ alle quali la CONSOB partecipa direttamente.

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

⁴⁶ 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 processi decisionali. Nel dettaglio vedi C. Raiola, *La consultazione nelle Autorità indipendenti*, Osservatorio sull’Analisi di Impatto della Regolazione, www.osservatorioair.it, gennaio 2010.

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 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 2010, la CONSOB ha effettuato 105 consultazioni⁴⁷; nel 2011 ne sono state effettuate 9.

La loro struttura è riconducibile a quella del *notice and comments* sviluppato nell'esperienza statunitense; particolare attenzione viene data alla ricostruzione della disciplina vigente e

⁴⁷ 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.

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 sono 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 aspetti problematici 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, sembra aver stimolato diverse risposte da parte del mercato. Le associazioni di categoria, e 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 questa 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 regolazione⁴⁸. 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.

Più strutturata è invece la consultazione avvenuta con riferimento alla trasparenza delle partecipazioni con derivati in contanti. L'articolato sul quale è stato consultato il mercato nel Maggio 2011 risultava coerente con le principali conclusioni del *position paper* oggetto di consultazione del 2009 e teneva conto di alcuni dei commenti giunti dagli operatori in quella occasione. Inoltre, in un documento a parte, la CONSOB ha evidenziato tutte le proposte che non sono state recepite dandone una puntuale giustificazione.

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

La CONSOB ha adottato a regime l'analisi di impatto della regolazione.

Tale attività è in gran parte riconducibile all'esperienza maturata dall'Ufficio per l'analisi di impatto della regolamentazione istituito nel 2007 e collocato dapprima nell'ambito della Divisione che svolge studi economici⁴⁹ e, a seguito dell'adeguamento dell'articolazione operativa e funzionale della CONSOB avvenuta nel 2011⁵⁰, nella Divisione Strategie regolamentari. L'ufficio ha l'obiettivo di valutare l'impatto economico della normativa di interesse della Commissione; predisporre studi finalizzati alla valutazione degli effetti della

48 CONSOB, Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione, 23 giugno 2010

49 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.

50 CONSOB, Relazione per l'anno 2011, Roma, 31 marzo 2012, p. 54: "Rientrano tra le unità organizzative di nuova costituzione la Divisione Strategie Regolamentari costituita con l'obiettivo di assicurare un coordinamento unitario delle attività di elaborazione e attuazione della normativa secondaria di competenza CONSOB, tenendo conto delle priorità e delle linee guida strategiche dell'Istituto, sostenute da una sistematica attività di analisi dell'impatto della regolamentazione volta ad assicurare il rispetto dei principi di proporzionalità e sostenibilità della produzione normativa, nonché della qualità del linguaggio".

regolamentazione e monitorare l'evoluzione della regolamentazione internazionale.

A partire dal 2008, anno in cui è stata realizzata la prima AIR⁵¹, la CONSOB ha effettuato otto AIR. Tale dato è in linea con l'approccio "selettivo" che il Regolamento di attuazione della legge 265 ha indicato per l'adozione delle analisi di impatto⁵². In base al principio di proporzionalità, infatti, la Commissione ritiene di sottoporre ad AIR solamente quegli atti la cui complessità o la cui rilevanza è tale da porre dei rischi alla vigilanza dei mercati. Attenzione particolare viene, invece, riservata alla disciplina di origine europea. Per queste proposte di regolazione la CONSOB ritiene di limitare l'attività di AIR ai soli aspetti che richiedono l'effettuazione di scelte discrezionali.

Dal punto di vista metodologico, l'approccio adottato ripercorre sostanzialmente le *Guidelines* elaborate dai comitati di Livello 3 della procedura Lamfalussy⁵³. Le analisi di impatto proposte dalla CONSOB, infatti, appaiono tutte strutturate in cinque distinte parti.

Nella prima viene descritta la *ratio* alla modifica della normativa vigente. A tal fine vengono 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.

Nella seconda parte, la CONSOB individua le opzioni regolamentari alternative al perseguimento degli obiettivi prefissati. Tali opzioni vengono 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 spesso eseguita su base esclusivamente qualitativa; ciò sia nel rispetto delle

51 Il documento si occupava 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.

52 CONSOB, 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, 25 gennaio 2010.

53 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

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 individua diverse voci di costo e beneficio, distinguendo, ad esempio, tra i costi iniziali di adeguamento e i costi continuativi di conformità. Le singole voci di costo (e beneficio) vengono poi valutate assegnando a ciascuna di esse un punteggio secondo una scala di valori indicativi del divario esistente (basso, moderato, ampio) rispetto all'opzione "*do nothing*" ovvero al mantenimento dello *status quo*.

La valutazione viene 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.

Questo approccio è stato essenzialmente eseguito in tutte le AIR adottate dalla Commissione.

Nel 2009, ad esempio, 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 finanziaria⁵⁴. 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.

Ciascuna delle opzioni individuate è stata accompagnata da una valutazione – sostanzialmente 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 hanno, dunque, rappresentato le proposte da sottoporre 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.

⁵⁴ Su proposta del CESR, 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. Si veda CESR, *Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*.

Nell'ottobre del 2010 la CONSOB ha sottoposto ad analisi di impatto le previsioni regolamentari in materia di OPA obbligatoria. Il documento di consultazione esplicita che, in assenza di complete evidenze quantitative sul fenomeno, l'analisi ha carattere eminentemente qualitativo⁵⁵. 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.

Nel maggio 2011 la Commissione è tornata ad occuparsi del regime di trasparenza sulle partecipazioni acquisite attraverso derivati in contanti⁵⁶ (tema in precedenza trattato con il *position paper* del 2009). A seguito delle modifiche sulla direttiva Transparency proposte in ambito europeo dall'allora CESR⁵⁷, e degli esiti della consultazione sul *position paper*, infatti, la CONSOB emana un documento di consultazione contenente un'AIR sulle proposte regolatorie individuate.

L'analisi risulta maggiormente costruita intorno a dati empirici quantitativi. Il procedimento è sempre lo stesso: i costi e i benefici vengono individuati tenendo conto dei diversi interessi che ruotano intorno alla disposizione ovvero quelli degli investitori, degli emittenti, ed infine quelli indiretti. Per ciascuna di queste categorie la Commissione ricostruisce i costi e i benefici e ne assegna un dato numerico (in termini di +1, +2, +3 o al contrario di -1, -2, -3). I dati così raccolti, e sintetizzati in una scheda di sintesi, consentono - per ciascuna opzione individuata - l'aggregazione e l'individuazione del beneficio netto ovvero la differenza tra i costi e i benefici totali.

Nel 2012, infine, la CONSOB ha effettuato due AIR. L'approccio utilizzato enfatizza ulteriormente l'aspetto selettivo: l'analisi d'impatto, infatti, non è condotta sull'intero provvedimento oggetto del documento di consultazione ma riguarda solamente gli aspetti considerati più rilevanti.

⁵⁵ CONSOB, Analisi di impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria, Allegato 5, p. 2.

⁵⁶ Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF.

⁵⁷ La CESR valuta la possibile estensione dell'ambito applicativo della Direttiva Transparency alla trasparenza della detenzione di strumenti derivati con regolamento in contanti; vedi CESR, *Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, n. 09-1215b.

Ad esempio nel documento di consultazione avente ad oggetto la modifica del regolamento di attuazione del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, concernente la Camera di conciliazione e arbitrato, sono solo due le tematiche analizzate: la modifica della composizione della Camera di conciliazione ed arbitrato e la modifica dei requisiti di professionalità per l'iscrizione negli elenchi dei conciliatori e degli arbitri. La tecnica utilizzata conferma l'esperienza già maturata negli anni precedenti. Dapprima sono identificati i fallimenti della regolazione, poi sono formulate le opzioni alternative all'opzione zero. Tramite una tabella di sintesi sono infine presentati i vantaggi e gli svantaggi di ciascun intervento alla luce di alcuni criteri ossia: 1. la tutela per i risparmiatori; 2. l'efficacia su intermediari in termini di mancate adesioni/obbligatorietà; 3. i costi di realizzazione del progetto; 4. i tempi di realizzazione; 5. i fattori di criticità; 6. i fattori potenziali di successo⁵⁸. Manca, ancora, un'analisi economica degli effetti.

Prospetto 1 – Relazioni AIR pubblicate dalla CONSOB (a ottobre 2012)

| Normativa oggetto di analisi | Data documento di consultazione |
|---|---------------------------------|
| Modifiche al regolamento di attuazione del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, concernente la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob e le relative procedure, adottato dalla Consob con delibera n. 16763 del 29 dicembre 2008. | 5 aprile 2012 |
| Regolamento Emittenti – Regolamento Mercati. Proposte di modifica. | 22 marzo 2012 |
| Proposta di ammissione, ai sensi dell'art. 180, comma 1, lett. c), del d.lgs. n. 58/1998, di una prassi di mercato inerente al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate. | 1 marzo 2012 |
| Regolamenti emittenti. Proposte di modifica. | 9 dicembre 2011 |
| Raccolta bancaria a mezzo di obbligazioni, prospetto e regole di condotta. | 13 luglio 2011 |

⁵⁸ Per un'analisi di quest'AIR si veda M. Venticinque, *L'AIR della CONSOB sul nuovo regolamento per la disciplina della Camera di conciliazione ed arbitrato*, in *Rassegna trimestrale dell'Osservatorio AIR*, vol. 3, 2012, p. 14 ss.

| Normativa oggetto di analisi | Data documento di consultazione |
|---|---------------------------------|
| Modifiche al regolamento in materia di emittenti, lettera c. Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF. | 6 maggio 2011 |
| Regolamento emittenti – Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio. | 06 ottobre 2010 |

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 problematiche 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 è 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 risulta 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 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”⁵⁹.

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’analisi fin qui svolta evidenzia il significativo impegno della CONSOB verso la costruzione di una cultura e di una prassi metodologica a favore dell’analisi di impatto. L’Autorità, infatti, considera l’analisi di impatto della regolazione come uno degli strumenti fondamentali dei propri poteri regolamentari⁶⁰.

⁵⁹ 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 controllo *ex post* siano essi stessi verificati sistematicamente e che qualunque conclusione abbia un feedback nelle indicazioni AIR”.

⁶⁰ 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

Su questa base, mentre sul piano normativo è stata emanata una bozza di regolamento interno in materia di AIR seppur non ancora formalmente adottata, sul piano attuativo alcune misure regolatorie sono state accompagnate dall’analisi di impatto. Inoltre la posizione istituzionale dell’ufficio analisi della regolazione collocata all’interno di una divisione dedicata alla regolazione – e non più all’interno del più ampio e trasversale “servizio studi” – denota il peso che l’Autorità ha inteso affidare all’AIR e più in generale alla politica della qualità della regolazione.

Ciò nonostante è possibile individuare alcuni aspetti che la Commissione potrebbe ulteriormente formalizzare per un’adozione sistematica della metodologia AIR.

Innanzitutto un’accurata riflessione dovrebbe 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 tratta dunque di descrivere in maniera più puntuale il procedimento di valutazione e le ipotesi di deroghe così da non lasciare spazi di sottrazione alla procedura.

Particolare attenzione dovrebbe essere posta anche alla metodologia utilizzata. La lettura delle prime elaborazioni dell’analisi costi-benefici evidenzia, infatti, una cura particolarmente significativa verso il processo di formazione dell’AIR ma una minore attenzione all’analisi econometrica sottesa alla valutazione costi-benefici. Nonostante sia apprezzabile il tentativo di integrare l’analisi quantitativa – in particolare laddove l’Autorità è riuscita a raccogliere maggiori informazioni, nel complesso l’analisi della Commissione risulta ancora prettamente orientata all’aspetto qualitativo. 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, non sempre è finalizzato a rappresentare tecnicamente e oggettivamente (anche in termini monetari) le

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 collegiali; 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).

scelte di *policy*, quanto piuttosto ad assicurare all'iter regolamentare la più ampia trasparenza e *accountability* possibile⁶¹. In questa prospettiva gli *stakeholders* se 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. La Commissione dovrà, dunque, mettere a sistema la valutazione qualitativa già ampiamente sperimentata con quella prettamente valutativa dei costi e dei benefici.

A tal fine un ruolo fondamentale potrà essere assunto dall'attività di *benchmarking* dell'ESMA. Il ruolo centrale affidato alle nuove autorità finanziarie in materia regolatoria e lo stretto rapporto di collaborazione tra le autorità nazionali e quella europea, infatti, dovrebbe consentire una maggiore diffusione di *best practices* e delle *expertise* necessarie a raffinare la tecnica conducendola verso una quantificazione più marcatamente monetaria.

D'altro canto, il crescente ruolo di queste autorità europee potrebbe porre alcuni problemi di coordinamento; ciò, sia con riferimento all'ambito verticale, ossia tra le competenze di livello europeo e quelle di ambito nazionale, sia in ambito orizzontale, ossia rispetto alle competenze delle tre diverse autorità. In merito a quest'ultimo aspetto, ad esempio, occorrerebbe incentivare il coordinamento dell'attività della Commissione con le altre autorità che si occupano del settore finanziario (Banca d'Italia, ISVAP E COVIP).

Infine, ulteriori spazi di sviluppo potranno emergere dall'analisi retrospettiva della regolazione esistente svolta nell'intento di ridurre i relativi oneri amministrativi⁶². In tal

61 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, par. 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 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".

62 L'obbligo è stato introdotto dall'art. 6 del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70 che al comma 3 prevede che "nel perseguimento dell'obiettivo di riduzione degli oneri amministrativi definito in sede di Unione europea, con le risorse disponibili a legislazione vigente, le autorità amministrative indipendenti di vigilanza e garanzia effettuano, nell'ambito dei propri ordinamenti, la misurazione degli oneri amministrativi a carico

senso un esempio significativo è fornito dal documento di consultazione del 22 marzo 2012 avente ad oggetto proposte di modifica al regolamento emittenti⁶³. Il documento è il risultato dell'attività ricognitiva delle norme regolamentari che disciplinano gli emittenti e i mercati avviata dalla CONSOB a partire dagli ultimi mesi del 2011 per razionalizzare gli adempimenti connessi allo *status* di “*società quotata*” e ridurre i relativi costi.

L'analisi effettuata risulta ancora ad uno stato embrionale essendo principalmente affidata alla valutazione qualitativa dei consultati ai quali è stato richiesto di considerare, per ciascuna proposta di semplificazione, l'impatto (elevato, basso o medio) in termini di riduzione degli oneri.

Su questo fronte particolarmente interessante sarà, dunque, il confronto con le Autorità che, come l'AEEG⁶⁴, per prime hanno adottato un regolamento che disciplina la misurazione degli oneri amministrativi.

delle imprese con l'obiettivo di ridurre tali oneri entro il 31 dicembre 2012, proponendo le misure legislative e regolamentari ritenute idonee a realizzare tale riduzione”.

63 Cfr. CONSOB, Documento di Consultazione. Regolamento Emittenti. Proposte di modifica, 22 marzo 2012.

64 Cfr. AEEG, Deliberazione 25 ottobre 2012, 443/2012/A, “Semplificazione di obblighi di natura informativa per i soggetti produttori di energia elettrica di piccole dimensione, tipicamente coincidenti con famiglie e piccole-medie imprese e riduzione dei connessi oneri amministrativi”.