



Osservatorio sull'Analisi d'Impatto della Regolazione

MARIANGELA BENEDETTI

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

S 7/2014

marzo 2014



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

Variazioni e integrazioni rispetto alla scheda precedente (luglio 2013)

La CONSOB ha mostrato nel tempo una significativa esperienza nell'utilizzo degli strumenti di better regulation. All'attenzione per l'analisi di impatto della regolazione, all'uso di tecniche di consultazione dei soggetti interessati e alla valutazione ex post della regolazione è stata di recente aggiunta anche la misurazione degli oneri amministrativi.

L'analisi di impatto della regolazione, seppur ancora prevalentemente di tipo qualitativo, risulta conforme agli standard adottati dalle autorità di altri ordinamenti giuridici e dalla European Securities and Market Authority (ESMA). L'ESMA, in particolare, in ragione dello spostamento del potere di regolazione in ambito sovranazionale e il rafforzamento dell'approccio normativo di tipo top-down, rappresenta per la Consob un fondamentale parametro di riferimento nell'utilizzo degli strumenti di trasparenza e partecipazione dei processi regolatori.

Variazioni e integrazioni rispetto alla versione precedente

Par. 1 "Il contesto internazionale": aggiunto un sottoparagrafo nuovo riferito alle procedure di regolazione dell'ESMA e integrato il sottoparagrafo avente ad oggetto l'attività svolta dall'ESMA in considerazione del monitoraggio effettuato per il secondo semestre del 2013

Par. 4 "L'esperienza realizzata": modificato a seguito dell'attività svolta durante il 2013

Par. 6 "Altri strumenti di better regulation": rinominato e integrato sulla base dell'attività di misurazione degli oneri svolta nel corso del 2013 e della disciplina relativa "agli obblighi di pubblicità e trasparenza relativi all'organizzazione e all'attività della CONSOB" adottata a dicembre 2013.

Par. 7 "Le prospettive": modificato a seguito dell'aggiornamento svolto nell'anno 2013

INDICE

1. Il contesto internazionale.....	7
1.1 Le istituzioni europee.....	7
1.2 La funzione di regolazione dell'ESMA.....	11
1.3 L'AIR nell'ESMA.....	12
1.4 Quali prospettive per l'ESMA nell'ambito della qualità della regolazione?.....	14
1.5 L'influsso degli organismi internazionali.....	17
1.6 Le esperienze condotte negli altri Paesi.....	18
2. Gli aspetti normativi.....	22
3. Il processo di introduzione dell'AIR.....	24
4. Le caratteristiche dell'analisi.....	28
5. L'esperienza realizzata.....	30
6. Altri strumenti di <i>better regulation</i>	34
7. Le prospettive.....	40
Allegato.....	43

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, marzo 2014, S 7/2014.

1. Il contesto internazionale

1.1 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 *Markets in Financial Instruments Directive*).

La direttiva rientra nel Piano d'azione degli strumenti finanziari (di seguito FSAP, *Financial Services Action Plan*¹) adottato dalla Commissione Europea nel maggio 1999. In vigore dal 1° novembre 2007, il MiFID ha provveduto ad una ridefinizione complessiva del settore finanziario riconoscendo, tra l'altro, maggiori spazi di autonomia gestionale agli operatori del settore al duplice 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 in materia.

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 avuto un ruolo

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,

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 il 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 la Commissione⁵, così come gli addetti di settore⁶, aveva programmato di estendere progressivamente la prassi di valutazione delle misure di

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 europea 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."

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

primo livello anche all’adozione delle misure di dettaglio.

Più attento all’adozione della disciplina AIR, invece, è risultato essere il terzo livello della procedura Lamfalussy, 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.

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 riguardo la 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.

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.

8 The de Larosière Group, Report, 2009: “La mancanza di armonizzazione risiede nel fatto che troppo

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 a maggio dello stesso anno 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 l'armonizzazione delle regole. A tal fine, il principale compito ad essa affidato è quello 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 europee; svolgere un ruolo di coordinamento in situazioni di emergenza.

Il fondamento normativo dell'ESMA, al pari delle altre agenzie europee, è rintracciabile nell'art. 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). L'articolo che, come noto, conferisce al Consiglio il potere di adottare misure per il ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri ha legittimato l'istituzione di autorità con lo scopo

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, paragrafo 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 assicurare l'armonizzazione del mercato interno. La necessità di armonizzazione è stata ribadita dal 22° Considerando del Regolamento (CE) 1095/2010 secondo cui "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".

Si ricorda, inoltre, che di recente l'ESMA è stata dotata di ulteriori poteri di emergenza consistenti nella facoltà di richiedere informazioni, avviare inchieste e ispezioni ed applicare sanzioni. Nell'ambito del Regolamento (UE) n. 236/2012 relativo alle vendite allo scoperto, infatti, è stato attribuito all'ESMA il potere di intervenire con atti giuridicamente vincolanti sui mercati finanziari di uno Stato membro nel caso in cui esista una «minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità di tutto o di parte del sistema finanziario dell'Unione». Come ribadito di recente dalla Corte di giustizia, e contrariamente a quanto indicato dall'Avvocato generale nelle proprie conclusioni¹¹, anche tali poteri sono riconducibili alle misure di armonizzazione necessarie all'istituzione e al funzionamento del mercato interno di cui all'art. 114 TFUE.

1.2 La funzione di regolazione dell'ESMA

In quanto organismo dotato di competenze tecniche altamente specialistiche nel settore finanziario, l'ESMA è incaricata di elaborare "standard tecnici vincolanti" (Binding Technical Standards-BTS) volti a stabilire coerenti, efficienti ed efficaci pratiche di vigilanza nella duplice forma delle "norme tecniche di regolamentazione" (Regulatory technical standards-RTS) e delle "norme tecniche di attuazione" (Implementing technical standards-ITS).

L'Autorità europea svolge un'attività di quasi-regolazione poiché, nell'ambito dell'attuale assetto istituzionale europeo, "non è attributaria di una propria potestà regolamentare, tanto meno di un potere connotato dal carattere di ampia discrezionalità"¹²; essa, infatti, affianca la Commissione nell'esercizio del potere normativo delegato in base all'art. 290 e nell'esercizio dei poteri di esecuzione di cui all'art. 291, comma 2 del TFUE. La competenza ad emanare standard vincolanti non si configura, dunque, come una potestà regolatoria di tipo orizzontale estesa a tutto il settore finanziario ma si limita alle sole materie individuate dal regolamento istitutivo, ferma restando la

11 Cfr. Conclusioni dell'Avvocato generale Niilo Jääskinen, Causa C-270/12, Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Consiglio dell'Unione europea e Parlamento europeo, 12 settembre 2013.

12 P. Troiano, Le competenze dell'European Securities and Markets Authority, in P. Bilancia, La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi di settore, Giuffrè, 2012, p. 25

possibilità di includerne altre da parte del legislatore¹³.

Secondo questa architettura istituzionale, dunque, l'autorità elabora proposte mentre la Commissione ha il potere di trasformare in misure vincolanti. Eventuali modifiche alle proposte possono essere adottate solo per particolari ragioni e previo coordinamento con l'autorità stessa. Di fatto la Commissione difficilmente si discosta dalle proposte dell'Autorità; ciò sia in ragione delle competenze tecniche specializzate dell'autorità, sia in ragione del controllo istituzionale della Commissione che può rigettare o modificare la proposta dell'ESMA con un proprio «endorsement», sia in considerazione del potere di veto o revoca della proposta da parte del Parlamento e del Consiglio.

Per l'adozione degli standard vincolanti, il regolamento istitutivo prevede che l'ESMA svolga consultazioni pubbliche ed elabori analisi costi-benefici dei potenziali impatti degli standard elaborati. Tali vincoli procedurali sono obbligatori a meno che essi risultino sproporzionati rispetto alla portata e all'impatto dell'oggetto da regolare ovvero sussista una particolare urgenza nel provvedere.

In aggiunta agli standard tecnici, l'ESMA emana misure di *soft law* tra cui le linee guida e le raccomandazioni. Anche per l'adozione di questi atti, l'ESMA applica istituti di tipo partecipativo come lo svolgimento di consultazioni ed analisi *ex ante*. Tuttavia, a differenza di quanto accade per l'adozione di atti vincolanti, in questi casi la procedura è “più informale e destrutturata”¹⁴ poiché è lasciata alla valutazione discrezionale dell'ESMA.

1.3 L'AIR nell'ESMA

Dal primo gennaio 2012 al primo marzo 2014 l'ESMA ha adottato 37 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 15 casi da una *Cost-benefit analysis* e in 4 casi da un *Impact Assessment* (vedi tabella in allegato) confermando, in tal modo, il *trend* già rilevato durante il 2011¹⁵.

13 V. Colantuoni, Le funzioni di regolazione della Consob nella nuova governance europea, «I paper dell'Osservatorio», Osservatorio sull'Analisi di Impatto della Regolazione, www.osservatorioair.it, novembre 2013, P6/2013

14 V. Colantuoni, Le funzioni di regolazione della Consob, cit., p. 9.

15 Nel corso del 2011 l'ESMA ha adottato 10 documenti di consultazione Tali documenti sono stati accom-

A differenza di quanto rilevato in passato, l'analisi condotta dall'ESMA appare più strutturata e meglio definita. Anche la differenza terminologica tra *cost-benefit analysis* (CBA) e Impact Assessment (IA), in precedenza non chiarita in modo univoco¹⁶, sembra ora indicare una precisa differenza metodologica.

In particolare la CBA individua esclusivamente i “vantaggi e gli svantaggi” delle proposte regolatorie adottate. Si tratta di un'analisi prettamente qualitativa che descrive esclusivamente gli effetti potenziali sui destinatari della norma. Anche l'analisi di questi effetti risulta meglio definita poiché, rispetto a quanto accaduto negli anni precedenti, vengono descritti gli impatti (in termini di costi e benefici) rispetto a soggetti stabiliti ovvero gli emittenti, agli utenti e alle autorità nazionali¹⁷. 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 individuarle¹⁸.

Decisamente più struttura e articolata l'Impact Assessment. In queste ipotesi, dopo l'identificazione del problema (il contesto di partenza e la necessità dell'intervento di regolazione) e la descrizione delle opzioni di regolazione, l'autorità europea ricostruisce gli impatti economici - anche in termini incrementali rispetto alla situazione di partenza - delle diverse opzioni. L'analisi è effettuata indicando sia per i destinatari diretti della norma, sia per gli eventuali ulteriori soggetti (ad esempio i paesi terzi e le piccole e medie imprese) i potenziali benefici e costi, distinguendo, per questi ultimi, quelli

pagnati 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).

16 In alcuni casi sotto la definizione di cost-benefit analysis è stata sviluppata un'analisi simile a quella contenuta nei documenti di consultazione che riferiscono alla metodologia “impact assessment”. Cfr. ESMA, Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, 28 June 2012, ESMA/2012/406, pag. 67 ss

17 Cfr. ESMA, Consultation Paper. ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures, 13 February 2014|ESMA/2014/175.

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

di *compliance* e quelli indiretti. L'analisi è ancora prevalentemente di tipo descrittivo-qualitativo anche se, laddove possibile, compaiono primi indicatori di tipo quantitativo¹⁹. La stima monetaria non risulta ancora effettuata; ciò, probabilmente, in ragione della difficoltà, evidenziata anche dalla CONSOB²⁰, di reperire i dati necessari a sviluppare un'analisi quantitativa con informazioni che, in ragione dell'asimmetria informativa che caratterizza il mercato finanziario, forniscano parametri affidabili.

1.4 Quali prospettive per l'ESMA nell'ambito della qualità della regolazione?

L'ESMA pone particolare attenzione al tema della concorrenza. In occasione del *Discussion Paper* su eventuali proposte di regolazione aventi ad oggetto l'industria dei "proxy advisory"²¹, l'ESMA ha rilevato la necessità di considerarlo come uno degli aspetti di miglioramento della trasparenza del mercato²². Infatti, come rilevato direttamente dall'autorità europea, l'impatto della proposta regolatoria sui profili concorrenziali del mercato fornisce un parametro di cui dover

19 Cfr. Documento di consultazione avente ad oggetto gli standard tecnici richiesti per l'implementazione della regolamentazione sul Credit Rating Agencies ESMA, Consultation Paper. On CRA3 implementation, 11 February 2014 | ESMA/2014/150.

20 Questa difficoltà appare ribadita dalla modalità con cui si realizzano le consultazioni. L'ESMA spesso adotta le cd. call for evidence per raccogliere le informazioni necessarie ad effettuare l'analisi di impatto (cfr. paragrafo sulle consultazioni). Analoghe difficoltà sono state evidenziate anche dalla CONSOB. 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: "[...] 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".

21 "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>).

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

necessariamente tener conto nell’analisi complessiva della regolazione²³. 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, da un lato, della necessità di garantire l’accesso al mercato ai piccoli e potenziali nuovi entranti, e, dall’altro, di evitare interventi che possano favorire la concentrazione tra i consulenti già esistenti²⁴.

Inoltre, va considerata la crescente attenzione dell’autorità europea a tecniche ulteriori di buona regolazione, tra cui, la valutazione del rischio. In questa direzione si segnala, ad esempio, che nel documento di consultazione volto a stabilire le linee guida per la remunerazione dei gestori di strumenti alternativi²⁵, 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 di strumenti alternativi tengono in considerazione diversi fattori tra cui gli effetti della remunerazione sui comportamenti degli individui (in particolari sul management)²⁶. Su queste basi, il documento di consultazione suggerisce di costruire la politica remunerativa predisponendo una griglia di analisi parametrata sul diverso grado di rischio e sul diverso livello di *performance* individuato da ciascuna società coinvolta.

Stimoli a migliorare le 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”²⁷ ha adottato un’approfondita AIR²⁸ secondo il cd. approccio multicriterio. Si tratta di una tecnica da tempo già adottata dalla

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

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

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

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

27 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).

28 Cfr. European Commission, Impact Assessment Accompanying document to the Proposal for a Regula-

Commissione in cui, seppur su un piano prevalentemente qualitativo, le opzioni selezionate sono valutate sulla base di una pluralità di criteri, anche ulteriori a quelli prettamente economici. Ad esempio sono considerati gli effetti sui piccoli investitori e sulle piccole e medie imprese, sugli investitori appartenenti a Paesi terzi e, più generalmente, sull'equilibrio sociale²⁹.

Infine va rilevato l'impatto potenziale che potrà avere l'attività di coordinamento attuata dalla Joint Committee dell'European Supervisory Authorities (ESAs). Si tratta del comitato composto dalle diverse autorità afferenti al mercato finanziario (ESMA-EBA ed EIOPA) che assicura l'armonizzazione e l'omogeneizzazione delle misure adottate dalle singole autorità. Tra i temi affrontati dalla Joint Committee rilevano anche quelli della regolazione, della procedura di formazione delle misure di regolazione e più in generale degli standard comuni necessari per attuare la qualità della regolazione. Il 6 novembre 2013, ad esempio, è stato sottoposto a consultazione un documento avente ad oggetto "linee guida per la gestione dei reclami" nel settore bancario e di investimento da parte dell'ESMA e dell'EBA³⁰.

Da ultimo si fa presente che secondo quanto riportato dal sito dell'ESMA, la Joint Committee ha predisposto linee guida sulla Cost-benefit analysis e sull'Impact Assessment comuni a tutte le autorità a tutela dei mercati finanziari che purtroppo non sono rese ancora disponibili on line. In attesa di vedere il percorso comune indicato dalle linee guida, l'informazione appare di notevole interesse poiché evidenzia l'intenzione di rafforzare l'armonizzazione della regolazione finanziaria tramite

tion 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

29 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 Assessment 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)".

30 Sull'esempio delle linee guida già adottate nel 2012 dall'Autorità delle assicurazioni e pensioni aziendali o professionali, l'ESMA e l'EBA hanno predisposto un documento con cui si richiede alle autorità nazionali di vigilare affinché, nell'ambito della politica dei reclami, siano garantiti dagli operatori di mercato standard e modalità procedurali analoghi. Con riferimento alla procedura di risposta ai reclami, ad esempio, le linee guida prevedono che "gli intermediari finanziari si dotino di una funzione di gestione dei reclami, che consenta loro di considerarli in modo corretto; rendano nota tale policy a tutto il personale; comunichino attraverso un linguaggio semplice e chiaramente comprensibile; forniscano senza indugi le necessarie risposte ai consumatori (Cfr. Joint Committee of the European Supervisor Authorities, Consultation Paper on draft guidelines for complaints-handling for the securities (ESMA) and Banking (EBA) sectors, JC-CP-2013-03, 6 November 2013)

vincoli procedurali e metodologici in grado di condizionare in modo analogo e coerente tra tutte le autorità operanti nel settore. Il rispetto di tali vincoli procedurali, la circolazione delle buone pratiche e la diffusione di metodologie comuni saranno di fatto garantite dal network di uffici “Analisi di Impatto della Regolamentazione” presenti all’interno delle autorità nazionali. L’adozione di questo approccio non solo garantirà un maggior grado di trasparenza e *accountability* delle autorità ma consentirà una confrontabilità più facile e immediata dei dati e delle decisioni prese nonché un controllo maggiore sul rischio di cattura del regolatore da parte dei regolati.

1.5 L’influsso degli organismi internazionali

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

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 impatto³¹.

1.6 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 ex *Financial Supervisory Services Authority* britannica (FSA)³² 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 regolatori³³ emanati nell'esercizio delle proprie funzioni, ad esempio, *statement and draft*³⁴, *code, rules*³⁵ and *directions*³⁶.

L'adozione di una normativa così attenta ai principi della *better regulation*, da un lato, ha reso

31 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.

32 Dal 1° aprile 2013 le funzioni della FSA sono state trasferite a due nuove autorità: la Financial Conduct Authority (FCA), e la Prudential Regulation Authority (PRA), Per una ricostruzione di questo passaggio si veda S. Salvi, L'AIR nella Banca d'Italia, Osservatorio sull'Analisi di Impatto della Regolazione, www.osservatorio-air.it, S 1/2013, giugno 2013.

33 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".

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

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

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

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 1981³⁷ e nel 1993³⁸ in materia di AIR (o, nel linguaggio anglosassone *Regulatory Impact Assessment* - RIA), come pure le circolari attuative emanate dall'*Office of Management and Budget*³⁹, infatti, sono indirizzate solo agli organi del governo federale, non vincolando le *independent*

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

38 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".

39 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.

*agencies*⁴⁰ tra cui la SEC. Anche l'E.O. 13563 di Obama⁴¹ 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 conformarsi⁴². 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 Ottanta⁴³. L'analisi della regolazione è meramente discrezionale e quando viene effettuata risulta sintetica, fondamentalmente qualitativa e non presenta né il rigore né la profondità analitica delle valutazioni compiute dalle agenzie federali.

40 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".

41 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.

42 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).

43 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.

Eppure il tema della qualità della regolazione finanziaria desta particolare attenzione sia tra gli studiosi del settore⁴⁴, sia tra gli organi giurisdizionali. Con riferimento al controllo del giudice, tra il 2005 e il 2011 la Court of Appeals of District of Columbia Circuit ha emanato tre decisioni sulla regolazione della Securities and Exchange Commission (SEC) utilizzando la CBA come strumento per verificare la ragionevolezza e la non arbitrarietà delle scelte adottate⁴⁵. Secondo il giudice⁴⁶, il “Securities Exchange Act” che obbliga la SEC a considerare, nell’adozione della propria regolazione, l’impatto sull’efficienza del mercato, sulla competitività, sulla formazione del capitale e sulla protezione degli investitori, deve essere interpretato nel senso di imporre alla SEC, al pari delle agenzie esecutive, di adottare analisi economiche per giustificare le rispettive proposte regolatorie.

Tali analisi diventano oggetto di *judicial review* da parte del giudice statunitense che ne verifica la correttezza, la completezza e l’adeguatezza finendo, in tal modo, per rafforzare il controllo sull’attività regolatoria della SEC⁴⁷.

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 sollevato diverse critiche, avrebbe fornito 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 state tenute ad accompagnare le rispettive proposte regolatorie “economically significant”

44 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”.

45 Cfr. Chamber of Commerce of the United States of America v. SEC, 412 F.3d 133, 143 (D.C. Cir. 2005); American Equity Inv. Life Ins. Co. v. SEC, No. 09-1021 (D.C. Cir. 2009); Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144, 1146 (D.C. Cir. 2011).

46 Cfr. Bus. Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144, 1148 (D.C. Cir. 2011) “The Commission [...] has a statutory obligation to determine as best it can the economic implications of the rule”; Am. Equity Inv. Life Ins. Co. v. SEC, 613 F.3d 166, 177-79 (D.C. Cir. 2010) “[...] the SEC failed to consider the rule’s effects on efficiency, competition, and capital formation when it did not engage in a well-reasoned economic analysis”.

47 Cfr. R.A. Benedict, Judicial Review of SEC Rules: Managing the Costs of Cost-Benefit Analysis, in Minn. L. Rev., vol. 97, 2012, pp. 278 ss. Secondo l’Autrice il controllo stringente del giudice nel settore finanziario produce degli effetti negativi tra cui quello di indurre la SEC ad assumere un atteggiamento difensivo mediante l’adozione di una completa e dettagliata CBA per ciascun provvedimento regolatorio che intende adottare. Così facendo la SEC finisce per rallentare l’attività, vanificando uno degli obiettivi per cui è stata istituita, ovvero la capacità di rispondere velocemente ai cambiamenti del mercato.

con la *regulatory impact analysis* nonché a sottoporre la proposta al preventivo vaglio dell'Office of Information and Regulatory Affairs (OIRA)⁴⁸. La proposta non è tuttavia diventata legge.

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".

48 La proposta non è diventata legge.

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 finanza⁴⁹.

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 regolamento⁵⁰.

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* 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

⁴⁹ L'art. 187-*quaterdecies* del Testo Unico della finanza, introdotto dall'art. 9 della legge europea 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."

⁵⁰ "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).

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.

Si ricorda che ad oggi lo schema di regolamento non è stato ancora formalmente approvato.

3. Il processo di introduzione dell'AIR

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 dall'ESMA (prima CESR⁵¹) 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 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.

51 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.

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 centocinque consultazioni⁵²; nel 2011 ne sono state effettuate nove, nel 2012 cinque⁵³ e nel 2013 nove⁵⁴.

La loro struttura è 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

52 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.

53 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; Modifiche al Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob per il recepimento della direttiva 2010/76 (CRD 3) in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione; Regolamento Emittenti - Regolamento Mercati - Proposte di modifica; 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; Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione.

54 Raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line: questionario per l'indagine conoscitiva; Regolamento emittenti: proposte di modifica in materia di società cooperative - Documento di consultazione; Regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line; Regolamento emittenti: modifiche conseguenti al recepimento degli Orientamenti ESMA su ETF e altri OICVM e delle Q&A ESMA in materia di KIID; Regolamento emittenti: proposte di modifica in materia di prospetto, comunicazioni price sensitive, diritti dei soci, offerte pubbliche di acquisto o di scambio e altre proposte di modifica; Comunicazione di carattere generale in materia di obblighi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti riconducibili ai trust; Disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela da parte dei promotori finanziari, ai sensi dell'art. 7, comma 2, del Decreto Legislativo 21 novembre 2007, n. 231; Disposizioni attuative in materia di adeguata verifica della clientela da parte dei revisori legali e delle società di revisione con incarichi di revisione su enti di interesse pubblico, ai sensi dell'art. 7, co. 7 del d.lgs. 21.11.2007, n. 231; Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob.

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 solitamente 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 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 pubblico⁵⁵.

Negli ultimi tempi la consultazione ha ampliato la sua funzione venendo utilizzata, sul modello adottato dall'ESMA in ambito europeo, anche per raccogliere le informazioni necessarie alla individuazione delle opzioni regolamentari. Il 21 gennaio 2013, ad esempio, la CONSOB ai fini della emanazione della regolamentazione secondaria in merito alla raccolta di capitali di rischio di *start-*

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

up innovative per il tramite di portali on-line, ha dato avvio a una consultazione preliminare per raccogliere dati e informazioni necessari all'elaborazione delle opzioni regolamentari attuative di propria competenza in materia *crowdfunding*. La consultazione guidata tramite l'individuazione di domande chiuse e aperte ha consentito alla Commissione sia di raccogliere presso i diversi portatori di interesse (intermediari, utenti dei servizi finanziari, il sistema economico) le informazioni necessarie alla corretta predisposizione delle opzioni regolamentari, sia di apportare al processo decisionale un contributo sostanziale sotto il profilo dell'analisi vantaggi/svantaggi.

4. Le caratteristiche dell'analisi

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 economici⁵⁶ e, a seguito dell'adeguamento dell'articolazione operativa e funzionale della Consob avvenuta nel 2011⁵⁷, nella Divisione Strategie regolamentari⁵⁸. 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.

56 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.

57 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".

58 La divisione strategie regolamentari è divisa tra l'Ufficio regolamentazione che cura le strategie regolamentari dell'Istituto individuando le priorità di regolamentazione e coordinando il processo di predisposizione della normativa secondaria nonché elaborando ipotesi di modifica della normativa primaria e l'ufficio Analisi di impatto della regolamentazione che valuta l'impatto della regolamentazione e i relativi costi e ne monitora gli effetti.

A partire dal 2008, anno in cui è stata realizzata la prima AIR⁵⁹, la CONSOB ha effettuato dieci 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 impatto⁶⁰. 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 Lamfalussy⁶¹. L'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 opzioni regolamentari alternative per il 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, che caratterizza la terza fase della procedura, è spesso 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 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

59 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.

60 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.

61 Cfr. nota 7.

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 quarta fase si contraddistingue per la valutazione degli effetti sui diversi soggetti interessati ovvero 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. La quinta fase è dedicata alla scelta delle opzioni preferibili.

5. L'esperienza realizzata

L'approccio descritto nel precedente paragrafo è stato essenzialmente eseguito in tutte le AIR adottate dalla CONSOB.

Nel 2009, ad esempio, la Commissione ha utilizzato l'analisi di impatto della regolazione per l'elaborazione del *position paper* in tema di *short selling* emanato a seguito della crisi finanziaria⁶². 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.

⁶² Su proposta della 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. Vedi 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 qualitativo⁶³. 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 contanti⁶⁴ (tema in precedenza trattato con il Position paper del 2009). A seguito delle modifiche sulla direttiva Transparency proposte in ambito europeo dall'allora CESR⁶⁵, 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.

Dal 2012 ad oggi, la CONSOB ha effettuato cinque AIR di cui due nel 2013. 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. 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

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

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

65 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.

negli elenchi dei conciliatori e degli arbitri.

La tecnica utilizzata si concentra prevalentemente sugli aspetti qualitativi. Per ciascuna opzione individuata, infatti, la Commissione valuta i costi e i benefici esclusivamente in termini di vantaggi e svantaggi dell’opzione rispetto ad alcuni obiettivi specifici tra cui la tutela per i risparmiatori; i costi di *compliance*; la tutela per il mercato etc.⁶⁶. Manca ancora, quindi, un’analisi economica degli effetti; ciò, come dimostrato dall’esperienza dell’ESMA, soprattutto in ragione della scarsa disponibilità dei dati nonché della onerosità della loro raccolta.

Nel complesso, tuttavia, va riconosciuta un’indubbia consapevolezza maturata dalla CONSOB nell’utilizzo dello strumento AIR all’interno del processo di formazione della regolazione finanziaria. La conferma di tale consapevolezza è rintracciabile non tanto nel numero di AIR effettuate o nella modalità di presentazione della relazione AIR, quanto piuttosto nella standardizzazione dello strumento, nel progressivo affinamento delle fasi in cui essa si articola e nella capacità di sviluppare tali fasi (in particolar modo le consultazioni) in modo adeguato alla complessità e alla specificità dell’oggetto della regolazione.

Prospetto 1 – Relazioni AIR pubblicate dalla CONSOB (a dicembre 2013)

Normativa oggetto di analisi	Data documento di consultazione
Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob*	5 agosto 2013
Regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio (crowdfunding) da parte di start-up innovative tramite portali on-line” - Relazione AIR finale	29 marzo 2013
Regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio (crowdfunding) da parte di start-up innovative tramite portali on-line” - Relazione preliminare sull’Analisi di Impatto	21 gennaio 2013

⁶⁶ Nel documento di consultazione avente ad oggetto il nuovo regolamento per la disciplina della Camera di conciliazione ed arbitrato, la Consob presenta, tramite una tabella di sintesi, 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 successo.

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
Regolamento emittenti: equilibrio tra generi nella composizione degli organi sociali delle società quotate	9 dicembre 2011
Raccolta bancaria a mezzo di obbligazioni, prospetto e regole di condotta.	13 luglio 2011
Modifiche al regolamento in materia di emittenti, lettera c. Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali <i>cash-settled</i> 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.	6 ottobre 2010
Disciplina regolamentare di attuazione dell’art. 2391-bis del Codice civile in materia di operazioni con parti correlate	3 agosto 2009
Disciplina regolamentare di attuazione dell’art. 2391-bis del Codice civile in materia di operazioni con parti correlate	9 aprile 2008

* In questo caso non si tratta di un’AIR bensì di una stima con metodologia AIR dei tempi medi dei procedimenti sanzionatori adottati dalla Consob nell’arco del triennio 2010-2013. La stima è stata condotta dall’Ufficio analisi di impatto della regolamentazione. Secondo quanto descritto nel documento di consultazione “Al fine di garantire il buon funzionamento e l’efficacia dell’azione amministrativa anche con riguardo all’esercizio del potere sanzionatorio, la proposta di modifica è stata supportata dall’analisi dei procedimenti sanzionatori conclusi negli ultimi tre anni (2010, 2011 e 2012). I dati analizzati – in particolare il carattere “bifasico” della fase istruttoria del procedimento da cui scaturisce lo svolgimento di medesime attività da parte dei destinatari del procedimento (audizioni, accesso agli atti, presentazioni di deduzioni) sia dinanzi alla Divisione competente per materia che all’Ufficio Sanzioni Amministrative - hanno confermato l’esigenza di razionalizzare la disciplina complessiva, in un’ottica di semplificazione procedurale e di economicità dell’azione amministrativa”.

6. Altri strumenti di better regulation

L'attenzione della CONSOB verso il miglioramento della regolazione è stata negli ultimi anni ulteriormente rafforzata. Oltre all'adozione della procedura di analisi di impatto, la Commissione ha mostrato un crescente interesse rispetto ad altri strumenti di *better regulation* tra cui la valutazione di impatto della regolazione, la misurazione degli oneri amministrativi e gli obblighi di trasparenza.

a) *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 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 ha verificato l'efficacia delle soluzioni regolamentari sia tramite la raccolta diretta delle informazioni dalle imprese interessate, sia utilizzando i risultati ottenuti da analisi già svolte⁶⁷. 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 rappresenta la condizione propedeutica alla modifica del contesto normativo vigente poiché ne evidenzia, in modo empirico, i fallimenti o le debolezze.

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"⁶⁸.

⁶⁷ Rispetto al codice di autodisciplina, in particolare, la Consob 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.

⁶⁸ Per la ricostruzione dell'influenza del diritto europeo 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 europeo 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

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.

Più di recente la CONSOB ha provveduto ad individuare già in sede di AIR gli indicatori che potranno offrire una rappresentazione quantitativa dell’impatto della regolazione. Si tratta di indicatori elaborati per rispondere a quattro domande ritenute fondamentali⁶⁹ per verificare i risultati – in termini di benefici e costi – prodotti dal Regolamento sul cd. *equity crowdfunding*, ovvero: a) (il regolamento) ha favorito lo sviluppo dell’attività da parte di gestori autorizzati istituendo regole semplici e poco onerose?; b) ha creato un ambiente affidabile?; c) che tipo di investitori operano attraverso i portali?; d) che ruolo rivestono gli investitori istituzionali?

Sulla base di ciascuna di queste domande è stato costruito un primo set di indicatori in grado di orientare la VIR (vedi prospetto 2) che, tuttavia, potrà essere successivamente integrato tenendo conto dei dati effettivamente disponibili.

Prospetto 2 – Set di indicatori VIR elaborati sul Regolamento crowdfunding

Domande	Indicatori
Il regolamento ha favorito lo sviluppo dell’attività da parte di gestori autorizzati istituendo regole semplici e poco onerose?	<ul style="list-style-type: none"> • n. di portali autorizzati/ n. di portali operativi • Oneri portali autorizzati/oneri portali non soggetti al regolamento
Il regolamento ha creato un ambiente affidabile?	<ul style="list-style-type: none"> • n. di offerte a buon fine/n. di offerte esposte • Controvalore offerte a buon fine/controllore di offerte esposte • n. provvedimenti sanzionatori o cautelari • n. reclami (portali) • n. esposti (Consob) • controvalore delle adesioni per le quali è stata esercitata la facoltà di recesso

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”.

69 Cfr. Relazione sull’attività di analisi d’impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione, p. 20)

Domande	Indicatori
Che tipo di investitori operano attraverso i portali?	<ul style="list-style-type: none"> • n. adesioni <500 euro • controvalore totale adesioni < 500 euro • n. adesioni > 500 euro • nontrovalore totale adesioni > 500 euro
Che ruolo rivestono gli investitori istituzionali?	<ul style="list-style-type: none"> • n. offerte che presentano ab origine la sottoscrizione di un professionista • n. offerte non andate a buon fine a causa della mancata sottoscrizione di investitori professionali

b) *La misurazione degli oneri amministrativi.* Il Decreto legge 13 maggio 2011, n. 70 convertito, con modificazioni, nella legge 12 luglio 2011, n. 106 (cd. Decreto Sviluppo) ha esteso la misurazione degli oneri amministrativi (MOA) alle Autorità amministrative indipendenti di vigilanza e garanzia. Quest'ultime, al pari delle amministrazioni statali, regionali e degli enti locali, sono chiamate a effettuare, nell'ambito dei propri ordinamenti, la misurazione degli oneri amministrativi gravanti sulle imprese.

Si tratta di un'attività raccomandata anche dalla Commissione europea, che ha espresso la necessità di semplificare e ridurre gli oneri inutili o superflui alla tutela degli investitori e alla salvaguardia dell'integrità dei mercati. Tale principio assume particolare rilievo nell'ambito della regolazione finanziaria dove – anche in ragione della crisi economica del 2008 – sono richieste numerose informazioni ai regolati per assicurare la trasparenza nel rapporto con i regolatori, la conoscibilità del mercato e la divulgazione delle informazioni al pubblico.

Per tali motivi, la CONSOB è stata tra le prime Autorità amministrative indipendenti ad avviare dal 2011 un'attività di misurazione della normativa regolamentare in materia di emittenti, intermediari e mercati per individuare gli obblighi informativi ridondanti o sproporzionati che possono essere eliminati o semplificati.

Sul piano metodologico, la misurazione ha privilegiato l'aspetto qualitativo a quello quantitativo poiché è stata principalmente effettuata tramite la "mappatura regolamentare" ovvero la scomposizione della normativa al fine di individuare gli obblighi informativi e di catalogarli. La mappatura ha consentito alla Commissione di individuare 619 obblighi informativi, di cui solo 345 riconducibili al Regolamento emittenti, che generano oltre 451.000 segnalazioni all'anno.

La mappatura non è stata accompagnata da una stima degli oneri associati agli obblighi informativi

rilevati né da una quantificazione preliminare della riduzione degli stessi oneri, come invece indica la metodologia dello *Standard Cost Model*⁷⁰. La ragione di tale scelta appare principalmente riconducibile alla oggettiva difficoltà di acquisire le informazioni necessarie a stimare gli oneri amministrativi. Nel documento di consultazione del 22 marzo 2012 avente ad oggetto il Regolamento Emittenti e quello Mercati, ad esempio, la CONSOB ha utilizzato la consultazione per cercare di acquisire le informazioni necessarie ad indicare l'impatto sugli oneri amministrativi e la stima dei relativi risparmi⁷¹. Si tratta dunque di una scelta metodologica che sposta «a valle» il momento della misurazione affidandola principalmente alle percezioni dei regolati e alle loro diverse sensibilità rispetto alle singole misure di semplificazioni proposte.

L'attività di misurazione ha consentito alla CONSOB anche di predisporre il primo piano di riduzione per il biennio 2013-2014. L'assenza di una preliminare misurazione quantitativa degli obblighi amministrativi ha tuttavia condizionato la struttura e il contenuto del piano; a differenza di quanto previsto in ambito statale, infatti, il piano della CONSOB non indica le semplificazioni in termini di riduzione (quantitative) degli adempimenti consideranti rilevanti. Sono individuate, invece, le linee di azione generali degli interventi di semplificazione che devono essere adottati nonché la modalità attraverso cui realizzare il piano ponendo attenzione al coinvolgimento dei soggetti interessati anche tramite le consultazioni pubbliche.

Con riferimento alle aree di intervento, la CONSOB utilizza le tre leve tipiche della semplificazione ossia quella normativa, quella organizzativa e quella informatica. Tali leve verranno utilizzate nell'obiettivo di perseguire tre obiettivi principali: 1) migliorare, sfortire, coordinare e chiarire la regolazione per individuare eventuali casi di *gold plating*; 2) rendere più accessibile e fruibile le informazioni sia nei confronti della CONSOB che nei confronti del pubblico anche tramite

70 Si tratta di una metodologia originariamente sviluppata nei Paesi Bassi e attualmente adottata dai paesi dell'UE, dalla Commissione europea e dall'Italia. Obiettivo dello SCM è identificare i costi della regolazione inutili o eccessivi rispetto agli obiettivi di tutela degli interessi pubblici che essa si prefigge. A tal fine, lo SCM prevede la raccolta di informazioni estremamente dettagliate sui singoli adempimenti amministrativi e sui costi che questi generano per i destinatari. Esprimendo il grado di complicazione burocratica in termini quantitativi, lo SCM offre un parametro oggettivo per l'impostazione e la verifica degli interventi di semplificazione.

71 Nel dettaglio, il documento di consultazione contiene una griglia in cui, per ciascuna proposta regolamentare, i consultati possano indicare l'impatto sugli oneri amministrativi in termini qualitativi scegliendo tra tre alternative possibili: impatto contenuto, medio oppure elevato. Inoltre, laddove possibile, i consultati sono contestualmente chiamati a indicare una stima quantitativa dei risparmi derivanti dalle singole misure di semplificazione. Cfr. Consob, Esiti della consultazione, Modifiche ai Regolamenti concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati adottati rispettivamente con delibere n. 11971/ e n. 16191/2007 e successive modificazioni).

l'individuazione di alcuni standard minimi cui debbano attenersi i siti internet dei soggetti vigilati per la diffusione delle informazioni regolamentate nonché tramite la valorizzazione del sito della stessa Commissione; 3) ridurre e, laddove possibile, eliminare gli obblighi informativi a carico dei regolati ridondanti o obsoleti (ad esempio perchè cartacei)⁷².

c) *Gli obblighi di trasparenza.* Il concetto di trasparenza ha assunto una notevole importanza negli ultimi anni anche grazie alle pressioni degli organismi internazionali che hanno valorizzato il legame esistente tra gli strumenti operativi adottati per assicurare la trasparenza nell'azione amministrativa e il miglioramento della qualità della regolazione. In questa prospettiva si inserisce l'adozione del d.lgs. 14 marzo 2013, n. 33 avente ad oggetto il "Riordino della disciplina riguardante gli obblighi di pubblicità, trasparenza e diffusione da parte delle pubbliche amministrazioni".

Come noto, si tratta di una norma che assicura un livello minimo di trasparenza e apertura verso i cittadini attraverso lo strumento della pubblicità; è imposto, infatti, alle pubbliche amministrazioni l'obbligo generalizzato di rendere pubblici una serie di documenti, di informazioni o di dati aventi ad oggetto l'attività e l'organizzazione dell'amministrazione.

Secondo quanto disposto dal terzo comma dell'art. 11 del d.lgs. n. 33/2013 le varie autorità indipendenti di garanzia, vigilanza e regolazione provvedono all'attuazione di quanto previsto dalla normativa in materia di pubblicità "secondo le disposizioni dei rispettivi ordinamenti". La norma conferma dunque l'esigenza di applicare anche alle autorità indipendenti le disposizioni in materia di trasparenza facendo, tuttavia, salva la necessità di garantire un sufficiente spazio di autonomia per definire le modalità attraverso le quali adempiere.

In attuazione del decreto Trasparenza, la CONSOB ha adottato con delibera del 19 dicembre 2013 il "Regolamento concernente gli obblighi di pubblicità e trasparenza relativi all'organizzazione e all'attività". Composto da 26 articoli, il regolamento disciplina gli obblighi di pubblicazione di documenti, informazioni e dati e le relative condizioni e modalità di pubblicità.

Secondo quanto stabilito dall'articolo 4 del Regolamento, i dati, le informazioni e i documenti sono pubblicati per un periodo di 5 anni, decorrenti dal 1° gennaio dell'anno successivo a quello da cui decorre l'obbligo di pubblicazione, e comunque fino a che gli atti pubblicati producono i loro effetti. L'aggiornamento è prevista a cadenza almeno annuale.

⁷² Cfr. Consob, Misurazione degli oneri amministrativi – Aree di intervento biennio 2013-2014, in www.consob.it.

Gli obblighi di pubblicazione hanno ad oggetto i seguenti aspetti: l'organizzazione della Consob; i componenti della Commissione; i titolari di incarichi dirigenziali e di collaborazione o consulenza; gli incarichi conferiti ai dipendenti; la dotazione organica e il costo del personale; i bandi di concorso; i dati relativi alla valutazione della performance e alla distribuzione dei premi al personale; le procedure e i provvedimenti di affidamento di lavori, servizi e forniture; i dati aggregati relativi all'attività amministrativa; il bilancio, preventivo e consuntivo; i beni immobili e la gestione del patrimonio; i dati relativi ai controlli sull'organizzazione e sull'attività della Consob nonché sui tempi di pagamento della stessa; i procedimenti amministrativi di competenza della Commissione; le informazioni necessarie per effettuare pagamenti informatici.

Il differimento o l'omissione della pubblicazione dei dati può avvenire solo ove ricorrano motivate esigenze di riservatezza o di segreto.

Rispetto alle disposizioni previste dal d.lgs. n. 33/2013, si segnala l'assenza di una specifica procedura di accesso civico che riconosca ad ogni cittadino interessato il diritto di visionare e controllare l'attività dell'amministrazione quando questa è esplicitata attraverso documenti amministrativi⁷³. Secondo quanto stabilito dal Regolamento della Consob, spetta al responsabile per la trasparenza, che svolge stabilmente un'attività di indirizzo, di coordinamento e di controllo sull'adempimento degli obblighi di pubblicazione, verificare la completezza, la chiarezza e l'aggiornamento delle informazioni pubblicate, nonché segnalare i casi di mancato o ritardato adempimento degli obblighi di pubblicazione.

7. Le prospettive

L'analisi fin qui svolta evidenzia il significativo impegno della CONSOB verso la costruzione di una cultura e di una prassi a favore dell'analisi di impatto e più in generale della politica di qualità della regolazione. L'Autorità, infatti, considera l'AIR come uno degli strumenti fondamentali dei

⁷³ L'articolo 5 del d.lgs. n. 33/2013 riconosce un diritto di accesso, svincolato ai precedenti requisiti di legittimità all'accesso previsti nell'art. 22 d.lgs. 165/2001, il quale potrà essere attivato attraverso una specifica richiesta all'amministrazione non motivata, né si dovrà dimostrare una specifica utilità legata al documento amministrativo: la legittimità all'accesso sarà il risultato di una presunzione di interesse "civico", derivante dall'obbligatorietà legislativa. In questo modo la pubblicità/trasparenza non è più solo un obbligo per l'amministrazione ma diventa un diritto alla conoscenza, i cui titolari sono tutti i cittadini.

propri poteri regolamentari⁷⁴.

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 diverse 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.

Alcuni aspetti possono ancora essere migliorati. Ad esempio, manca ancora una formalizzazione del processo di analisi di impatto ed in particolare delle ipotesi di deroghe che potrebbe garantire spazi di sottrazione alla procedura⁷⁵.

Tuttavia emerge un trend di miglioramento continuo dei processi regolamentari della CONSOB nel rispetto dei principi europei, delle disposizioni internazionali e delle procedure adottate dalle altre autorità operanti nel settore finanziario. L'AIR è riconosciuta ormai come “uno strumento imprescindibile di regolamentazione e di trasparenza atto a valutare la qualità del prodotto regolatorio per addivenire a norme efficaci, poco costose e di maggiore utilità per i destinatari”⁷⁶. Il perno intorno al quale ruota l'intera procedura di analisi di impatto è l'attività di consultazione che consente di

74 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 – 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 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).

75 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.

76 V. Miscia, V. Mirra, L'AIR delle autorità indipendenti: Banca d'Italia e Consob, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2, 2013, p. 523.

conoscere il fenomeno che la Commissione si accinge a regolamentare; di indirizzare il regolatore al fine di risolvere le problematiche emerse; di affinare la valutazione dei costi e dei benefici connessi alle ipotesi regolatorie prese in esame⁷⁷; di suggerire in maniera sempre più puntuale e consapevole il contenuto del documento finale.

La valorizzazione delle consultazioni assicura all’*iter* regolamentare la più ampia trasparenza e *accountability* possibile. 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.

Sul piano metodologico si conferma ancora la preferenza all’analisi qualitativa.. Al fine di valorizzare l’aspetto quantitativo ed introdurre misure economiche nella valutazione degli impatti della proposta regolatoria, un ruolo fondamentale potrà essere assunto dalle attività di scambio di buone pratiche avviata dalla Joint Committe dell’ESAs e che è già stata formalizzata nell’adozione di comuni linee guida. Si tratterà non solo di indicare un percorso comune che accompagni una quantificazione monetaria degli impatti delle proposte regolatorie ma anche di fornire indicazioni su come gestire le difficoltà e i rischi legati all’acquisizione dei dati.

Infine va evidenziato l’approccio olistico della CONSOB verso il miglioramento del processo decisionale. Si tratta di un’attenzione continua e sistematica che fa leva su tutti gli strumenti messi in campo dal legislatore per garantire la semplicità, l’efficacia e l’efficienza dell’azione regolamentare sia nella “prospettiva di flusso” che nella “prospettiva stock”⁷⁸.

77 V. Miscia, V. Mirra, L’AIR delle autorità indipendenti, cit. p. 527: “per il regolamento in tema di operazioni con parti correlate si è ritenuto utile ampliare ed approfondire l’analisi condotta in occasione della prima procedura di consultazione, arricchendo le iniziali macro-opzioni regolamentari e delineando tre sub-opzioni di affinamento delle ipotesi prescelte da sottoporre ad analisi costi-benefici”

78 Seppur in assenza di un regolamento che disciplina la misurazione degli oneri amministrativi, come quello già adottato dall’AEEG, infatti, la CONSOB si dimostra particolarmente attenta alla qualità della regolazione nella “prospettiva stock” al punto da essere la prima Autorità a mettere a sistema la politica di semplificazione tramite l’adozione del piano di riduzione.

ALLEGATO

Tab. 1: raccolta consultazioni ESMA nel periodo 1 gennaio 2012-28 febbraio 2014

N. documento	Data	Titolo	zCBA/Impact assessment
2014/175	13/02/2014	ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures	CBA)
2014/150	11/02/2014	Consultation Paper on CRA3 Implementation	IA
2013/1974	20/12/2013	Revision of the provisions on diversification of collateral in ESMA's guidelines on ETFs and other UCITS issues	CBA
2013/1649	14/11/2013	ESMA's policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation	No
JC CP 2013 02	07/11/2013	Joint Consultation Paper On Mechanistic references to credit ratings in the ESAs' guidelines and recommendations	IA
JC-CP-2013-03	06/11/2013	Draft guidelines for complaints-handling for the securities (ESMA) and banking (EBA) sectors	CBA
2013/1292	18/10/2013	ESMA's Technical Advice to the Commission on procedural rules to impose fines on Trade Repositories	No
2013/1013	19/07/2013	Guidelines on enforcement of financial information	No (non è stata considerata proporzionale)
2013/892	17/07/2013	Draft Regulatory Technical Standards on contracts having a direct, substantial and foreseeable effect within the Union and non-evasion of provisions of EMIR	IA
2013/925	12/07/2013	The Clearing Obligation under EMIR	No

N. documento	Data	Titolo	zCBA/Impact assessment
2013/926	12/07/2013	Template for the Responses to the Discussion Paper on the Clearing Obligation under EMIR	No
2013/891	10/07/2013	Discussion Paper on CRA3 Implementation	No
2013/918	09/07/2013	Draft Regulatory Technical Standards on information requirements for assessment of acquisitions and increases in holdings in investment firms (MiFID)	No
2013/592	24/05/2013	Consultation paper on ESMA's guidelines on AIFMD reporting obligations under Articles 3 and 24 of the AIFMD	CBA
2013/316	15/03/2013	Draft Regulatory Technical Standards on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus	CBA
2013/219	20/02/2013	ESMA's Technical Advice to the Commission on Fees for Trade Repositories	No
2013/12	11/01/2013	Principles for Benchmarks-Setting Processes in the EU	No
2012/841	20/12/2012	Guidelines and recommendations on the scope of the CRA Regulation	No
2012/852	20/12/2012	Guidelines for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements	CBA
2012/845	19/12/2012	Guidelines on key concepts of the AIFMD	CBA
2012/844	19/12/2012	Draft regulatory technical standards on types of AIFMs	CBA
2012/607	01/10/2012	Further amendments to ESMA's Recommendations for the consistent implementation of the Prospectus Regulation regarding mineral companies	CBA

N. documento	Data	Titolo	zCBA/Impact assessment
2012/580	17/09/2012	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	CBA
2012/570	17/09/2012	Guidelines on remuneration policies and practices (MiFID)	CBA
JC/CP/2012/02	31/08/2012	Joint consultation paper on Draft Regulatory Technical Standards on the uniform conditions of application of the calculation methods under Article 6.2 of the Financial Conglomerates Directive	CBA
2012/406	28/06/2012	Draft Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD	CBA
2012/379	25/06/2012	Draft Technical Standards for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories	IA
2012/380	20/06/2012	ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU	CBA
JC/CP/2012/01	14/05/2012	EBA, EIOPA and ESMA's Joint Consultation Paper on its proposed response to the Commission's Review of the Financial Conglomerates Directive	IA
2012/212	22/03/2012	Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options	No (ma sono individuate le diverse opzioni regolatorie percorribili nella disciplina della proxy advisory e ricostruisce le dinamiche competitive del mercato)
JC/DP/2012/1	06/03/2012	Joint Discussion Paper on Draft Regulatory Technical Standards on risk mitigation techniques for OTC derivatives not cleared by a CCP under the Regulation on OTC derivatives, CCPs and Trade Repositories	Sono individuate le alternative ma la CBA non è stata fatta in ragione della mancanza di informazioni*
2012/117	23/02/2012	Discussion paper on Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM	No

N. documento	Data	Titolo	zCBA/Impact assessment
2012/95	16/02/2012	Draft Technical Standards for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories	No
2012/98	15/02/2012	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)	No
2012/44	30/01/2012	ESMA's guidelines on ETFs and other UCITS issues	CBA
2012/30	24/01/2012	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	No

* A cost-benefit analysis is an essential part of the process of developing RTS. Respondents to this discussion paper are kindly invited to provide, together with their responses, quantitative evidence to support their views. Please provide data for the purpose of the ESAs cost and benefit analysis of proposed rules and currently used methods. Q47. What is the impact of the presented options on the capital and collateral requirements of the counterparties affected by the relevant provisions and the span of time necessary to comply with the Regulation?