



Osservatorio sull'Analisi d'Impatto della Regolazione

VIRNA COLANTUONI

Le funzioni di regolazione della Consob
nella nuova *governance* europea

P 6/2013
novembre 2013

I Paper dell'Osservatorio
P 6/2013 ISSN 2280-8698
© 2013, Osservatorio AIR

INDICE

1. Le funzioni di regolamentazione dell'ESMA.....	5
2. L'attività di <i>soft law</i> dell'ESMA.....	8
3. La convergenza delle norme dell'Unione europea: lo stato dell'arte.....	11
4. Il vincolo europeo nella fase discendente normativa.....	14
5. La trasposizione delle norme europee e l'obiettivo di convergenza: l'esperienza del Regno Unito.....	20

Creative commons Attribution-NonCommercial-NoDerivs 3.0 Unported

Citare come: 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, P 6/2013. ISSN 2280-8698.

Nota: Le opinioni espresse nel presente contributo impegnano ovviamente soltanto l'autrice e non già la Commissione Nazionale per Società e la Borsa (CONSOB) presso la quale la stessa svolge la propria attività lavorativa.

1. Le funzioni di regolamentazione dell'ESMA

Nella Comunicazione del 27 maggio 2009, sollecitata dagli esiti del Rapporto de' Larosiere¹, la Commissione europea ha indicato la necessità di una radicale revisione della *governance* finanziaria europea per rimuovere, almeno in parte, gli effetti dei fallimenti di mercato e della regolamentazione generati dalla crisi, migliorando l'efficienza dei mercati e la tutela degli investitori. In tale Comunicazione, la regolamentazione ("*rules on the books*") e la vigilanza ("*rules in action*") sono state riguardate, per la prima volta, come aree interconnesse, dove la regolamentazione è l'insieme delle norme e dei principi che disciplinano gli istituti finanziari in funzione della stabilità e della tutela degli investitori e la vigilanza è la procedura di controllo per verificare che quelle stesse norme e principi siano correttamente applicati dagli istituti finanziari².

Le raccomandazioni della Commissione si sono concretizzate, principalmente, nella trasformazione dei Comitati di Livello 3 nelle tre Autorità europee di vigilanza (ESA's)³, cui sono state trasferite le competenze dei primi e attribuite nuove e rilevanti funzioni.

L'istituzione delle tre ESA, realizzata in un tempo decisamente breve, è stata accompagnata dall'elaborazione di un *corpus* unico di norme per garantire un'applicazione coerente e uniforme delle stesse. L'adozione della direttiva 2010/78/UE del 24 novembre 2010 (cd. "*Omnibus*") costituisce infatti il *framework* della nuova struttura, in cui si inscrivono i regolamenti UE n. 1093/2010, n. 1094/2010 e n. 1095/2010⁴, istitutivi delle nuove autorità di vigilanza preposte al settore bancario (EBA), delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e degli strumenti finanziari (ESMA).

Nell'analisi di impatto relativa al regolamento istitutivo⁵ dell'ESMA si esprimeva apprezzamento

1 Il Rapporto finale è accessibile al sito: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

2 Cfr. N. Moloney, *The European Securities and markets authority and institutional design for EU financial markets. – A tale of two competences: Part (1) Rule Making; Part (2) Rule in action*, 195, ss., *European Business Organization Law Review*, 12, 2011, 41 ss..

3 Cfr. V. Cerulli Irelli, *Dalle agenzie europee alla Autorità europea di vigilanza*, in *Lo Spazio amministrativo europeo. Le pubbliche amministrazioni dopo il Trattato di Lisbona*, a cura di M.P. Chiti e A. Natalini, Bologna, 2013.

4 Le competenze dell'ESMA sono tuttora "in divenire", tant'è che il Parlamento europeo nella seduta plenaria per l'approvazione del regolamento n. 1095/2010 ha sottolineato che le ESA "*will be able to grow as events require*".

5 Cfr. SEC (2009) 1234.

per gli sforzi e i risultati raggiunti dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR), il Comitato di Livello 3 della struttura Lamfalussy competente per il settore finanziario; allo stesso tempo, si evidenziava che un adeguato livello di armonizzazione normativa dell'Unione sarebbe stato raggiungibile solo dotando la nuova Autorità di strumenti maggiormente efficaci rispetto al passato. L'ESMA pur essendo subentrata al CESR è, in effetti, un organismo nuovo sia per *status* (quale organismo dell'Unione, dotato di personalità giuridica), sia per le nuove attribuzioni (sostanzialmente differenti rispetto al soppresso CESR⁶, gruppo indipendente con competenze consultive e di coordinamento delle Autorità di vigilanza dei mercati finanziari).

Sotto un profilo normativo, nuova è la funzione di elaborare *standard* tecnici vincolanti in aree preventivamente individuate⁷, da adottarsi con un successivo atto della Commissione. In sostanza, l'ESMA può sottoporre alla Commissione progetti di “*Binding Technical Standards*” (BTS), nella duplice forma di “*Regulatory Technical Standards*” (RTS) e di “*Implementing Technical Standards*” (ITS), nel rispetto della procedura delineata dagli articoli 290 e 291 del TFUE.

I BTS, che sono direttamente applicabili negli Stati membri, assumono la forma di regolamenti o decisioni, configurandosi come nuovi strumenti di regolazione dell'Unione, o meglio, di “quasi-regolazione”, che si collocano, sotto un profilo sistematico, tra le norme giuridiche e le linee-guida. Questa competenza non è una potestà regolatoria *stricto sensu*, di tipo “orizzontale” estesa a tutto il settore finanziario, ma limitata alle sole materie individuate dal regolamento istitutivo⁸, ferma restando la possibilità di includerne altre da parte del legislatore.

Si tratta di una soluzione di compromesso che è risultata compatibile con i vincoli agli atti delegati posti dal TFUE e dalla giurisprudenza “Meroni”⁹, oltre che in grado di superare i limiti della comitologia¹⁰. L'assenza di competenze esclusive del CESR, la non cogenza dei relativi atti per gli

6 Cfr., M. Busuioc, *Rule making by the European financial supervisory authorities: walking a tight rope*, in *European Law Journal*, January 2013, 112 ss..

7 Cfr. Considerando n. 18 e dall'art. 1, par. 2, del Regolamento UE n. 1095/2010. Cfr., M. Benedetti, *L'AIR nella Commissione Nazionale per le società e la borsa (CONSOB), Osservatorio sull'analisi di impatto della regolazione*, www.osservatorioair.it, 2012, S17/2012.

8 L'ESMA è competente nelle materie regolate dalle direttive: 97/9/CE (*Sistemi di indennizzo*), 98/26/CE (*Settlement finality*), 2001/34/CE (*Official listing*), 2002/47/CE (*Collateral*), 2003/6/CE (*Market abuse*), 2003/71/CE (*Prospetto d'offerta*), 2004/39/CE (*MiFid*), 2004/109/CE (*Transparency*), 2009/65/CE (*UCITS IV*) e, fatte salve le competenze dell'EBA, dalla direttiva 2006/49/CE (*Credit Requirements Directive*).

9 Si tratta della sentenza della Corte di Giustizia del 13 giugno 1958, C. 10/56.

10 Per un'ampia ricostruzione si veda M. Savino, “*La comitologia dopo Lisbona: alla ricerca dell'equilibrio perduto*”, in *Gior. dir. amm.*, 10, 2011.

Stati membri e la difficoltà di raggiungere l'unanimità obbligatoria nelle decisioni, avevano infatti lasciato ampi spazi alla competizione tra gli ordinamenti nazionali e tra le Autorità di vigilanza, così come al verificarsi di fenomeni di *shopping law* da parte di imprese o emittenti.

La legittimazione democratica degli atti dell'ESMA è assicurata dall'obbligo di svolgere consultazioni pubbliche e di analizzare i potenziali costi-benefici sui BTS elaborati, a meno che dette consultazioni e analisi siano sproporzionate rispetto alla portata e all'impatto dell'oggetto da regolare o sussista una particolare urgenza nel provvedere. La successiva adozione degli *standard* è soggetta al controllo istituzionale della Commissione UE che può rigettare o modificare la proposta dell'ESMA con un proprio *endorsement*, oltre che essere esposta al veto o alla revoca del Parlamento e del Consiglio. Ove la Commissione subentri all'ESMA nelle funzioni regolatorie, essa è tenuta, al pari dell'Autorità, ad applicare i meccanismi partecipativi di *better regulation*, potendo derogarvi per difetto di proporzionalità ovvero di urgenza.

V'è da dire che la fitta procedimentalizzazione prevista per l'adozione dei BTS rende difficile alla Commissione UE potersi discostare dalle proposte dell'ESMA una volta formulate, in quanto trattasi di proposte tecniche, altamente specializzate e comunque soggette al controllo del Parlamento e del Consiglio, il che rafforza maggiormente l'autorevolezza degli atti dell'Autorità¹¹. Il frequente ricorso a tali *standard* tecnici nel ristretto arco di tempo trascorso dalla loro operatività lasciano ipotizzare che la funzione di quasi-regolazione dell'ESMA possa diventare in futuro la procedura di *default* della disciplina delegata di molte aree, come già avvenuto per i derivati OTC e, come sta accadendo per l'implementazione della direttiva 2011/61/UE sui gestori dei fondi alternativi ("AIFMD"), affidata quasi interamente ai BTS, nella duplice forma di RTS e di ITS.

Con il nuovo contesto si è, in un certo senso, completato un processo evolutivo in base al quale l'Autorità nazionale non si limita più solo a partecipare al *network* internazionale, con i propri esperti e funzionari, per elaborare soluzioni comuni ai problemi, ma ha subito essa stessa un processo di "entificazione" divenendo membro permanente dell'Autorità europea, soggetto giuridico dotato di indipendenza, collocandosi a ragione tra gli organismi ausiliari dell'UE. Tale processo ha determinato un affievolimento dell'approccio normativo domestico di tipo *bottom-up* a vantaggio dell'approccio *top-down*, per il quale la produzione normativa è sollecitata dal contesto sovranazionale. Questa

11 Come in effetti sta avvenendo, cfr. la proposta di direttiva "*Omnibus II*", COM(2011)0008, che attribuirà ulteriori poteri all'ESMA e all'EIOPA. Sul punto, *amplius*, 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 europei*, Milano, 2012.

evoluzione non ha determinato uno “svuotamento” delle funzioni regolamentari della Consob, ma ha contribuito invece a spostarle su un piano superiore, nel *network* dell’ESMA, cui l’Autorità partecipa anche allo scopo di aggregare il consenso, orientando i negoziati su posizioni che riflettono adeguatamente i rischi e le specificità del sistema finanziario domestico.

Non può sottacersi che il nuovo processo normativo europeo abbia prodotto un’ulteriore stratificazione, considerato che il modello Lamfalussy non è stato messo in discussione, al pari delle modalità di produzione della normativa comunitaria che continuano a basarsi su direttive di primo e secondo livello e su regolamenti direttamente applicabili. Ad essi, deve ora aggiungersi un altro livello di “regolazione derivata”¹², costituito dagli atti dell’ESMA che hanno la funzione di attuare e interpretare i primi, anche se in modo differente dal CESR¹³. Tale circostanza potrebbe determinare un aggravio degli oneri amministrativi per gli operatori, in termini di costi di *compliance* e di assistenza legale, vieppiù rilevanti in ragione della frequenza delle modifiche normative imposte dalle innovazioni tecnologiche o dalla necessità di correggere i fallimenti di mercato, che spesso si riverberano sulla qualità formale e sostanziale delle regole ultranazionali. E’ ragionevole attendersi che questi aspetti del processo di regolazione nel prossimo futuro saranno oggetto di riesame per un conseguente affinamento.

A fronte di tali problematiche, va tuttavia segnalato l’impegno profuso dall’ESMA per rendere trasparenti i propri processi regolatori. Ad oggi, l’ESMA fonda le proprie politiche e prassi di regolamentazione sulle procedure di *impact assessment* e sulle analisi costi-benefici, per assicurare alle proprie proposte normative una completa giustificazione in termini di corretta comprensione dei problemi, identificando gli effetti futuri, passati o probabili della regolazione e della vigilanza sui mercati, e consentendo agli organi decisionali una valutazione complessiva sugli (s)vantaggi delle opzioni precedentemente esercitate, ma anche quantificando le risorse necessarie per la definizione del progetto. Per implementare la regolamentazione sui *Packaged Retail Investment Products* (Prip’s), il *Work programme* 2014 prevede, ad esempio, un coordinamento con altre ESA e con l’IA Network, per la trasversalità della materia, stimando il ricorso a risorse esterne, in possesso di diversi *expertise*, per circa l’80% delle attività.

12 Così L. Enriques, “*Le regole della finanza, Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*”, IBL Libri, 2012, 264 e ss., ove ampi approfondimenti.

13 Si veda N. Moloney, cit, 41 ss..

2. L'attività di *soft law* dell'ESMA

Oltre alla elaborazione di norme vincolanti volte a “*stabilire coerenti, efficienti ed efficaci pratiche di vigilanza*”, il Regolamento istitutivo dell'ESMA, al fine di migliorare la convergenza delle prassi di vigilanza in seno allo *European System of Financial Supervisors* (ESFS), codifica gli ulteriori strumenti attribuiti all'Autorità, quali l'emanazione di misure di *soft law*, linee-guida e raccomandazioni da veicolare alle autorità nazionali o direttamente agli attori dei mercati finanziari.

Il Regolamento ha affrontato il problema sollevato da più parti della oggettiva “sotto-proceduralizzazione”¹⁴ degli atti di *soft law* adottati (copiosamente) dal CESR. Va evidenziato che, tuttora, mentre il processo di preparazione dei BTS a cura dell'ESMA è sottoposto, in via sistematica, a procedure di tipo partecipativo, come lo svolgimento di consultazioni pubbliche e di analisi *ex ante* costi-benefici, fatte salve poche eccezioni, l'adozione degli atti di *soft law* avviene secondo un approccio metodologico più informale e destrutturato.

Per l'adozione di orientamenti e raccomandazioni è previsto infatti che i meccanismi partecipativi siano applicati solo “se del caso”, rinviando alla valutazione discrezionale dell'ESMA per singole fattispecie. Ciò consente di tarare l'intervento in modo coerente non solo rispetto all'ampiezza della materia da implementare e alla delicatezza degli interessi coinvolti, ma anche rispetto alla necessità di disporre di un'analisi costi-benefici. Tuttavia, a differenza del passato, gli atti di *soft law* pongono ora un vincolo per le autorità nazionali, laddove esse sono esplicitamente invitate a “*compiere ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni europee*”.

Ma v'è di più. L'Autorità nazionale di vigilanza è tenuta all'obbligo di comunicare all'ESMA, entro due mesi dall'emanazione di tali atti, l'avvenuta conformazione del diritto interno (ovvero l'intenzione di predisporre le misure interne per adeguarsi alle indicazioni europee, secondo la logica del *comply or explain*). In caso contrario, l'Autorità nazionale deve fornire all'ESMA le motivazioni sottostanti alla propria decisione, esponendosi a un rischio reputazionale e di censura da parte degli altri Stati membri a seguito della pubblicità sul mancato adeguamento ai precetti europei ovvero alla ostensione delle motivazioni fornite dall'autorità nazionale circa il mancato adeguamento. L'ESMA è infatti tenuta ad indicare, nella propria relazione annuale, le linee-guida e le raccomandazioni emesse nel corso dell'anno, menzionando espressamente le autorità che

14 *Amplius*, E. Chiti, *European Agencies' Rulemaking: Powers, Procedures and Assessment*, in *European Law Journal*, January 2013, 93-110, che affronta la problematica che interessa tutto il processo di proliferazione delle agenzie europee e che evidenzia una tendenza diversa proprio per autorità come l'ESMA.

non si sono conformate ad esse, prefigurando le modalità con cui intenderà garantire comunque l'adeguamento a tali orientamenti. La strategia di “*naming and shaming*” si è dimostrata finora un efficace deterrente per la violazione degli oneri di conformazione, fungendo da *civil astraint* in un settore, quale quello finanziario, in cui la salvaguardia della reputazione è un vero e proprio bene della vita, fondamentale per la tutela dell'integrità e del funzionamento del mercato.

Un livello più informale e decisamente sottoproceduralizzato continua a caratterizzare invece le verifiche *inter pares*, già presenti in forma embrionale nel periodo della comitologia ma con risultati non sempre soddisfacenti per i limiti insiti in tali organismi.

Lo strumento delle *peer review*, come strumento di verifica della convergenza normativa (e di vigilanza), è utilizzato nel nuovo contesto con regolarità per accertare l'impegno delle autorità nazionali a realizzare una effettiva uniformità delle prassi di vigilanza, attraverso metodologie di verifica oggettiva.¹⁵ All'esito di tali verifiche, l'ESMA potrà formulare orientamenti e raccomandazioni a cui le autorità nazionali dovranno adeguarsi compiendo ogni sforzo necessario.

Nel *Work Programme* per il 2014, l'ESMA ha reso noto che continuerà a svolgere *peer review* sullo stato dell'applicazione della legislazione UE in materia finanziaria, concentrandosi su un campione di autorità nazionali, dando luogo anche ad accessi nelle sedi nazionali, per identificare le prassi di vigilanza che possono beneficiare delle *best practice* di altri Paesi e per riscontrare l'effettivo rispetto delle linee-guida e raccomandazioni da essa elaborate.

Valga ricordare il recente caso delle Q(uestions)&A(nswers) ESMA/2012/592 adottate come misura di implementazione della direttiva “*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*” (“UCITS IV”), in esito alle determinazioni dell'*Investment Management Standing Committee*¹⁶. In tema di *Key Investment Document* (KIID), l'ESMA ha introdotto la Q&A n. 2d, fornendo un'interpretazione autentica su una questione non espressamente risolta nella direttiva, circa l'applicabilità dell'obbligo di consegna del predetto documento informativo nei confronti di tutti gli investitori, inclusi gli investitori professionali, notoriamente più edotti sulla natura e sul rischio degli investimenti finanziari, chiarendo che l'obbligo va assolto nei confronti di tutti gli investitori. Sebbene per tali orientamenti interpretativi la regolamentazione comunitaria non imponga

15 Tali metodologie tengono conto dell'adeguatezza delle risorse, delle disposizioni di *governance* dell'autorità in punto di applicazione dei BTS europei, del grado di convergenza sull'applicazione del diritto dell'Unione e delle pratiche di vigilanza.

16 È il gruppo operativo permanente istituito in ambito ESMA, deputato all'elaborazione di *technical standards*, quali raccomandazioni ed orientamenti interpretativi in materia di servizi di investimento.

espressamente il meccanismo del *comply or explain*, la prospettiva dell'azionabilità delle procedure di *peer review* tra le autorità nazionali per la verifica dell'effettivo adeguamento all'interpretazione prefigurata ha determinato, in questo caso, un pronto allineamento da parte di tutte le autorità nazionali, implicando in alcuni casi interventi di modifica della normativa domestica¹⁷.

L'asimmetria tra un tipo di regolamentazione fondato su un insieme consolidato di principi e norme procedurali per l'adozione delle misure di *hard law* e delle attività di *soft law*, meno strutturate, ad un primo esame, potrebbe evidenziare una differenza qualitativa tra i due tipi di regolamentazione, non sempre in linea con il nuovo contesto sovranazionale. E' da notare che, nel caso dell'ESMA, il mantenimento di un doppio processo decisionale, uno procedurale e l'altro informale, lungi dal determinare una perdita di coerenza dell'azione amministrativa all'interno della medesima autorità, ha contribuito piuttosto a rafforzare la convergenza normativa. L'esperienza applicativa recente ha mostrato che, per molte fattispecie, i due tipi di interventi regolatori, pur destinati ad incidere su aree contigue, si collocano in un rapporto di continenza in cui, l'uno definisce le norme del *framework* regolatorio, l'altro ne assicura l'uniformità in tutti gli ordinamenti degli Stati membri¹⁸.

Seppure dal breve arco di tempo di operatività delle descritte funzioni regolatorie è possibile trarre indizi positivi in termini di convergenza normativa, appare prematuro, al momento, stilare un bilancio complessivo, dovendo rinviare ad un prossimo futuro la valutazione dell'impatto del nuovo modo di produrre le regole.

3. La convergenza delle norme dell'Unione europea: lo stato dell'arte

L'agenda normativa europea in risposta alla crisi è fitta di proposte di regolazione, per alcune delle quali il relativo negoziato si trova nella fase finale, ove non addirittura concluso. L'intensificazione delle proposte regolatorie nel settore dei mercati finanziari riflette il crescente consenso intorno ad

¹⁷ Le *peer review* enfatizzate nel periodo *post* crisi stanno assumendo di recente il carattere di strumento di regolazione dei mercati finanziari. La direttiva AIFMD, *sub* art. 35, assegna all'ESMA una specifica funzione di *peer review* per verificare come le autorità competenti vigilano sui fondi alternativi extracomunitari tra cui gli *hedge funds*. Cfr. N. Moloney, *The European Securities and markets authority and institutional design for EU financial markets*, cit, 195, ss..

¹⁸ Altrove la mancanza di procedure formalizzate per l'adozione di atti di *soft law* costituisce una lacuna dell'assetto regolatorio, cfr. in particolare E. Chiti and C. Franchini, *L'integrazione amministrativa europea*, Bologna, 2003; inoltre, G. Majone, 'The New European Agencies: Regulation by Information', (1997), 4, *Journal of European Public Policy*, 262.

un “*single rule book*”¹⁹, applicabile in tutta l’Unione e in grado di assicurare condizioni omogenee di protezione degli investitori e di prevenire gli arbitraggi regolamentari, come preconizzato dalla Omnibus I.

La maggior parte di queste proposte consegue all’esercizio della clausola di revisione quinquennale, prevista, di norma, negli atti normativi di primo livello, che impone a posteriori una verifica dell’efficacia della regolazione a fronte degli obiettivi posti, e corregge gli eventuali fallimenti; altre proposte, invece, disciplinano settori specifici per i quali la crisi ha imposto un intervento regolatorio²⁰.

Molte di queste iniziative si sono concretizzate in un regolamento, soprattutto per disciplinare materie tecniche, per le quali è più semplice addivenire ad un consenso e raggiungere condizioni di uniformità normativa. Soprattutto per le direttive approvate secondo la procedura Lamfalussy e attualmente oggetto di riesame, deve segnalarsi la tendenza a ripartire la proposta di revisione, in chiave di evidente compromesso, tra i due strumenti normativi della direttiva e del regolamento, come nel caso della MiFID/MiFIR, della MAD/MAR e dell’*Audit*, convogliando, nella prima, i principi generali, anche per facilitare l’esercizio di eventuali opzioni in sede di recepimento, e, nel secondo, gli aspetti tecnici, di diretta applicazione. In realtà la doppia proposta di regolazione non è scevra da influenze politiche in corso di negoziato, come attesta, in molti casi, il “traghetamento” di norme, rispetto alla proposta iniziale, da uno strumento all’altro, a prescindere dai menzionati presupposti. In altri termini, la scelta dello strumento regolatorio diventa essa stessa materia del contendere, posto che attraverso la direttiva, al contrario del regolamento, si possono salvaguardare talune specificità nazionali, attraverso la concessione di opzioni ovvero di spazi residui alla discrezionalità degli Stati membri²¹.

A questi strumenti normativi “tradizionali”, si aggiunge ora un consistente numero di misure delegate come BTS²² nonché misure di *soft law* che completano il quadro normativo e che potrebbero

19 Si rinvia a N. Moloney, cit., in cui si evidenzia che il tema di un’unica Autorità per i mercati finanziari è stato per molti anni un ricorrente dibattito di scuola che però non ha mai ricevuto un serio supporto giuridico.

20 È questo il caso della revisione delle regolazioni in materia di abusi di mercato, MiFID, *Audit*, UCITS, Transparency, Prospetto nonché delle nuove discipline sui *Prip’s*, *Depositari centrali*, *Credit Ratings Agencies*, *Short selling*, *Credit default swaps*, AIFMD, Fondi di *Venture Capital* e di imprenditoria sociale e, da ultimo, la proposta sui Fondi di Investimento Europeo a Lungo Termine (ELTIF).

21 Anche il regolamento per le stesse motivazioni può riservare talune scelte opzionali agli Stati membri, come nel caso dell’*Audit* o *Prip’s*, entrambi in fase di negoziato.

22 La direttiva AIFMD, ad esempio, contiene circa 45 previsioni di cui 25 deleghe altamente dettagliate. Si rinvia in proposito ancora a N. Moloney, cit., 52-53.

segmentare ulteriormente la materia dei mercati finanziari, richiedendo competenze maggiormente specialistiche agli utenti e determinando un incremento dei costi di *compliance*.

Tale proliferazione normativa ha interessato, da ultimo, anche la materia della *corporate governance*, settore in cui tradizionalmente risulta più difficile raggiungere un apprezzabile livello di convergenza normativa, attraverso il “*Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario*”²³, con cui è stato programmato un vasto intervento regolatorio in materia societaria²⁴ e una manutenzione normativa attraverso la codificazione delle principali direttive societarie²⁵.

Sotto un profilo regolatorio, l’aspetto più interessante è costituito dall’approccio “a forma libera”, seguito dalla Commissione, anche se esso potrebbe avere un effetto riduttivo dell’intervento, se non addirittura poco concludente. Nell’Action Plan infatti è enunciato che tutte le iniziative saranno oggetto di valutazione *ex-ante* dei cui esiti si terrà conto in sede di adozione delle misure concrete, procedendo, se del caso, a modificare la programmazione degli interventi, il contenuto o la relativa tempistica. Il Piano non ha dunque prefigurato a monte lo strumento normativo con cui realizzare l’obiettivo prefissato, ipotizzando la possibilità di intervenire indifferentemente attraverso direttive, regolamenti, raccomandazioni (*soft law*) o attraverso “generiche incentivazioni a forma libera”²⁶, in risposta alla difficoltà di armonizzare materie spesso disciplinate in modo profondamente diverso nei singoli ordinamenti nazionali.

Tale approccio è riflesso nel documento di “*valutazione d’impatto dei costi e dei benefici derivanti da un miglior equilibrio di genere nei consigli delle società quotate in borsa*” che identifica ben cinque opzioni ove l’intensità del vincolo normativo è diversamente modulata secondo un crescendo regolatorio che prevede un’opzione zero, l’adozione di misure di *soft law*, l’adozione di norme giuridiche vincolanti ma temporanee, la previsione di norme giuridiche vincolanti con un grado di flessibilità intermedia nelle soluzioni e, infine, un’“opzione massima” che, istituisce il vincolo giuridico della parità di genere per tutti gli amministratori, a prescindere dal tipo di incarico da essi ricoperto. Tale opzione è stata prescelta perché ritenuta la più efficace, posto che raggiunge un punto

23 Comunicazione del 12 dicembre 2012.

24 Sono previsti interventi in materia di *gender balance*, diversificazione delle competenze dei componenti degli organi di una società di capitali, di *shareholder’s rights*.

25 Tale opera comprenderà le direttive riguardanti le fusioni e le scissioni, la costituzione delle società per azioni e la modifica e il mantenimento del capitale sociale, le società a responsabilità limitata con un unico socio, le succursali estere e alcune norme sulla pubblicità, la validità e la nullità.

26 Così si esprime P.G. Marchetti, *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, in Riv. Soc., 1, 1013.

di equilibrio tra il miglioramento della parità di genere nel governo societario e l'imposizione del minimo sacrificio per la libertà di impresa e il diritto di proprietà. Sotto un profilo metodologico, tutta l'analisi merita di essere segnalata in quanto innovativa per il settore societario, posto che ciascuna opzione regolatoria è assistita da una valutazione dell'impatto sui diritti di diversa natura incisi dalla proposta normativa, alcuni dei quali sanciti dalla Carta fondamentale dell'UE.

4. Il vincolo europeo nella fase discendente normativa

L'alluvionale produzione normativa generata dal periodo *post*-crisi ha determinato un'intensificazione della partecipazione della Consob al processo di formazione degli atti normativi a un doppio livello: nella fase ascendente, nel *network* dell'ESMA al quale la Consob partecipa come membro votante, svolgendo un ruolo proattivo nella definizione degli atti normativi, attraverso la partecipazione dei propri funzionari ai relativi Comitati, ma pure prestando il proprio *expertise* nei negoziati europei riguardanti direttive o regolamenti (anche se diversamente dal periodo *pre*-Lisbona); nella fase discendente, fornendo ancora il proprio supporto tecnico nel processo di formazione delle leggi di attuazione delle norme europee ed esercitando la funzione della vigilanza regolamentare di cui è titolare ²⁷.

Nella fase discendente, in un contesto in cui la produzione normativa è sempre più scandita da un impulso sovranazionale, è naturale domandarsi se vi sia un rinnovato ruolo della Consob e, soprattutto, se la nuova *governance* europea, incentrata su un'autorità settoriale, ne abbia limitato gli spazi o modificato le competenze.

Soccorre in proposito l'art. 2, comma 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in base al quale il Ministero dell'economia e delle finanze, la Banca d'Italia e la Consob esercitano i poteri loro attribuiti in armonia con le disposizioni dell'UE, applicano i regolamenti e le decisioni dell'UE e provvedono in merito alle raccomandazioni concernenti le materie di settore (ivi compresi gli atti dell'ESMA), ponendo in tal forma un vincolo europeo nella fase discendente del processo di *rule making* al quale l'Autorità nazionale non può sottrarsi e con il quale deve necessariamente confrontarsi, per contribuire ad una piena integrazione del nuovo sistema di vigilanza europeo. Ad essa sembra, dunque, affidato

²⁷ Cfr. C. Raiola, in *La consultazione per l'adozione degli atti regolativi*, in "L'analisi dell'impatto della regolazione", cit., 113 e ss..

il nuovo delicato ruolo di sinapsi tra l'ordinamento nazionale e quello europeo che la Consob svolge contribuendo in maniera attiva e incisiva all'evoluzione dello scenario normativo internazionale, soprattutto nella prospettiva di salvaguardare le peculiarità strutturali e la competitività del mercato finanziario italiano.

Alcune delle misure normative adottate di recente hanno assunto la forma del regolamento comunitario che, coerentemente con l'approccio di armonizzazione massima, è direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri, circostanza che avrebbe dovuto limitare gli interventi domestici, se non addirittura escluderli. Quasi sempre invece l'effettiva vigenza dei regolamenti europei richiede un adattamento dell'ambiente normativo domestico a livello primario e secondario ai nuovi precetti che si realizza attraverso la revisione delle norme preesistenti, l'abrogazione, l'adozione di nuove misure attuative o, in alcuni casi, per esercitare scelte opzionali o, ancora, per delineare la disciplina sanzionatoria. Spesso poi si rende necessario, a livello domestico, la definizione di un regime transitorio, che predisponga il passaggio da una disciplina all'altra, tutelando le situazioni giuridiche preesistenti ovvero in coerenza con l'eventuale regime transitorio europeo (ad es. "*clausola grandfathering*").

Ulteriori complicazioni sussistono in presenza di atti normativi parzialmente *self-executing*, che contengono allo stesso tempo disposizioni immediatamente esecutive e altre che necessitano di essere recepite, rispetto alle quali l'Autorità spesso intraprende proprie iniziative regolatorie, anche anticipando il legislatore nazionale, per consentirne un'ordinata applicazione. In alcuni casi, la diretta applicazione delle norme ultranazionali è resa più complessa laddove il modello di vigilanza nazionale è di tipo *twin peaks*, incardinato su due Autorità competenti rispettivamente per i profili di trasparenza e per quelli prudenziali, che devono dare luogo ad un'azione coordinata per l'adozione delle decisioni applicative²⁸.

Tali fasi presuppongono un ruolo attivo della Consob, sia ad un livello primario che secondario di regolazione, soprattutto perché, in linea con l'approccio "minimalista" del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il legislatore nazionale tende a delegificare aspetti regolatori che non sempre si esauriscono nella definizione di dettagli (come modalità e termini di un'attività) e che implicano talora l'esercizio di scelte sostanziali.

28 Si segnala la Comunicazione congiunta Banca d'Italia-Consob del luglio 2013 con cui sono state date indicazioni agli operatori per consentire un'ordinata applicazione di alcune norme della direttiva AIFMD, entrata in vigore il 22 luglio 2013, a fronte della mancata emanazione delle legge di delegazione europea e del decreto di recepimento.

Quando l'attività normativa nazionale riguarda la trasposizione di direttive, soprattutto ove esse non sono di massima armonizzazione massima - o, meglio, quando esse lasciano spazi opzionali agli Stati membri chiamati a compiere scelte precise, ad esempio in funzione della tutela del mercato interno o della concorrenza - l'Autorità partecipa, di norma, ai tavoli tecnici allo scopo di esaminare il problema regolatorio e le ricadute sul sistema finanziario, coerentemente con le proprie funzioni istituzionali, sia in termini di interessi da tutelare sia per non reiterare passati fallimenti della regolazione e di mercato²⁹. Del resto, la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario e della sua competitività è essa stessa una finalità della vigilanza della Consob, posta dal legislatore sul medesimo piano della tutela degli investitori.

E' da segnalare che gli schemi legislativi per il recepimento di norme europee, anche nel caso in cui le disposizioni sono direttamente applicabili vengono, in via di prassi, preceduti da una pubblica consultazione con le parti interessate, dei cui esiti si tiene conto nel documento finale di rendicontazione del processo normativo.

L'Autorità partecipa al processo AIR di primo livello sin dalle fasi di formazione dello stesso procedendo a una prima ricognizione della materia, alla mappatura degli interventi da effettuare, ai confronti tecnici con altre autorità coinvolte ovvero con le associazioni di categoria più rappresentative per valutare l'impatto delle disposizioni europee sul sistema nazionale e assicurare la coerenza delle nuove disposizioni nazionali con il diritto europeo, fornendo alle amministrazioni competenti il supporto specialistico necessario, anche attraverso pareri o note tecniche. Tale partecipazione prosegue nella fase successiva della consultazione in varie forme, come la valutazione delle osservazioni degli *stakeholders* o la formulazione di ipotesi di modifica del *drafting* sostanziale del provvedimento regolatorio³⁰. E' inteso che le decisioni finali sui contenuti del provvedimento regolatorio restano di esclusiva competenza dell'amministrazione centrale procedente, che può ovviamente discostarsi dalle indicazioni tecniche formulate dall'Autorità, dando, se del caso, una motivazione delle proprie diverse scelte nel documento sugli esiti della consultazione³¹. Ulteriori e differenti scelte potranno

29 Cfr. più in dettaglio, S. Screpanti, *La dimensione ultrastatale delle autorità indipendenti: i sistemi comuni europei e globali*, in Riv. It. Dir. Pubbl. com., 2009, 913.

30 Evidenzia una tendenza al ricorso di un doppio livello di consultazione C. Raiola, in *La consultazione per l'adozione degli atti regolativi*, cit., 113 e ss..

31 Così S. Screpanti, cit., 913, che rimarca la esclusiva "unilateralità" della decisione finale del procedimento. Tuttavia, nulla vieta che l'Autorità possa fornire nuovamente produrre un proprio contributo tecnico dinanzi alle Commissioni parlamentari competenti ad esprimere il parere per l'adozione di tali atti, reiterando le posizioni espresse nella prima fase del processo.

inoltre essere esercitate dall'organo governativo, titolato a emanare il provvedimento legislativo, delle quali dovrà essere data adeguata motivazione nella relazione AIR e nelle ATN, anche se, nella maggior parte dei casi, si tratta di documenti che costituiscono un mero adempimento formale.

In questo rinnovato sistema normativo potrebbero aprirsi nuovi fronti per l'IA. E' questo il caso della previsione di un IA nella Relazione redatta ai sensi dell'art. 6, comma 4, della Legge 24 dicembre 2012, n. 234, recante «*Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione Europea*», con cui si presenta alle Camere «*una informazione qualificata e tempestiva sui prospetti di atti legislativi dell'UE curandone il costante e tempestivo aggiornamento*». In tale relazione dovrà darsi conto, oltre che della conformità del progetto ai principi di sussidiarietà e proporzionalità, anche dell'impatto del progetto, dal punto di vista sia finanziario (in termini di incidenza prevista sulle spese dell'Unione), sia degli effetti sull'ordinamento nazionale (come adeguamenti dell'ordinamento nazionale ritenuti necessari), sull'ordinamento regionale e delle amministrazioni locali, sull'organizzazione delle pubbliche amministrazioni (come ad esempio, sulle attività svolte dalle autorità di vigilanza) e sulle attività dei cittadini e delle imprese. Al momento, più che di una valutazione di impatto si tratta di analisi qualitativo-descrittive in cui sono formulate, in via di prima approssimazione, le ricadute operative interne delle nuove proposte normative europee. Tuttavia, lo strumento, in fase di prima applicazione, potrebbe avere in futuro uno sviluppo diverso, prevedendo, ad esempio, il formale e stabile contributo delle Autorità nazionali per i profili di competenza, sollecitandole ad esprimere uno specifico interesse al negoziato ovvero a rilevarne eventuali criticità o, ancora, a verificarne il rispetto degli obiettivi indicati nell'IA che accompagna ogni progetto legislativo europeo³².

Oltre a tali interventi, nella fase discendente del processo normativo, devono inoltre considerarsi le ricadute delle iniziative regolatorie dell'ESMA sfociate, in questi primi anni di operatività, in numerosi orientamenti che hanno assunto la forma di linee-guida o raccomandazioni, spesso precedute da ampie consultazioni telematiche, svolte nella forma del *notice and comment*, attraverso il sito *internet* dell'autorità. Rispetto a tali atti, l'attività normativa dell'Autorità nazionale è per lo più marginale, risolvendosi ad esempio con l'emanazione di una raccomandazione in funzione di raccordo con la disciplina sovranazionale ovvero con la pubblicazione nel proprio sito *web* dell'atto europeo, soprattutto a seguito della dichiarazione del *comply and explain* conformemente alla

32 Le valutazioni di impatto europee esauriscono la propria funzione una volta accompagnata la proposta normativa. Sarebbe invece utile tenerne conto nella fase discendente, in modo da assicurare la coerenza del processo normativo e verificare il raggiungimento degli obiettivi ultrastatali.

procedura europea. La declaratoria di avvenuta conformazione è difatti un'attività dovuta, posto che l'Autorità concorre in sede ESMA all'adozione dell'atto ultranazionale, molto spesso assumendone l'iniziativa, non soltanto esprimendo un voto ma contribuendo fattivamente alla sua preparazione. Pertanto, in sede nazionale, l'applicazione dell'atto europeo è quasi automatico, posto che sarebbe illogico, oltre che improbabile, che l'Autorità nazionale in tale fase se ne discostasse.

Ai vincoli menzionati, si aggiunga inoltre che le attività normative sono soggette al divieto di *goldplating* secondo cui, salvi i casi eccezionali, «*gli atti di recepimento di direttive comunitarie non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse*», dapprima previsto dalla Legge 12 novembre 2011, n. 183 (Legge di stabilità 2012) e, da ultimo, rimarcato dalla già menzionata Legge 24 dicembre 2012, n. 234.

La piena trasposizione nel diritto nazionale degli orientamenti comunitari può talora richiedere l'adozione di norme regolamentari ovvero di atti di *soft law* da parte della Consob, in modo da consentire una completa attuazione del diritto dell'UE ovvero dirimere i possibili dubbi applicativi derivanti dal nuovo *corpus* normativo. E, in effetti, nella maggior parte dei casi l'applicazione di tali atti europei si concreta nell'adozione di raccomandazioni o comunicazioni. Quando però la corretta trasposizione di un atto impone un intervento normativo domestico, bisogna interrogarsi sull'opportunità di svolgere un'ulteriore consultazione a livello nazionale, posto che gli atti di indirizzo dell'ESMA sono già sistematicamente assoggettati a svariate procedure di consultazione a livello europeo. Al di là del rischio di un'ossificazione normativa, non appare sufficiente la motivazione secondo cui la consultazione della parti interessate consentirebbe di “*umentare le proprie conoscenze dei mercati di riferimento, rimuovere eventuali asimmetrie informative, considerare approcci alternativi a problemi specifici, valutare l'impatto delle nuove regole sui destinatari, aumentandone il consenso*”³³, non potendosi prescindere dal dettato europeo, né contravvenire agli esiti di un processo sovranazionale a cui l'Autorità in vario modo ha concorso e di cui, in caso di mancata conformazione, dovrebbe rispondere in sede di *peer review*. La consultazione da parte dell'Autorità preordinata a sopperire al “*deficit di legittimazione democratica e di public accountability*” piuttosto che ad intervenire in modo sostanziale sul dettato normativo, tant'è che le norme utili a consentire una corretta trasposizione dell'atto europeo sono precedute da una procedura di consultazione e non da un'analisi costi-benefici.

33 Così S. Screpanti, cit., 918-919.

Merita di essere segnalata un'importante iniziativa che ha riguardato gli *Exchange Traded Funds*³⁴, per i quali l'ESMA, dopo svariate consultazioni aperte, ha pubblicato talune linee di indirizzo in materia di trasparenza della documentazione d'offerta nonché delle modalità di gestione e diversificazione del rischio, finalizzate a meglio specificare le vigenti disposizioni della UCITS IV. La conformazione a tali orientamenti ha richiesto minimali adeguamenti della regolamentazione secondaria, sull'articolato e sullo schema-tipo di prospetto relativo a tali prodotti finanziari, al fine di dirimere possibili dubbi applicativi nell'attività di implementazione degli stessi orientamenti. Dal canto suo, la Consob ha svolto una procedura telematica di *notice and comment*, pubblicando il documento di consultazione prima dell'adozione formale delle nuove disposizioni. Diversamente, la Banca d'Italia, competente per i profili prudenziali incisi dal predetto orientamento, nell'apportare le necessarie modifiche alla propria disciplina regolamentare, non ha dato luogo ad una procedura di consultazione, stante l'art. 8 del regolamento attuativo dell'art. 23 della Legge 28 dicembre 2005, n. 262, in base al quale l'Istituto di vigilanza può derogare alla procedura consultiva ove un termine stabilito da una fonte sovraordinata (comunitaria o legislativa) per l'adozione della normativa non consenta lo svolgimento di una o più fasi del procedimento.

In altri casi, la consultazione nell'ordinamento domestico può rendersi necessaria quando le indicazioni interpretative veicolate attraverso uno strumento comunitario di convergenza, seppure non vincolante, impongano un *facere* nell'ordinamento nazionale consistente nell'adozione di una previsione *ex novo*. Anche in tal caso, difficilmente le informazioni provenienti dalla consultazione potrebbero essere sufficienti a legittimare una revisione sostanziale della norma sovranazionale, posto che il vincolo europeo ne impone una diretta applicazione, residuando spazio solo per modifiche di *drafting* formale ovvero per l'eventuale elaborazione di un regime transitorio idoneo a consentirne un'ordinata applicazione o, ancora, per sostenere la formulazione, *de iure condendo*, di proposte di revisione della disciplina comunitaria.

Deve tuttavia considerarsi che, in tali casi, lo svolgimento della consultazione potrebbe avere una funzione di divulgazione delle norme nei confronti degli operatori o delle parti interessate, specie per quelli che non hanno una familiarità con l'ambiente sovranazionale, assicurando alla stessa un adeguato risalto attraverso le testate giornalistiche, le agenzie stampa, etc.³⁵.

34 Cfr. Relazione annuale Consob per l'anno 2012.

35 La realizzazione della convergenza normativa pone inoltre il problema della partecipazione alle procedure di consultazione, posto che a quelle europee partecipano soggetti diversi da quelli che partecipano a livello nazionale, fatta eccezione per qualche associazione di categoria.

5. La trasposizione delle norme europee e l'obiettivo di convergenza: l'esperienza del Regno Unito.

La corretta trasposizione degli atti normativi europei è una priorità di tutti gli Stati membri che hanno approcciato il problema in diverso modo. Il Regno Unito è uno dei Paesi più maturi sulle politiche di *better regulation*³⁶ e, regolarmente, attraverso le proprie amministrazioni o dipartimenti, produce e aggiorna proprie linee-guida, *report*, *paper* sulla materia regolamentare, così come attraverso soggetti privati che si conformano, in via di autodisciplina, a principi di qualità della regolazione³⁷.

La “*Transposition Guidance: how to implement European Directives effectively*”, pubblicata dall’HM *Government*, è un documento non vincolante per i destinatari (identificati come *rule makers* o *lawyers*) che detta una serie di principi-guida per la trasposizione delle direttive europee di natura trasversale, applicabili nella implementazione di qualsiasi atto normativo europeo. Sono cinque i principi di *better regulation*, definiti a livello legislativo che indirizzano l’attività normativa quali proporzionalità, responsabilità, coerenza, efficacia e trasparenza. Tra questi, una particolare enfasi è prestata al principio di proporzionalità che garantisce la migliore allocazione delle risorse, in linea con il TFUE.

Gli strumenti individuati per la trasposizione della legge europea in UK sono il “copy out”, come approccio che implementa la legislazione adottando lo stesso significato dell’atto normativo europeo ovvero rispecchiandone il più fedelmente possibile il contenuto, e “*elaboration*”, quale approccio che presceglie il significato più aderente all’interpretazione autentica fornita alla legge dal relatore.

Tuttavia, il ricorso alla tecnica dell’“*elaboration*” per rispettare gli impegni ultrastatali deve avvenire in via residuale, solo se essa si rende realmente necessaria e comunque soltanto dopo che gli esiti dell’IA hanno dimostrato che l’opzione normativa è da preferirsi a tutte le altre considerate.

Il *copy-out* è la tecnica principale dell’attività di recepimento, sempre che non siano compromessi

³⁶ Cfr. *amplius*, con un *focus* su diverse realtà europee, C. Belella, “*Appendice. L’AIR nelle Autorità indipendenti di alcuni paesi europei*”, in “*L’analisi dell’impatto della regolazione*”, cit., 113 e ss..

³⁷ Tali pratiche di buona regolazione hanno contribuito a collocare il paese al settimo posto nella classifica stilata dalla World Bank nel rapporto *Doing Business* 2013.

gli interessi nazionali, ponendo le imprese del Regno Unito in una situazione di svantaggio competitivo rispetto alle loro omologhe europee. Tale strumento, in effetti, assicura la massima aderenza degli atti di recepimento ai precetti europei, evitando i fenomeni di *goldplating*, definito con “*that is add unnecessary additional detail or rules to European legislation*”. Il mancato utilizzo del *copy-out* deve essere adeguatamente motivato al Reducing Regulation Committee (RRC), vero e proprio *oversight body*³⁸ cui è attribuito un compito di supervisione delle politiche normative con il quale le amministrazioni, prima di avviare il processo di trasposizione, devono necessariamente confrontarsi in merito agli obiettivi del diritto comunitario e alle politiche governative nazionali e alle relative modalità di conseguimento.

Il *copy-out*, se da una parte garantisce il recepimento pedissequo (ma aderente) delle norme sovranazionali, dall'altro potrebbe non stimolare il dibattito prodotto dal processo di consultazione, soprattutto quando le direttive sono di tipo *self executing*, senza margini di discrezionalità agli Stati membri. Invero, nel documento di consultazione che accompagna la proposta di regolazione sovente è evidenziato che le osservazioni (o le risposte quando il documento è strutturato in forma di questionario) devono limitarsi alle parti della direttiva che consentono un intervento discrezionale dello Stato membro.

Nel caso in cui nell'atto legislativo europeo residuino spazi per una implementazione non normativa ovvero in essa siano specificati gli obiettivi da raggiungere, ma non la definizione della forma e dei mezzi lasciati alla discrezionalità di ciascuno Stato membro, è possibile utilizzare alternative alla regolamentazione. Soccorrono allora il ricorso all'autodisciplina o ai *code of practice* per l'attuazione della politica dell'UE e degli obblighi di legge, entrambi idonei ad assolvere ad una pluralità di adempimenti normativi. La recente consultazione svolta in merito all'attuazione della direttiva AIFMD rispecchia fedelmente tale impostazione, vale a dire, utilizzo del *copy-out* per le parti direttamente applicabili, consultazione delle parti interessate con specifiche domande sulle parti opzionali³⁹.

38 Cfr. il contributo di M. Benedetti, *Controllo e indirizzo della regolazione: Gli Oversight Bodies*, in Osservatorio sull'Analisi di Impatto della Regolazione, www.osservatorioair.it, luglio 2011, P 3/2011. Tali organi, identificati genericamente con il termine *Regulatory oversight bodies* (ROB), indicano un'ampia quanto disomogenea categoria che, come sottolineato dall'OCSE, presentano la comune finalità di massimizzare l'efficienza e l'effettività della regolazione tramite l'utilizzo delle leve di “*transparency, accountability e evidence-based analysis*”.

39 L'HMT ha pubblicato un documento di consultazione sull'AIFMD e le relative osservazioni nei mesi di marzo e maggio 2013.

La consultazione è lo strumento utilizzato per raccogliere i pareri delle parti interessate sulle opzioni di attuazione. In alcuni casi, tuttavia, la consultazione potrebbe non essere il modo più efficace e proporzionato per provocare gli stimoli degli interessati, ad esempio, quando l'interesse è altamente specializzato. Il documento di consultazione dovrà includere, di norma, una valutazione di impatto (IA) ed eventualmente una tabella di concordanza per la verifica dell'attività di trasposizione, similmente a quanto avviene nel processo normativo dell'Unione. Il Comitato di politica di regolamentazione (RPC) deve commentare le IA di tutte le proposte di recepimento e soltanto quelle “*adatte allo scopo*” possono ricevere il *placet* per la prosecuzione dell'*iter*.

Dopo la conclusione della consultazione delle parti interessate – che può essere informale o scritta – l'amministrazione competente dovrà esaminare le osservazioni pervenute e procedere alla pubblicazione delle decisioni assunte con le relative motivazioni. L'invio al Parlamento prevede, oltre ai documenti di consultazione che supportano l'attuazione di una direttiva, anche una valutazione di impatto, l'opinione RPC e tutti gli altri documenti necessari, tra cui la tavola di concordanza⁴⁰.

Uno specifico *warning* è previsto per assicurare che la procedura di recepimento sia conclusa entro il termine legale fissato dalla normativa europea. Ciò anche per evitare il rischio di infrazione da parte della Commissione europea ed, eventualmente, la comminazione di una multa dalla Corte di Giustizia europea. Per evitare tale rischio, soprattutto – come sovente accade – quando il processo legislativo è completato a ridosso della scadenza temporale fissata nell'atto, si raccomanda l'uso della notifica elettronica per comunicare il recepimento. Si noti che dove c'è l'obbligo di adottare e pubblicare entro una certa data le misure necessarie per conformarsi all'obbligo UE (spesso ben prima della data di attuazione) potrebbero sussistere due fasi di notifica relative alla pubblicazione delle misure e alla data di vigenza.

L'entrata in vigore delle nuove disposizioni è preceduta da una fase di “acclimatemento”, attraverso la pubblicazione di un documento illustrativo almeno dodici settimane prima che la normativa abbia effetto legale al fine di consentire alle imprese e agli altri destinatari di disporre di un lasso di tempo sufficiente a predisporre le misure per rispettare la nuova legislazione.

40 Il *National Audit Office* ha constatato che nei ministeri la maggior parte dei tecnici e degli economisti considera le AIR irrilevanti rispetto alle decisioni politiche, avendo il ruolo di formalizzare e comunicare la *ratio* della regolazione invitando a un controllo o a una contestazione. E' frequente che in Parlamento si faccia riferimento all'AIR in risposte o dichiarazioni scritte piuttosto che in dibattiti. Cfr. E. Shizas, *Coming of Age: What next for the UK regulatory reform agenda?*.

La normativa di trasposizione è inoltre accompagnata da una clausola di revisione quinquennale alla scadenza della quale si procede alla revisione ministeriale per valutare se ha funzionato ovvero se necessita di revisione.

Questi principi di buona regolazione inoltre individuano due date di ogni anno (6 aprile e il 1° ottobre) nelle quali è possibile introdurre una nuova legislazione nel Regno Unito. Tale previsione, che di fatto realizza un'agenda regolatoria, fornisce ai soggetti interessati maggiore chiarezza e consapevolezza sulle modifiche normative che devono intervenire, anche in termini di costi di *compliance*, consentendo una pianificazione degli interventi di adeguamento e una contabilizzazione delle nuove misure.

In linea con le raccomandazioni europee per raggiungere la massima armonizzazione, nell'attività di trasposizione non si devono superare i requisiti minimi contenuti nelle direttive europee, salvo circostanze eccezionali per le quali le scelte devono essere assoggettate alle pratiche di *better regulation*, come un'analisi costi-benefici e una consultazione delle parti interessate. Per chiarire l'ambito di operatività del *goldplating*, la *Guide on transposition* indica taluni esempi concreti che prescrivono l'applicazione del divieto ogniqualvolta l'attività di implementazione supera il minimo necessario per rispettare una direttiva, sia per l'estensione del campo di applicazione, aggiungendo in qualche modo un requisito sia per la sostituzione di termini giuridici più ampi di quelli utilizzati nella direttiva; quando non sono sfruttate appieno tutte le deroghe che mantengono i requisiti al minimo ovvero quando si mantengono gli *standard* britannici preesistenti in cui le deroghe sono più elevate di quelle previste dalla direttiva; oppure attraverso la previsione delle sanzioni, dei meccanismi di applicazione dell'onere della prova che non sono allineati con i principi di *better regulation*.

Previsioni di analogo contenuto sono già presenti da tempo anche nel settore finanziario italiano e cioè nel Testo unico della finanza, che nell'art. 6, comma 02, adottato in attuazione della direttiva MiFID, prevede che *“per le materie disciplinate dalla direttiva 2006/73/CE, della Commissione, del 10 agosto 2006, la Banca d'Italia e la Consob possono mantenere o imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi a quelli previsti dalla direttiva medesima solo nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che non sono adeguatamente considerati dalle disposizioni comunitarie e se almeno una delle seguenti condizioni è soddisfatta: a) i rischi specifici cui gli obblighi aggiuntivi sono volti a fare fronte sono particolarmente rilevanti, considerata la struttura del mercato italiano; b) i rischi specifici cui gli obblighi aggiuntivi sono volti a fare fronte emergono o diventano evidenti dopo l'emanazione delle disposizioni comunitarie*

*pertinenti per materia*⁴¹. Va tuttavia rimarcato che in ogni caso, per il settore finanziario, tali regole non trovano applicazione nei confronti di soggetti operanti in regime di libera prestazione di servizi che continuerebbero ad essere sottoposti alla disciplina e alla vigilanza del proprio Paese di origine. A questo punto, l'introduzione di regole nazionali aggiuntive potrebbe addirittura svantaggiare gli intermediari nazionali, senza peraltro garantire effettivamente un più elevato livello di protezione degli investitori o un migliore funzionamento del mercato, posto che nello stesso concorrerebbero soggetti non sottoposti al medesimo vincolo⁴². Più recentemente, il divieto di “*goldplating*” è divenuto misura orizzontale nazionale con la già richiamata legge di delegazione europea. Rispetto al sistema dell'UK, strutturato anche in punto di controlli esterni sulla produzione normativa, si osserva che nel sistema italiano non sussistono organismi omologhi, di verifica di clausole di “*goldplating*”, ad esempio dell'effettivo “*mantenimento dei livelli di regolazione*”. Al momento, mere dichiarazioni di conformità al divieto si rinvenivano solo nelle relazioni ATN e AIR che accompagnano i decreti legislativi di recepimento, ma probabilmente è prematura qualsiasi valutazione.

41 A queste previsioni settoriali devono poi aggiungersi quelle già menzionate in precedenza che si applicano a qualsivoglia procedura di recepimento di atti comunitari, ora indicati nella Legge n. 234/2012.

42 Cfr. L. Gandolfi, *La disciplina comunitaria: la MiFid e le relative misure di esecuzione. Le fonti comunitarie e i limiti al goldplating*, *Corr. Giur.*, 4/2008.

