

Discussion papers

La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob

Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione
Il caso dell'*equity crowdfunding*

S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

6

aprile 2016

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Nadia Linciano (coordinatore), Valeria Caivano, Angela Ciavarella, Francesco Fancello, Monica Gentile, Matteo Modena, Lucia Pierantoni, Paola Soccorso

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-3098 (online)

ISSN 2281-1990 (stampa)

La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob

Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione
Il caso dell'*equity crowdfunding*

S. Carbone*, F. Fiamma**, T. Marcelli***, V. Mirra****, D. Zaottini*

Sintesi del lavoro

La regolazione è un'attività ciclica, un processo continuo nel quale sussiste un legame intrinseco tra l'individuazione delle problematiche, la definizione, la valutazione e la revisione degli obiettivi e degli strumenti di attuazione delle politiche pubbliche. La Consob, in qualità di Autorità amministrativa indipendente avente funzioni di regolazione e di vigilanza di settore, è tenuta, a partire dal 2003, ad adottare metodologie di Analisi di Impatto della Regolamentazione (AIR) nel disegno dei provvedimenti generali di propria competenza. La previsione relativa all'effettuazione dell'AIR da parte della Consob è stata successivamente rafforzata attraverso l'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005 n. 262 "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" che ha introdotto la procedimentalizzazione per l'adozione degli atti regolamentari e generali della Banca d'Italia, della Consob, dell'Isvap (oggi IVASS) e della Covip, stabilendone alcuni principi. La Consob, pertanto, affrontando l'attuazione delle deleghe contenute negli atti legislativi da cui ha origine il proprio potere regolamentare, ha sviluppato un solido patrimonio di conoscenze ed esperienze, maturato nel corso del precedente decennio con riferimento alle migliori metodologie di produzione normativa. Tale patrimonio è stato integrato nel tempo mediante lo studio e l'applicazione di strumenti di *Better Regulation* condivisi in ambito internazionale ed europeo. L'ipotesi che il presente lavoro contribuisce a sostenere è che l'impiego di tali strumenti nel processo normativo-regolamentare possa contribuire ad ottenere una migliore qualità delle regole. A tale fine, vengono presentati due progetti tra loro strettamente connessi, attraverso i quali è stato possibile sperimentare tali metodi ed elaborare proposte in grado di ridurre l'onerosità e accrescere i benefici della regolamentazione: il "Progetto MOA" concernente la regolamentazione della Consob in materia di emittenti, intermediari e

*CONSOB, Divisione Strategie Regolamentari; ** CONSOB, *Seconded National Expert* presso ESMA, già Divisione Strategie Regolamentari; *** CONSOB, Segreteria Tecnica Commissario Prof.ssa Genovese, già Divisione Strategie Regolamentari; **** CONSOB, Divisione Informazione Emittenti, già Divisione Strategie Regolamentari.

Si ringraziano Efsio Espa, Nadia Linciano, Nicoletta Rangone, Francesco Sarpi e Paola Soccoro per gli utili commenti. Si ringraziano inoltre i referenti del "gruppo di lavoro ABI" Pietro Scabellone e Maria Angiulli e i funzionari della CONSOB che dato il loro prezioso contributo per la realizzazione del "Progetto MOA": Luca Amadei, Vitalba Azzollini, Cristina Caruana, Giovanna Frati, Barbara Leoni, Paolo Maggini, Pier Tommaso Marra, Patrizia Meloni, Luca Menicucci, Filippo Milani, Carlo Milia, Giovanni Musella, Donato Ivano Pace, Cristina Piazzini, Roberto Rota, Paola Squeri, Stefano Scarano Vaga e Vincenzo Vicari. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

mercati e il "*Ciclo di Valutazione*" relativo all'adozione, al monitoraggio e alla successiva revisione del Regolamento Consob in materia di *equity crowdfunding*. La sperimentazione di tali tecniche ha consentito, inoltre, di evidenziarne punti di forza e di debolezza e di proporre soluzioni pratiche a problemi di natura metodologica. In questo contesto, i principali risultati sono legati a:

- 1) la mappatura complessiva degli oneri amministrativi derivanti dai Regolamenti approvati dalla Consob;
- 2) la quantificazione degli oneri amministrativi gravanti su un campione significativo di banche, derivanti dal "Regolamento Intermediari" e dal "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" per le parti competenza;
- 3) la realizzazione di un caso concreto di "ciclo della valutazione", effettuato sulla base delle migliori prassi in materia, con un'applicazione originale e innovativa della mappatura degli oneri, estesa agli oneri regolatori, associati ai relativi benefici, e una stima "qualitativa" dei benefici netti (giudizio di proporzionalità) basata sul confronto fra (a) il set di indicatori per la valutazione strutturato in sede di AIR, monitorato in seguito all'adozione del Regolamento, e (b) i risultati dei due processi di consultazione (uno preliminare e uno sul testo regolamentare).

Tali risultati possono contribuire a fornire implicazioni di *policy* relative alle modalità di attuazione degli strumenti della *Better Regulation*. In tal senso, le esperienze condotte hanno permesso di evidenziare il ruolo chiave svolto dalle banche dati nei processi regolatori, in particolare nel momento della consultazione degli operatori, e la rilevanza degli strumenti di valutazione successiva, che misurano l'attuazione delle *policy*. In assenza di tali strumenti, le analisi effettuate *ex ante* possono risultare del tutto inefficaci.

Quality of regulation in Consob's experience

From the measurement of administrative burdens to the evaluation cycle.

The case of *equity crowdfunding*

S. Carbone*, F. Fiamma**, T. Marcelli***, V. Mirra****, D. Zaottini*

Abstract

Regulation is a cyclical activity, an ongoing process where identifying the problems, defining, evaluating and revising the goals and means of public policies' implementation are interdependent elements of the circle. Since 2003 Consob, one of the Italian independent administrative authorities with regulatory and supervisory functions, has adopted Regulatory Impact Assessment (RIA) in outlining general measures within its mission. Over the last ten years Consob has therefore gained knowledge and experience with specific respect to the best practices for rule-making. This professional practice has been widely implemented over time through studies and the application of shared "Better Regulation instruments" used by OECD and EU institutions. This working document contributes to supporting the thesis that the above mentioned tools, when applied to the regulatory process, can improve the quality of regulation. For this purpose, this document presents and analyses two projects in which such methods were tested and proposals to reduce costs and increase benefits of regulation were developed. The "*Measurement of Administrative Burdens Project*" concerning regulation adopted by Consob and the "*Evaluation Cycle*" concerning the adoption, monitoring and subsequent review of Consob Regulation on "*equity-based crowdfunding*". Testing these tools has also shown their strengths and weaknesses and offered the chance to propose practical solutions to methodological problems. Within this framework, the main results are linked to:

1) overall mapping of administrative burdens resulting from Regulations approved by Consob; 2) measurement of administrative burdens resulting from the financial services regulation approved by Consob, on a meaningful sample of banks; 3) implementation of the "evaluation cycle" on an actual case, based on best practices with innovative mapping of costs including substantive compliance costs, related to corresponding benefits. Then, a qualitative evaluation of net benefits was made based on the comparison between (a) the set of indicators for evaluation determined by the RIA, which was monitored after the entering into force of the Regulation, and (b) the outcomes of two consultation processes (one preliminary consultation and one on the regulation draft).

Such results affect implementation strategies on Better Regulation tools. In this regard, the experience highlighted both the key role played by databases in regulatory processes, in particular during the consultation period with stakeholders, and the relevance of ex post evaluation tools, which measure policy implementation. Absence of these tools will prove ex ante analysis could be considered ineffective.

JEL Classifications: K22, K23, G28, G18

Keywords: better regulation, regulatory cost, regulatory benefit, investors, evaluation cycle, administrative burdens, consultation, equity crowdfunding, Regulatory Impact Assessment.

*CONSOB, Regulatory Strategy Department; ** CONSOB, Seconded National Expert at ESMA, formerly Regulatory Strategy Department; *** CONSOB, Technical Secretariat of the Commissioner Mrs Genovese, formerly Regulatory Strategy Department; **** CONSOB, Issuers Information Department, formerly Regulatory Strategy Department.

We wish to thank Efsio Espa, Nadia Linciano, Nicoletta Rangone, Francesco Sarpi and Paola Soccorso for very helpful comments on a previous draft, though the responsibility for any mistakes and for the opinions expressed remains our own. We also thank the representatives of the "ABI working group" Pietro Scabellone and Maria Angiulli and the CONSOB officials who gave their valuable contribution to the realization of the "Project for the Measurement of Administrative Burdens": Luca Amadei, Vitalba Azzollini, Cristina Caruana, Giovanna Frati, Barbara Leoni, Paolo Maggini, Pier Tommaso Marra, Patrizia Meloni, Luca Menicucci, Filippo Milani, Carlo Milia, Giovanni Musella, Donato Ivano Pace, Cristina Piazzini, Roberto Rota, Paola Squeri, Stefano Scarano Vaga and Vincenzo Vicari.

Indice

1	Qualità della regolazione e risultati delle politiche pubbliche	7
2	Gli obiettivi istituzionali e gli strumenti di valutazione per una migliore regolazione	12
3	Costi e Benefici della regolazione	18
4	L'esperienza di Misurazione degli Oneri Amministrativi (MOA) della Consob	21
4.1	Metodologia e fasi del progetto	21
4.2	Considerazioni conclusive sul "Progetto MOA"	34
5	Il ciclo della valutazione come strumento di <i>Better Regulation</i> : l'esperienza di Analisi, Monitoraggio e Valutazione di Impatto del "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di <i>start-up</i> innovative tramite portali <i>on-line</i> "	40
5.1	L'Analisi di Impatto della Regolamentazione	40
5.2	Gli oggetti e i soggetti normativi di riferimento	46
5.3	Il monitoraggio, la Valutazione di Impatto della Regolamentazione e la revisione del Regolamento	60
6	Conclusioni	70
	Riferimenti bibliografici	75

1 Qualità della regolazione e risultati delle politiche pubbliche

Una politica pubblica consiste in una rete di decisioni e di azioni che "alloca valori"¹, è l'insieme delle idee e delle azioni intenzionali compiute da una pluralità di soggetti, pubblici e privati, correlate alla soluzione di un problema collettivo, un bisogno insoddisfatto, un'opportunità disattesa, che siano considerati di interesse pubblico².

Fra queste idee e azioni un ruolo preponderante è svolto dall'adozione di "regole", quelle previsioni specifiche che incidono direttamente sull'attività, sulla produzione o sull'organizzazione dei destinatari³, a prescindere dalla natura giuridica del "contenitore", cioè la specifica fonte del diritto, come una legge, oppure un atto amministrativo generale. In questo lavoro, nel profondo rispetto della gerarchia delle fonti di produzione e del suo ruolo ordinatore dell'attività regolatoria, si farà riferimento all'oggetto elementare che lega tutto: *la regola*.

La regolazione è un'attività ciclica, un processo continuo nel quale sussiste un legame intrinseco tra l'individuazione delle problematiche, la definizione, la valutazione e la revisione degli obiettivi e degli strumenti di attuazione delle politiche pubbliche. I *conflitti* o *problemi* che emergono nel concreto dispiegarsi delle relazioni umane e nell'impiego delle risorse naturali danno luogo alla definizione di regole, la cui attuazione plasma la convivenza civile e richiede una continua manutenzione in ragione dei cambiamenti che intervengono nelle dinamiche collettive.

L'affermazione dello Stato di diritto ha dato linfa a un inarrestabile processo di formazione progressiva di regole, il cui insieme nel tempo ha esteso i propri ambiti oggettivi e soggettivi. Si è assistito al moltiplicarsi di testi diversificati, sempre più tecnici, che si rinnovano con velocità sempre maggiore per cogliere una realtà che resta inesorabilmente un passo più avanti. Oltre alla profusione di testi, bisogna notare il moltiplicarsi delle fonti.

Alle regole originate in questo nuovo contesto si è iniziato a rimproverare una redazione poco accurata e un contenuto troppo spesso programmatico e impreciso, che nuoce alla certezza del diritto. Come ha evidenziato, non senza una punta di ironia, Luigi Carnelutti "*in Italia sono in vigore duecentomila leggi diverse, per fortuna temperate da una generale inosservanza*". All'aumento delle regole e delle fonti di produzione si associa dunque una crescente instabilità dei risultati⁴ che delinea, pertanto, il nesso causale fra qualità della regolazione e impatto delle politiche pubbliche.

1 D. Easton, *Il sistema politico*, Milano, Edizioni di Comunità, 1973.

2 W. N. Dunn, *Public policy analysis. An introduction*, Englewood Cliffs, N. J., Prentice Hall, 1981.

3 M. De Benedetto, M. Martelli, N. Rangone, *La qualità delle regole*, Bologna, Il Mulino, 2011, p. 13.

4 A. Laquière, *État de droit e sovranità nazionale in Francia*, in P. Costa e D. Zolo (a cura di), *Lo Stato di diritto: Storia, teoria, critica*. Milano, Feltrinelli, 2002, pp. 284 e ss.

La crescente interdipendenza economica e sociale ha favorito, inoltre, la connessione fra centri di produzione normativa. Il particolarismo giuridico ha ceduto il passo a un'architettura pluralista di ordinamenti caratterizzati da rapporti ora gerarchici ora funzionali, ora cooperativi ora concorrenziali. La produzione normativa è divenuta una "industria matura", in cui un peso sempre maggiore è stato assegnato alla *valutazione* dell'efficacia ed efficienza delle norme in vigore. Tale valutazione avviene in maniera atomistica e intuitiva da parte dei cittadini, che hanno il potere di esprimere il proprio giudizio sintetico attraverso gli strumenti politici della democrazia (*in primis* il voto). Ma è possibile conferire al giudizio sulla "qualità della regolamentazione" un fondamento metodologico condiviso?

Partendo dall'assunto secondo cui *le cattive leggi sono la peggior sorta di tirannia* (Edmund Burke), non è comunque semplice identificare gli attributi di una legge e, più in generale, di una regola "di qualità". Ragionando per esclusione, potremmo affermare che *sono leggi cattive* quelle *inutili, che indeboliscono quelle necessarie* (Montesquieu) e quelle *troppo lunghe* (paragonabili a calamità naturali, secondo Louis de Saint-Just). Non rileva, in tal senso, solo la lunghezza del singolo atto normativo ma è necessario valutare l'ordinamento nel suo complesso: *se esistono diecimila norme si distrugge ogni rispetto per la legge* (Winston Churchill). Una cattiva legge è anche *oscura*: secondo Sir Francis Bacon *per la legge è di grande importanza essere chiara poiché questo è il presupposto, affinché essa non sia ingiusta*. Al di sopra di ogni prerogativa, qualunque ne sia la causa, la principale caratteristica della cattiva legge è la sua mancata attuazione: *"fare una legge e non farla rispettare equivale ad autorizzare la cosa che si vuole proibire"*, sosteneva, nell'ottica autoritaria con cui osservava le regole, il Cardinale Richelieu. Adottare una legge, un regolamento, finanche un atto di indirizzo, e non preoccuparsi del suo impatto materiale *mina alle fondamenta l'uguaglianza e la garanzia dei diritti*, condizioni non solo necessarie, ma anche sufficienti alla formazione della sola "identità collettiva" che meriti di essere perseguita: quella fondata sul reciproco rispetto, anziché sulle reciproche esclusioni e intolleranze generate dalle identità etniche o nazionali o religiose o linguistiche⁵.

Visto da un punto di vista economico, *il rispetto delle regole costituisce il fondamento essenziale affinché si possano coniugare interessi individuali e benessere collettivo*. Il buon funzionamento di un'economia di mercato richiede il rispetto di regole di comportamento e di una serie di condizioni che devono essere soddisfatte affinché mercati e istituzioni economiche assicurino risultati efficienti (rispettare i contratti, non corrompere, non abusare delle proprie informazioni...) ⁶. In altre parole, parafrasando Johann W. Goethe, potremmo affermare che *la legalità è libertà economi-*

5 Per approfondimenti si rinvia all'intervento di Anna Maria Tarantola su Etica, Mercati Finanziari e Ruolo del Regolatore disponibile alla pagina https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2011/tarantola_venezia_300911.pdf.

6 L. Ferrajoli, Lo Stato di diritto fra passato e futuro, in P. Costa, D. Zolo (a cura di), Lo Stato di diritto, Milano, Feltrinelli, 2002, pp. 374-376.

ca: ognuno è libero di fare il proprio interesse, nel rispetto delle regole che la collettività si è data.

Come sottolineato dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nel suo *report* del 2014 "*Best Practices Principles for Regulatory Enforcement and Inspections*"⁷, nonostante la sua rilevanza, la fase dell'*enforcement*⁸ è stata quasi generalmente messa in secondo piano dalle politiche di riforma della regolazione adottate negli ultimi dieci anni dei Paesi OCSE, che si sono concentrati principalmente sulla fase della gestazione della regolazione esistente. Anche alla luce di tali raccomandazioni, l'*enforcement* e la valutazione di impatto della regolamentazione stanno acquisendo un peso sempre maggiore.

Focalizzando l'analisi sul comportamento degli operatori⁹, l'impatto negativo della mancata attuazione normativa risiede anche nel favore che essa determina per i fenomeni di *selezione avversa* e *rischio morale*: gli oneri regolatori divengono costi effettivi solo per i soggetti "responsabili", che adotteranno comunque comportamenti conformi alla normativa, e rimarranno per questo spiazzati rispetto agli "opportunisti" i quali, una volta calcolato razionalmente lo scarso o nullo rischio di sanzione, si "regoleranno" di conseguenza.

I "responsabili" saranno così cognitivamente avversi al rischio di non conformità da non contemplare – in virtù delle scarse probabilità di essere sanzionati – una condotta per cui venga meno il rispetto delle regole del gioco. Al contrario, gli "opportunisti" includeranno tale informazione nella propria funzione di conformità e sosterranno oneri regolatori ridotti. Inoltre, successivamente alla impostazione della *policy* di conformità, gli opportunisti saranno pronti a ridurre ulteriormente i propri costi in ragione dell'assenza di controlli e verifiche. In ogni caso, in via amministrativa o giudiziaria alcuni "opportunisti" daranno vita a situazioni patologiche e faranno emergere nuovi problemi, da cui avranno origine regole generali più stringenti, i cui oneri inaspriranno l'impatto asimmetrico degli oneri regolatori sul sistema economico in precedenza descritto¹⁰.

7 Il report è disponibile alla pagina

<http://www.oecd.org/gov/regulatory-enforcement-and-inspections-9789264208117-en.htm>.

8 Il termine, la cui adozione risale alla fine del quindicesimo secolo, fa riferimento alla coercizione, "*constraint, compulsion*". Dal francese antico *enforcier, enforcement* esprime il concetto di rafforzare, fortificare, usando (o minacciando l'uso de) la forza. Dalla fine del '600 ha acquisito il significato di convincere, persuadere, forzare al rispetto della legge "*compelling of obedience to a law*".

9 Per tutti si richiama M. Pellegrini, Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari, in I contratti dei risparmiatori, a cura di Capriglione, Milano, 2013; A. Perrone, Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia, in Banca borsa tit. cred., 2015, I, 31.

10 Cfr. D. Begg, S. Fisher, R. Dornbusch, Microeconomia, 2° ed. it. a cura di L. Barbarito e C. A. Ricciardi, Milano, 2005, pagg. 230-232 "La selezione avversa è un fenomeno che si verifica quando gli agenti utilizzano opportunisticamente, prima della stipulazione di un contratto, il vantaggio informativo di cui dispongono rispetto alla controparte. [...] Il rischio morale consiste nell'uso opportunistico post-contrattuale di informazioni private per scaricare il rischio di un eventuale evento sulla parte meno informata di un contratto". Tali concetti sono ripresi e utilizzati in questo contesto in via analogica in quanto, nell'esempio citato, più che sull'asimmetria informativa la selezione avversa è basata su un'asimmetrica percezione del rischio di non conformità normativa che, ipotizziamo, soggetti "responsabili" non intendano neanche considerare di correre (nella speranza che l'ipotesi non sia troppo forte).

La regola "*di qualità*", dunque, *non è inutile, né troppo lunga* (e così l'ordinamento nel suo complesso), *né oscura*, in quanto soggetta a margini di interpretazione troppo ampi, e, soprattutto, *non è inattuata*¹¹. Identificare degli attributi costituisce solo il primo passo per una compiuta valutazione, la quale presuppone lo sviluppo di mezzi tecnici in grado di discriminare due o più oggetti posti in giudizio. In tal senso, le istituzioni e i gruppi organizzati di pressione (attori principali delle attività di *lobbying*)¹² hanno progressivamente contribuito alla costruzione di strumenti di valutazione in grado di accrescere lo spessore del dibattito pubblico sulla produzione normativa. Così sono nati e si sono affermati strumenti quali l'Analisi di Impatto della Regolamentazione (AIR), l'Analisi Tecnica Normativa (ATN), le diverse forme di Consultazione del pubblico, le tecniche di monitoraggio *in itinere*, la Valutazione di Impatto della Regolamentazione (VIR), e altri strumenti che, con intensità inversa rispetto alla legittimazione democratica delle relative istituzioni, sono entrati a far parte degli obblighi procedurali che conformano i processi di produzione normativa, a tutti i livelli della regolazione.

La Consob, in qualità di Autorità indipendente avente funzioni regolatorie, è tenuta ad adottare tali strumenti nel disegno dei provvedimenti generali di propria competenza, rispettando alcuni principi stabiliti dalla legge, muovendo dai quali, l'Istituto ha sviluppato un solido patrimonio di conoscenze ed esperienze con riferimento alle migliori metodologie di produzione normativa.

Nell'ambito di questo cammino, hanno assunto particolare rilevanza due progetti attraverso i quali è stato possibile applicare pienamente questo capitale tecnico ed elaborare proposte per migliorare la qualità della regolamentazione dei mercati finanziari: il "*Progetto MOA*" e il "*ciclo di valutazione*" relativo all'adozione, al monitoraggio e alla successiva revisione della regolamentazione in materia di *equity crowdfunding*.

L'ipotesi che il presente lavoro contribuisce a sostenere è che l'impiego di questo capitale tecnico nel processo regolatorio possa contribuire ad ottenere una migliore qualità delle regole adottate. La sperimentazione di tali tecniche ha consentito, inoltre, di evidenziarne punti di forza e di debolezza e di proporre soluzioni pratiche a problemi di natura metodologica.

Nelle pagine che seguono, dopo una sintetica presentazione del percorso con cui la qualità della regolazione si è affermata come obiettivo istituzionale esplicito, e di alcuni elementi volti a caratterizzare e circoscrivere costi e benefici della regolazione sul piano concettuale, saranno descritti i processi di revisione corrispondenti ai summenzionati progetti. Insieme alle modifiche generate per migliorare la

11 Per una approfondita analisi sulla qualità e quantità delle leggi italiane si veda M. Ainis, *La legge oscura. Come e perché non funziona*, Economica Laterza, ed. 2010.

12 Per approfondimenti sul tema si fa rinvio al *paper* No. 2014-13 curato da L. Cuocolo and G. Sgueo, *Lobby. La rappresentanza di interessi* disponibile alla pagina <http://www.baffi.unibocconi.it/wps/wcm/connect/ec8cb625-4918-448b-84d2-39a2ebe109b4/WP+13+Quaderno+Lobby+-+gennaio+2014.pdf?MOD=AJPERES>.

qualità della regolazione, saranno rappresentati i principali risultati metodologici dei due progetti, legati a:

- 1) la *mappatura complessiva degli oneri amministrativi* derivanti dai Regolamenti approvati dalla Consob;
- 2) la *quantificazione degli oneri amministrativi* gravanti su un campione significativo di banche, derivanti dal "Regolamento Intermediari" e dal "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" per le parti di competenza;
- 3) la realizzazione di un caso concreto di "*ciclo della valutazione*", effettuato sulla base delle migliori prassi in materia, con un'applicazione originale e innovativa della mappatura degli oneri, estesa agli oneri regolatori¹³, associati ai relativi benefici, e una stima "qualitativa" dei benefici netti (giudizio di proporzionalità) basata sul confronto fra (a) il set di indicatori per la valutazione strutturato in sede di AIR, monitorato in seguito all'adozione del Regolamento, e (b) i risultati dei due processi di consultazione (uno preliminare e uno sul testo regolamentare).

Tali elementi possono contribuire a fornire implicazioni di *policy* relative alle modalità di attuazione degli strumenti della *Better Regulation*. In tal senso, le esperienze condotte hanno permesso di evidenziare il ruolo chiave svolto dalle banche dati nei processi regolatori, in particolare nel momento della consultazione degli operatori, e la rilevanza degli strumenti di valutazione successiva, che misurano l'attuazione delle *policy*. In assenza di tali strumenti, le analisi effettuate *ex ante* possono risultare del tutto inefficaci.

13 La necessità di orientare la ricerca valutativa verso un universo più ampio rispetto ai soli oneri connessi con la produzione, trasmissione e archiviazione delle informazioni regolamentari (c.d. oneri amministrativi), è coerente con le recenti iniziative della Presidenza del Consiglio dei Ministri, realizzate nell'ambito dell' Agenda per la semplificazione, volte ad estendere il campo della valutazione includendovi i costi di conformità e gli eventuali effetti indiretti che le norme possono determinare in termini di incentivo o disincentivo allo svolgimento di un'attività, al fine di compararli ai relativi benefici.

2 Gli obiettivi istituzionali e gli strumenti di valutazione per una migliore regolazione

Se il sistema politico e amministrativo si è pronunciato in anticipo sulla correttezza ed efficacia delle proprie azioni, è difficile che esso riesca a tollerare la scoperta del proprio errore. Tuttavia, se si vuole essere autenticamente scientifici, non si può che condurre esperimenti, mettendo in discussione le proprie intuizioni. E' necessario riuscire a difendere le proprie idee evitando quell'eccesso di coinvolgimento che rende ciechi alla prova dei fatti¹⁴.

La ricerca valutativa che produce e mette in pratica gli strumenti volti a migliorare la qualità della regolazione opera sempre in un contesto politico che, nel rapporto che instaura con la comunità scientifica, si colloca in una posizione di forza¹⁵. Tali strumenti sono sempre esposti alla filosofia ben sintetizzata da *Otto von Bismarck* secondo cui *meno le persone sanno di come vengono fatte le salsicce e le leggi e meglio dormono la notte*.

D'altra parte, la qualità della regolamentazione, a partire dalla *Raccomandazione sul miglioramento della qualità della regolamentazione* del Consiglio dell'OCSE del 9 marzo 1995¹⁶ è divenuta un obiettivo politico esplicito delle istituzioni europee, una *meta-policy* orientata a favorire quelle condizioni necessarie all'osservanza della legge e all'efficienza della giustizia, che costituiscono, come detto, elementi essenziali affinché le libertà economiche individuali possano contribuire al benessere economico e sociale.

Con riferimento alle istituzioni europee, *i principi di sussidiarietà e di proporzionalità*, sanciti dall'art. 5 del Trattato sull'Unione Europea, rappresentano i riferimenti fondamentali affinché i processi decisionali siano volti a perseguire una *migliore legislazione*. Insieme, rappresentano l'antidoto all'ipertrofia normativa: il principio di sussidiarietà dovrebbe garantire un'efficiente allocazione delle politiche pubbliche fra i diversi livelli di governo, mentre il principio di proporzionalità, attraverso una corretta applicazione del ciclo di valutazione, dovrebbe assicurare la fattibilità delle opzioni prescelte, da verificare *ex-post* studiando l'impatto delle regole sul benessere sociale. Tenendo sempre presente che le regole *non determinano* lo sviluppo economico ma costituiscono quelle *condizioni essenziali* affinché esso possa concretizzarsi.

Sulla scorta di tali riferimenti, la Commissione Europea ha intrapreso nel tempo una serie di azioni volte a migliorare il quadro regolativo esistente e la qualità

14 *Donald T. Campbell*, *Riforme come esperimenti*, in Nicoletta Stame (a cura di), *Classici della valutazione*, Franco Angeli, Milano, 2007, p. 4.

15 Angelo Saporiti, *La ricerca valutativa: un'introduzione alla valutazione dei programmi socio-sanitari*, in P. Donati (a cura di), *Manuale di sociologia sanitaria*, La Nuova Italia Scientifica, Roma 1987, p. 202.

16 Disponibile, unitamente ai successivi interventi in materia da parte dell'OCSE, alla pagina <http://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/recommendations-guidelines.htm>.

delle nuove iniziative legislative¹⁷. La Commissione, organo nel quale si concentra l'iniziativa legislativa, opera sulla base di un programma di lavoro annuale, all'interno del quale un capitolo è ormai stabilmente dedicato alla *Better Regulation*.

La strategia di *Better Regulation* della Commissione si è fondata essenzialmente su tre capisaldi: la *semplificazione normativa*, la *riduzione degli oneri amministrativi*¹⁸ e la progressiva costruzione di un *ciclo di valutazione delle politiche* che accompagni concretamente il processo decisionale¹⁹.

Agli interventi di semplificazione normativa e amministrativa è stato associato l'obiettivo di migliorare il quadro regolativo esistente, mentre all'analisi di impatto è stato conferito il compito di migliorare la qualità delle nuove iniziative. A questi capisaldi si sono affiancate altre linee d'azione che la Commissione ha sviluppato nel corso degli anni, in particolare conferendo un'attenzione sempre maggiore agli oneri per le piccole imprese²⁰, al monitoraggio continuo e alla valutazione successiva dei risultati delle politiche.

Fra gli strumenti volti ad innalzare la qualità tecnica delle proposte della Commissione Europea, un ruolo fondamentale è stato assunto dall'Analisi d'Impatto (*Impact Assessment*). Fino ad oggi la procedura è stata applicata a tutte le più importanti iniziative della Commissione, in seno alla quale costituisce ormai una politica consolidata²¹. Attraverso la procedura di *Impact Assessment* la Commissione ha inteso migliorare la qualità delle proprie proposte, con un approccio più sistematico, basato su una struttura efficiente del processo decisionale e su dati ed evidenze empiriche, aperto e trasparente, grazie alle tecniche di consultazione che prevedono la diffusione di documenti esplicativi delle opzioni prese in considerazione.

Per quanto riguarda gli altri strumenti, un momento fondamentale è coinciso con il lancio, nel dicembre del 2012, del Programma di controllo dell'adeguatezza e dell'efficacia della regolamentazione (*Regulatory Fitness and Performance Programme*

17 Per una rassegna delle azioni della Commissione Europea si rinvia al pregevole Dossier del Servizio per la Qualità degli Atti normativi del Senato *Better Regulation for Better Results*, disponibile alla pagina <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00921083.pdf>.

18 La mappa delle iniziative intraprese dalla Commissione Europea fra il 2006 e il 2013, a partire dalla istituzione del Gruppo di alto livello sugli oneri amministrativi (HLG) è disponibile alla pagina http://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/921083/index.html?stampa=si&part=dossier_dossier1-sezione_sezione1-h3_h32.

19 Per un compiuto approfondimento sul tema degli strumenti di valutazione delle politiche pubbliche e della loro integrazione nei processi decisionali si fa rinvio a A. La Spina, E. Espa, *Analisi e valutazione delle politiche pubbliche*, Bologna, Il Mulino, 2011; A. Martini, M. Sisti, *Valutare il successo delle politiche pubbliche*, Bologna, Il Mulino, 2009; A. Agresti, B. Finlay, *Statistica per le scienze sociali*, Pearson, 2009; C. Bezzi, *Il disegno della ricerca valutativa*, Milano, Franco Angeli, 2001.

20 Cfr. la Comunicazione "Pensare anzitutto in piccolo – uno *Small Business Act* per l'Europa" e la successiva Comunicazione "Ridurre al minimo gli oneri che gravano sulle PMI" disponibili alla pagina http://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/921083/index.html?stampa=si&part=dossier_dossier1-sezione_sezione1-h3_h32.

21 Cfr. E. Melloni, *Dieci anni di Impact Assessment della Commissione Europea*, in *Rivista italiana delle politiche pubbliche*, n. 3/2012.

– REFIT)²². La Commissione intendeva sistematizzare la propria azione realizzando un "inventario delle aree regolamentari e dei testi legislativi che più si prestano a una semplificazione delle disposizioni e a una riduzione dei costi normativi per le imprese e i cittadini, senza che vengano compromessi gli obiettivi di interesse generale".

L'enfasi è stata dunque spostata sugli *strumenti di valutazione successiva*, sui *processi di consultazione* favoriti dagli sviluppi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, nonché sulla necessità di prevedere un organo indipendente (*Impact Assessment Board – IAB*) *per applicare, giustamente, agli strumenti di valutazione la stessa logica di cui sono portatori*. Nel corso del 2014, in vista della modifica dei principali strumenti utilizzati per migliorare la qualità della regolamentazione sono state effettuate tre diverse consultazioni²³.

La nuova "Commissione Junker" ha mostrato di voler porre la massima attenzione alla qualità della regolamentazione, anche attraverso una esplicita indicazione di responsabilità, affidando al vice Presidente *Frans Timmermans* la delega alla *Better Regulation* (oltre che alle relazioni interistituzionali, allo Stato di diritto e alla Carta dei diritti fondamentali).

Oltre agli strumenti di analisi e valutazione d'impatto, la Commissione ha riposto grande attenzione ai temi della *trasparenza* e della *consultazione*, quali strumenti in grado di ridurre la distanza fra i cittadini e le istituzioni europee. Emblematica, in tale contesto, è l'iniziativa "*Lighten the load – Have your say*", una pagina web²⁴ attraverso la quale è istituita una *consultazione permanente*: i cittadini europei possono utilizzarla in qualunque momento per segnalare alla Commissione Europea oneri ritenuti inutili o dannosi e proposte di semplificazione.

Il 19 maggio 2015 la Commissione ha adottato l'Agenda "*Legiferare meglio per ottenere risultati migliori*", indicando chiaramente la volontà di ispirare il ciclo regolatorio a criteri di trasparenza, semplificazione e valutazione sistematica delle *policy*. La Commissione parte dalla considerazione che "*applicare i principi della migliore regolamentazione assicurerà che siano adottate misure basate su dati fattuali, ben progettate e che porteranno a benefici tangibili e sostenibili per i cittadini, le aziende e la società nel suo insieme*".

Lungi dal costituire un esercizio burocratico, la migliore regolazione implica l'adozione di un approccio inclusivo, basato su consultazione e trasparenza, adozione delle opzioni in grado di produrre i risultati migliori in termini di benessere sociale e riesame continuo della legislazione in vigore.

22 Disponibile alla pagina http://ec.europa.eu/smart-regulation/better_regulation/documents/com_2013_en.pdf.

23 La Consultazione pubblica per la revisione delle linee guida in materia di analisi d'impatto, la Consultazione pubblica relativa alle nuove linee guida sulle consultazioni, la Consultazione pubblica sulle nuove linee guida per la valutazione *ex-post*.

24 http://ec.europa.eu/priorities/democratic-change/better-regulation/feedback/index_en.htm.

La Valutazione d'Impatto della Regolamentazione (VIR) appare, insieme alla consultazione, come lo *strumento d'elezione per elevare la qualità della regolazione*, soprattutto alla luce dell'imponente sviluppo che la normativa europea ha conosciuto negli ultimi anni. L'approccio delle istituzioni europee è fondamentale, in quanto, come verrà approfondito in seguito, esse rappresentano il principale motore della normativa dei mercati finanziari, uno dei settori nei quali più si è prodotto (e valutato).

Volendo evidenziare una criticità, è possibile notare che l'Agenda non abbia previsto un sistema di indicatori in base ai quali misurare i propri risultati, definendo quali parametri dovremo osservare nei prossimi anni per stabilire *se e quanto* questi strumenti, nella loro nuova veste, saranno stati in grado di migliorare la qualità dell'ordinamento. Tuttavia, la Commissione ha comunque previsto una forma di controllo sul proprio operato istituendo un nuovo organo di controllo indipendente sulla regolamentazione, il *Regulatory Scrutiny Board* (RSB), che sostituirà l'*Impact Assessment Board*, ampliandone i confini d'azione, non più limitata alla valutazione dei rapporti di analisi d'impatto, bensì estesa a tutto il ciclo di valutazione delle politiche pubbliche di matrice europea.

Affinché gli sforzi della Commissione si traducano in risultati concreti è necessario che le istituzioni che partecipano al processo decisionale accolgano gli strumenti proposti e collaborino attivamente alla loro attuazione. A tal fine, sarà fondamentale che il Parlamento e il Consiglio pongano in essere una valutazione d'impatto su ogni emendamento sostanziale proposto durante l'*iter* legislativo. Norme analoghe erano già stabilite nell'Accordo interistituzionale comune alle valutazioni d'impatto del 2005 ma sia il Parlamento che il Consiglio hanno dimostrato "*notevole riluttanza*" a procedere in tal senso²⁵. A dieci anni di distanza dal primo tentativo, la Commissione rilancia l'Accordo, allargando anche in questo caso i confini oltre la necessità di analizzare l'impatto delle proposte, in particolare stabilendo in via generale di includere, disposizioni che ne permettano il monitoraggio e la futura valutazione, già incise in diversi atti normativi europei.

Quanto agli Stati nazionali, la Commissione riconosce che "*un cambiamento effettivo può aver luogo solo attraverso un impegno condiviso fra tutte le istituzioni dell'Unione e ogni singolo Stato membro*".

Gli Stati membri svolgono un ruolo chiave sia nella fase ascendente di definizione delle politiche europee che in quella di applicazione della regolamentazione sovranazionale. La capacità di adottare e sviluppare gli strumenti utilizzati a livello europeo implica una straordinaria opportunità: nella fase di predisposizione dei nuovi atti normativi, l'AIR della Commissione consente di indicare in tempo utile gli effetti che una proposta potrebbe produrre a livello nazionale, supportando proposte di modifica coerenti con gli interessi che il Paese intende tutelare; nella fase di valutazione successiva svolta nell'ambito del REFIT, una partecipazione attiva permette di rappre-

25 Cfr. pag. 26 del *Dossier* del Servizio per la Qualità degli Atti normativi del Senato *Better Regulation for Better Results*, Giugno 2015, disponibile alla pagina <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00921083.pdf>.

sentare i problemi prodotti dalla normativa vigente, fondando sul terreno fattuale eventuali richieste di revisione. L'assenza o una partecipazione passiva e inerte ai processi di valutazione europei comportano, al contrario, l'impossibilità o l'estrema difficoltà di rappresentare efficacemente gli interessi nazionali, sia nella fase ascendente, sia nella successiva revisione, con evidente pregiudizio per il sistema Paese²⁶.

Da tale punto di vista, l'Italia rappresenta uno dei Paesi che ha compiuto gli sforzi maggiori per attuare gli strumenti volti a migliorare la qualità della normativa, anche se i risultati non sono sempre stati quelli sperati. I primi interventi di semplificazione risalgono agli inizi degli anni '90 (Legge generale sul procedimento amministrativo, L. 241/1990), anche se è solo più tardi, con la Legge n. 59 del 1997 e le successive leggi annuali, che la politica di semplificazione ha assunto una configurazione organica²⁷.

L'articolazione delle politiche pubbliche, dalle istituzioni europee a quelle nazionali (Parlamento, Governo, Amministrazioni espressione del decentramento e Autorità Indipendenti), pone diverse problematiche dal punto di vista della valutazione: chi è il *responsabile* del raggiungimento dell'obiettivo di una *policy*? Può esistere una *struttura di obiettivi* in cui le istituzioni giocano un ruolo diversificato? Come gestire le *banche dati* necessarie per l'analisi e la valutazione?²⁸

Il Parlamento italiano, dotato di strutture tecniche di eccellenza, ha tradizionalmente mostrato grande attenzione al tema della qualità degli atti normativi. Tuttavia, tale approccio è stato limitato da alcuni fenomeni che incidono fortemente sulla possibilità di applicare gli strumenti di valutazione ai lavori parlamentari²⁹: la programmazione, con un'agenda sostanzialmente eterodiretta dall'esecutivo; la debolezza dell'esame delle proposte di bilancio e degli interventi di carattere economico avanzati dal governo, esame spesso chiuso da maxi emendamenti presentati a ridosso delle votazioni, e approvati con il ricorso alla fiducia, nonché l'ampia utilizzazione della decretazione d'urgenza da parte dell'esecutivo.

Molto spesso l'attenzione si sposta, dunque, dal livello parlamentare a quello governativo, con un confine flessibile fra i due momenti, e una ripartizione dei compiti che somiglia sempre di più a quella disegnata nell'ambito dell'architettura istituzionale europea³⁰.

26 C. Deodato, L'analisi di impatto della regolazione: adempimento burocratico o strumento di buona politica?, disponibile alla pagina <http://www.osservatorioair.it/wp-content/uploads/2014/01/C.-Deodato-AIR.pdf>.

27 In merito cfr. S. Amoroso, Achille e la tartaruga. Semplificazione amministrativa e competitiva del "sistema Italia", Giuffrè, 2006; A. Natalini, G. Tiberi, La tela di Penelope. Primo rapporto ASTRID sulla semplificazione legislativa e burocratica (Quaderni di ASTRID), Il Mulino, 2010.

28 Sul tema per tutti F. Sarpi, La valutazione dell'impatto della regolazione in Italia: una missione impossibile?, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, 2, 447.

29 L. Gianniti, N. Lupo, Corso di diritto parlamentare, Bologna, Il Mulino, 2013.

30 Per un approfondimento sul tema si rinvia a R. Bin, G. Pitruzzella, *Diritto costituzionale*, Giappichelli, 2015.

A livello governativo, attraverso l'opera del Dipartimento per gli Affari Giuridici e Legislativi (DAGL) si è assistito ad una maggiore condivisione degli strumenti per la qualità della normazione a fronte dell'aumento delle competenze delle Amministrazioni Centrali e di quelle Regionali, in un'ottica di governo *multi-livello*. Grazie all'affermazione di tali strumenti è stato possibile un maggior coinvolgimento dei cittadini nella definizione della regolamentazione. Anche le Autorità Amministrative Indipendenti³¹, sulla base di precisi riferimenti normativi, hanno svolto un ruolo propulsivo nell'adozione e sviluppo degli strumenti di miglioramento della regolazione³².

31 Per un approfondimento si rinvia a V. Mirra, V. Miscia, L'AIR delle Autorità indipendenti: Banca d'Italia e Consob, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, 2, 517.

32 Per un approfondimento si rinvia a "L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013" a cura di A. Natalini, F. Sarpi e G. Vesperini, edito dall'Osservatorio AIR a dicembre 2014..

3 Costi e Benefici della regolazione

Prima di addentrarci nell'applicazione, con l'obiettivo di contribuire all'affermazione di un patrimonio metodologico semplice e condiviso, definiamo alcuni elementi utili ai fini del lavoro, prendendo come riferimento la "cassetta degli attrezzi" associata dalla Commissione Europea alle Linee Guida per la *Better Regulation*³³.

In primo luogo, è importante chiarire chi saranno i *soggetti di riferimento* della misurazione. Per migliorare l'impatto della regolazione è fondamentale guardare ai benefici e ai costi complessivi e, tuttavia, alcuni oneri associati a determinati destinatari (ad esempio quelli sostenuti dalle piccole e medie imprese) possono acquisire un'importanza particolare e divenire oggetto di specifici approfondimenti. A volte, ciò che definiamo onere per un soggetto, si traduce in un beneficio per un altro e l'impatto dovrebbe compensarsi quando valutiamo i risultati in aggregato.

Normalmente, i costi sostenuti nel bilancio delle imprese per adempiere agli obblighi imposti dalla regolamentazione costituiscono i ricavi delle imprese loro fornitrici. Tagliare i costi della regolazione vuol dire quindi anche ridurre i ricavi dei fornitori di servizi legali, di *compliance* e altri beni necessari alla conformità normativa³⁴. Questo è un aspetto cruciale che ci consente di chiarire che *si commette un grave errore ritenendo che la riduzione degli oneri regolatori sia legata da un nesso causale diretto alla crescita e allo sviluppo economico*.

L'unico servizio che la regolazione può rendere allo sviluppo economico è quello di *produrre benefici superiori ai costi che impone*, realizzando il proprio fine di garantire la certezza del diritto e costituire un ambiente economico rispettoso, in cui la libera iniziativa possa dispiegare i propri effetti positivi. Solo una volta dimostrato che i benefici non sono percepibili, perché l'opzione prescelta si è rivelata inefficace o le disposizioni non sono state attuate, le relative norme possono essere considerate economicamente non giustificabili e gli oneri ad esse associati possono essere definiti *inutili*.

Le definizioni degli oggetti da misurare sono molto ampie: un costo o onere regolatorio corrisponde a una *disutilità*, un elemento in grado di far peggiorare la situazione di un soggetto o di ridurre il benessere che è in grado di percepire. Viceversa, i benefici corrispondono ad elementi in grado di aumentare il benessere percepito. Il nesso fra l'elemento (derivante da una regola) e l'impatto può essere diretto o indiretto.

Gli oneri spesso si manifestano immediatamente dopo l'adozione di un atto regolatorio, sono concentrati su specifici gruppi di destinatari e sono, in genere, più semplici da valutare in termini monetari, mentre i benefici tendono ad emergere nel

33 Le Linee Guida per la *Better Regulation* della Commissione Europea sono disponibili alla pagina http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_51_en.htm.

34 L. Enriques, *Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*, Milano, IBL Libri, 2012.

medio lungo termine. La loro quantificazione dovrebbe essere basata sui prezzi di mercato, in grado di riflettere il costo opportunità di un'azione, ma spesso, soprattutto con riferimento ai benefici, non è possibile esprimere tali stime, in quanto gli effetti positivi sono spesso riconducibili alla categoria delle "esternalità" ³⁵. Misurare le percezioni è un esercizio estremamente complesso, per cui spesso è necessario scegliere dei dati quantitativi (*indicatori*) che siano in grado di approssimarne (*proxy*) la dimensione.

Quanto vale la fiducia dei risparmiatori negli operatori del mercato finanziario? Sarebbe estremamente utile conoscere questo valore, ma il massimo risultato finora è stato quello di costruire degli indicatori relativi che ci consentono di stimare dove c'è maggiore fiducia e come questa percezione cambia nel tempo.

Le analisi multi-fattoriali che ci consentono di stimare un certo oggetto nel tempo e nello spazio sono comunque molto utili e non dobbiamo cadere nella trappola di credere che in assenza di un'esatta rappresentazione dei prezzi di mercato non sia possibile pervenire ad alcuna valutazione dei benefici della regolamentazione³⁶.

Occorre ricondurre con chiarezza la valutazione al suo obiettivo intrinseco, che non è l'esatta misurazione di un fenomeno, *a qualunque costo*, ma *la risoluzione efficiente di problemi complessi*, non previsti, del sistema normativo (o comunque dal sistema codificato), e l'esplicitazione delle modalità di decisione di fronte alla complessità e alla conflittualità³⁷.

La *mapa del tesoro* è solo un disegno, eppure, se contiene i giusti riferimenti, può guidarci fino all'agognata fortuna. D'altra parte, proprio per i limiti appena esposti, un modello interpretativo può essere un utile strumento ma confonderlo con la realtà *sarebbe come andare in un ristorante e mangiare il menù* (Arthur Bloch).

In sintesi, i *costi della regolazione* (o *oneri regolatori*) possono essere distinti in³⁸:

- *finanziari diretti*, che derivano dall'obbligo di versare somme di denaro all'autorità pubblica a titolo di diritti, contributi, bolli, imposte, ecc.;
- *di conformità*, che derivano dall'obbligo di conformare la propria condotta a quanto previsto dalle norme; tali costi possono essere ulteriormente ripartiti in:

35 Per un approfondimento del concetto di costo o beneficio "esterno" si fa rinvio a H. S. Rosen, *Scienza delle Finanze*, 2007, McGraw-Hill e J. E. Stiglitz, *Economia del settore pubblico. Fondamenti teorici*, 2003, Hoepli.

36 Per una sintetica nota esplicativa sui metodi di valutazione di costi e benefici si rinvia alla pagina http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_52_en.htm e allo studio http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/commission_guidelines/docs/131210_cba_study_sg_final.pdf.

37 Cfr. Vittoria Toschi, "Ambiente e urbanistica in recenti esperienze di pianificazione a Bologna. La valutazione nel processo di piano", in Stefano Stanghellini (a cura di), *Valutazione e processo di piano*, Alinea editrice - Daest, Firenze 1996, p. 149.

38 Il riferimento sono le Linee Guida per la Better Regulation della Commissione Europea, vedi pagina http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_51_en.htm.

- ✓ *oneri di conformità sostanziale*, sostenuti dai cittadini o della imprese per adeguare il proprio comportamento, la propria attività, il proprio processo produttivo o i propri prodotti a quanto previsto dalla normativa;
- ✓ *oneri amministrativi*, sostenuti dai cittadini o della imprese per rispettare obblighi informativi, adempimenti, cioè, che impongono di produrre, elaborare e trasmettere informazioni e documenti alla pubblica amministrazione (richieste di autorizzazioni, permessi o licenze, iscrizioni ad albi o registri, relazioni tecniche, notifiche sulle attività svolte, ecc.);
- *effetti distorsivi*, che derivano da fenomeni patologici quali la corruzione, la perdita di tempo connessa a previsioni normative ridondanti e altri effetti che peggiorano la produttività delle imprese e la soddisfazione dei cittadini;
- *costi connessi all'attuazione della normativa*, che derivano dalla necessità di monitorare e attuare le previsioni normative da parte delle istituzioni pubbliche. In tale categoria devono rientrare anche i costi legati alla risoluzione delle relative controversie;
- *costi indiretti*, in cui ricadono tutti gli effetti economici indirettamente prodotti dalla norma, in particolare gli effetti derivanti dagli *incentivi* o *disincentivi* da essa derivanti (cambiamenti nei sistemi produttivi e nei modelli di consumo derivanti dalla variazione dei prezzi relativi). Possono incidere anche sulla finanza pubblica: basti pensare alle variazioni della fiscalità che possono derivare dall'inasprimento delle norme su un dato settore produttivo. Per la loro eterogeneità sono i più difficili da identificare e quantificare, ma è molto importante tenerne conto, in particolare valutando gli effetti sull'efficienza dei mercati, sull'innovazione e sulla concorrenza, che possono determinare nel medio termine una quota rilevante dell'*outcome* complessivo di una politica pubblica. Per queste ragioni, una compiuta analisi degli impatti negativi di una politica dovrebbe prendere in considerazione, almeno da un punto di vista logico, i *rischi* e la *struttura di incentivi e disincentivi* derivanti dall'adozione della *policy*.

I *benefici*, sono invece distinti in:

- *benefici diretti*, derivanti dall'aumento del benessere per i cittadini in termini economici, sociali e ambientali, nonché dal miglioramento delle condizioni di efficienza dinamica del mercato: aumento dell'efficienza, riduzione delle esternalità negative, maggiore informazione a disposizione del pubblico, aumento della gamma di prodotti e servizi disponibili;
- *benefici indiretti*, derivanti dal miglioramento delle condizioni di base del sistema economico. Sono gli effetti più difficili da quantificare ma, come i costi indiretti, possono determinare il successo di una politica pubblica nel medio termine.

4 L'esperienza di Misurazione degli Oneri Amministrativi (MOA) della Consob

4.1 Metodologia e fasi del progetto

Origine e struttura del "Progetto MOA"

Come evidenziato nel precedente paragrafo, per *Oneri Amministrativi* si intendono i costi degli adempimenti cui cittadini ed imprese sono tenuti nei confronti delle pubbliche amministrazioni nell'ambito del procedimento amministrativo, compreso qualunque adempimento comportante *raccolta, elaborazione, trasmissione, conservazione e produzione di informazioni e documenti* alla pubblica amministrazione³⁹.

A livello politico, la spinta alla misurazione e riduzione di tali oneri è risalente nel tempo e ha avuto origine, come detto, in sede europea. Il 16 marzo 2005 la Comunicazione della Commissione intitolata *"Una migliore regolamentazione per la crescita e l'occupazione nell'Unione europea"* conteneva, nell'allegato documento di lavoro dei servizi della Commissione, uno schema dettagliato di un *"Modello UE dei costi amministrativi netti"* basato su una specifica metodologia di misurazione (*Standard Cost Model*).

Con la "Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni – *Programma d'azione per la riduzione degli oneri amministrativi nell'Unione Europea* – del 24 gennaio 2007, si è inteso dare un impulso decisivo alla misurazione degli oneri amministrativi, *fissando un obiettivo comune* di riduzione complessiva del 25% di tali oneri nel medio periodo.

A livello nazionale, l'art. 25 del D.L. 25 giugno 2008 n. 112 (Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria), convertito con modificazioni dalla Legge 6 agosto 2008, n. 133, ha stabilito la tempistica per l'approvazione di un *programma per la misurazione degli oneri amministrativi* derivanti da obblighi informativi nelle materie affidate alla competenza dello Stato, con l'obiettivo di giungere, entro il 31 dicembre 2012, alla riduzione di tali oneri per una quota complessiva del 25%, come stabilito in sede europea.

Il programma era parte integrante della più ampia *Agenda per la Semplificazione*⁴⁰ condivisa tra Stato, Regioni e autonomie, che rappresenta la cornice strategica per l'attuazione di una politica finalizzata a ridurre il carico burocratico, liberare risorse per la crescita, dare certezza alle attività di imprese e ai diritti dei cittadini.

39 Gli oneri amministrativi sono così definiti dall'art. 3 del D.L. 09.02.2012 n. 5 (che modifica l'art. 8 della L. 11.11.2011 n. 180).

40 Per approfondimenti sull'Agenda per la semplificazione si fa rinvio al sito internet <http://www.italiasemplice.gov.it>.

La necessità di misurare gli oneri amministrativi è stata in seguito indirizzata anche alle Autorità amministrative indipendenti, mediante esplicita disposizione legislativa. Pertanto, la *Misurazione degli Oneri Amministrativi* (MOA) è stata avviata dalla Consob nel Settembre del 2012, in attuazione di quanto disposto dall'art. 6, comma 3, del D.L. 13 maggio 2011, n. 70 ("*Semestre Europeo – Prime disposizioni urgenti per l'economia*", convertito con legge 12 luglio 2011 n. 106)⁴¹.

Le attività di misurazione degli oneri amministrativi e riduzione degli stessi si inseriscono in un contesto di *crisi* economico-finanziaria globale, la quale di fatto ha influenzato il processo di produzione e revisione della normativa europea, che già costituisce la fonte primaria degli oneri facenti capo ai soggetti vigilati nell'ambito dei mercati finanziari, determinando l'introduzione di ulteriori oneri per le imprese, al fine di aumentare i benefici per i risparmiatori e per incrementare la trasparenza e la fiducia nel mercato⁴².

In un siffatto contesto, diviene fondamentale rivolgere l'analisi e intervenire *già nella fase ascendente della produzione normativa europea* al fine di armonizzare il quadro normativo ed evitare la stratificazione di obblighi e incombenze di non agevole comprensione per i soggetti vigilati, a cui possono non corrispondere elevati benefici per l'attività di vigilanza delle Autorità di settore e per i risparmiatori.

Ciò premesso, il "*Progetto MOA*" si è sviluppato nell'arco di un triennio e ha portato alla *mappatura dei principali oneri amministrativi* derivanti dalla regolamentazione adottata dalla Consob, alla *definizione e implementazione di alcune proposte di riduzione* degli stessi, nonché alla *misurazione*, nell'ultima fase, di uno specifico insieme di oneri.

La fase di "*mappatura*" degli obblighi non ha rappresentato un momento meramente descrittivo ma ha consentito di individuare e osservare il quadro sinottico degli adempimenti, ai quali sono stati associati degli indicatori dimensionali. Grazie allo *studio delle banche dati così costruite* è stato possibile, ancor prima di procedere alla misurazione monetaria, *elaborare proposte* volte a migliorare il quadro regolamentare.

Inoltre, sulla base dall'attività di analisi degli adempimenti, è stato possibile strutturare una strategia per la successiva fase di misurazione dei costi, concentrando il momento più oneroso del processo sugli adempimenti rilevanti la cui misurazione è risultata più efficiente, sulla base di parametri che saranno esplicitati di seguito.

41 Tale articolo stabilisce che "Nel perseguimento dell'obiettivo di riduzione degli oneri amministrativi definito in sede di Unione europea, con le risorse disponibili a legislazione vigente, le autorità amministrative indipendenti di vigilanza e garanzia effettuano, nell'ambito dei propri ordinamenti, la misurazione degli oneri amministrativi a carico delle imprese con l'obiettivo di ridurre tali oneri entro il 31 dicembre 2012, proponendo le misure legislative e regolamentari ritenute idonee a realizzare tale riduzione".

42 Si richiamano ad esempio gli interventi di revisione della Direttiva "Prospecto", "MiFID", "CRD" e "*Transparency*", la Direttiva "AIFM" e gli interventi diretti quali i Regolamenti su Agenzie di *Rating*, *Short Selling*, "EMIR", "PRIIPs", "CRR", "MIFIR".



L'analisi dei regolamenti e la "mappatura" degli oneri amministrativi

Il primo passo della MOA è stata la definizione dei *tre* principali obiettivi dell'attività: *misurare l'impatto degli adempimenti* discendenti dai regolamenti adottati dalla Consob sui soggetti vigilati, *elaborare strategie e proposte concrete di riduzione, costruire il patrimonio informativo* per una compiuta valutazione dei costi e dei benefici connessi alla regolamentazione dei mercati finanziari.

Lo strumento principale ai fini della misurazione è stato identificato nell'analisi dei regolamenti emanati dalla Consob e nella conseguente *identificazione di tutte le disposizioni in base alle quali veniva richiesto ai destinatari di raccogliere, elaborare, trasmettere, conservare e produrre informazioni e documenti*. Pertanto, la Consob ha tracciato la mappa degli obblighi informativi previsti dalle disposizioni contenute nei principali atti di regolazione generale dell'Autorità.

L'esito di tale processo è stata la predisposizione di un *database elettronico* in cui sono stati distinti *619 "micro" obblighi*, ciascuno dei quali è stato classificato in base ai seguenti attributi "anagrafici":

- ✓ riferimento normativo (primario delegante e secondario delegato),
- ✓ operazione o attività economica nell'ambito della quale sorge l'obbligo,
- ✓ soggetto destinatario dell'obbligo, descrizione dell'obbligo,
- ✓ tipologia della segnalazione (periodica o legata ad uno specifico evento),
- ✓ redazione della disposizione (semplicità, chiarezza e coerenza del drafting),
- ✓ esistenza di schemi di redazione della comunicazione volti a semplificarne l'adempimento,
- ✓ frequenza e termine dell'invio,
- ✓ modalità di invio
- ✓ destinazione (divisione, ufficio, altri destinatari esterni).

La misurazione dei flussi informativi e dei benefici in termini di vigilanza

Completato il processo di mappatura è stato avviato quello di misurazione. A ciascun obbligo informativo sono stati associate le prime *stime quantitative*: un *indicatore* di "ampiezza fisica" del flusso informativo generato dall'adempimento alle disposizioni (in totale sono risultate circa 452.000 segnalazioni annue), calcolato ove possibile su base pluriennale, e un *indicatore relativo ai "benefici"* per l'attività di vigilanza determinati dalle informazioni acquisite ad esito dell'adempimento, misurato attraverso un *giudizio numerico* espresso dal competente Ufficio operativo e riferito a una scala da zero a cinque.

Attraverso tali stime è stato possibile evidenziare gli adempimenti caratterizzati dal *maggior numero di segnalazioni alla Consob*: la trasmissione delle "raccomandazioni" di cui all'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, i Prospetti di Base e le relative condizioni definitive, le comunicazioni derivanti da operazioni di *internal dealing*, le comunicazioni inerenti alle partecipazioni rilevanti, quelle relative alle variazioni nella composizione degli organi sociali, la trasmissione delle diverse relazioni finanziarie, le segnalazioni relative al *transaction reporting* e le segnalazioni periodiche di vigilanza degli intermediari a Banca d'Italia, per citare i più rilevanti.

Definizione e implementazione delle proposte di riduzione degli oneri

La fase di mappatura e misurazione dei flussi si è conclusa nel febbraio del 2013 con un duplice risultato.

In primo luogo, in base alle analisi svolte e alle evidenze da esse scaturite, sono state individuate delle specifiche aree di intervento per la riduzione degli oneri amministrativi relative al biennio 2013-2014, identificando alcune tipologie di azioni da implementare, secondo un programma di attività, al fine di conseguire una riduzione degli oneri per i soggetti vigilati e ad incrementare i benefici per il mercato nel suo complesso:

- ✓ la realizzazione di *progetti di gestione informatica dei dati* in grado di eliminare le comunicazioni con l'Autorità a mezzo supporto cartaceo e accrescere il potenziale delle informazioni acquisite rispetto alle finalità di vigilanza,
- ✓ il "*riallineamento*" delle *terminologie utilizzate* nei regolamenti e, più in generale, la razionalizzazione di una serie di disposizioni il cui adempimento è reso più complesso da fenomeni di "stratificazione" normativa,
- ✓ l'eliminazione nei regolamenti delle *previsioni non più applicabili* ovvero il necessario coordinamento con la normativa primaria,
- ✓ l'avvio di tavoli di lavoro con altri soggetti destinatari delle segnalazioni di vigilanza per *eliminare duplicazioni negli oneri di trasmissione*,
- ✓ l'individuazione di *standard minimi* cui debbano attenersi i *siti internet dei soggetti vigilati* per la diffusione delle informazioni,
- ✓ la valorizzazione del *sito internet* dell'Istituto.

Tali *proposte* sono state diffuse mediante *comunicato stampa* il 27 febbraio 2013, pubblicato sul sito internet dell'Istituto, e sono state nella maggior parte dei casi implementate dalla Consob. Alcune hanno richiesto provvedimenti limitati ad una specifica delibera, come gli interventi di natura regolamentare volti a eliminare gli obblighi non più applicabili ovvero a chiarire determinati aspetti della regolamentazione stessa ed eliminare il mancato coordinamento con la normativa primaria (cfr. delibera n. 18523 del 10 aprile 2013 con la quale è stato abrogato il Capo I del Titolo VI del Regolamento Emittenti in materia di revisione legale). Altre sono divenute parte di ambiziosi progetti pluriennali, come il progetto di *Data Warehouse Unico* e quello per la valorizzazione del *sito internet* dell'istituto, che a fronte di investimenti rilevanti saranno in grado di produrre benefici proporzionali per i soggetti vigilati nel medio termine.

In secondo luogo, è stato compiutamente definito il *database* quale *strumento* fondamentale per avviare il confronto con i soggetti vigilati, necessario per pervenire a *stime dei costi medi* e, quindi, alla quantificazione monetaria degli oneri amministrativi.

Attraverso la mappatura degli obblighi informativi⁴³, sono stati identificati i flussi elementari ed è stata stimata la relativa dimensione, in modo da poterli discriminare a seconda della numerosità. La fase di mappatura e misurazione in termini di flussi informativi di tutti gli oneri derivanti dai Regolamenti, è stata oggetto di attenzione da parte di soggetti terzi che ne hanno riconosciuto e apprezzato l'innovatività metodologica e la significatività accademica, attribuendo alla Consob una menzione quale "*top reformer*" per l'anno 2013⁴⁴.

Elaborazione di una strategia per la misurazione monetaria

L'attività di misurazione è stata avviata in un contesto reso più complesso dalla continua evoluzione normativa che ha prodotto *nuovi e significativi oneri informativi* (ad esempio quelli legati dall'attuazione della Direttiva AIFM).

Ciò premesso, nella consapevolezza dell'onerosità della rilevazione, la strategia per la misurazione monetaria è stata ispirata al criterio dell'economicità. In particolare, è stata portata a termine l'attività volta alla definizione di stime quantitative degli oneri amministrativi, dopo aver concentrato l'analisi su uno specifico settore di vigilanza (Intermediari), che *consentiva le migliori condizioni in termini di proporzio-*

43 Tale mappatura ha avuto ad oggetto tutti gli oneri amministrativi derivanti dalle disposizioni contenute nei regolamenti Emittenti; Mercati; Intermediari; Consulenti finanziari; Operazioni con parti correlate; regolamento congiunto Consob e Banca d'Italia in materia di intermediari che prestano servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio; provvedimento unico Consob e Banca d'Italia in materia di servizi di gestione accentrata.

44 Vedi "L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013" a cura di A. Natalini, F. Sarpi e G. Vesperini, edito dall'Osservatorio AIR a dicembre 2014, ove, a pag. 132 si evidenzia che "Complessivamente, dunque, quanto alle attività di MOA e valutazione *ex post*, CONSOB è da ritenersi l'autorità che ha introdotto riforme più innovative e con un rilevante impatto potenziale per gli anni a venire".

nalità della rilevazione. Tale ambito è stato identificato analizzando le caratteristiche fondamentali degli adempimenti nei tre principali settori normativi (Emittenti, Mercati, Intermediari) rispetto ai costi della rilevazione e alla efficacia dei risultati. La strategia definita è stata poi oggetto di confronto con le associazioni di categoria, coinvolte in un'attività di consultazione descritta nel successivo paragrafo.

In sintesi, le motivazioni della scelta sono state *l'elevata omogeneità formale degli adempimenti* (principalmente relazioni inviate annualmente), *l'omogeneità dei modelli gestionali delle imprese coinvolte* (principalmente banche che prestano servizi di investimento) e *la possibilità di strutturare un'indagine campionaria significativa attraverso le associazioni di categoria.*

L'analisi dei *database* delle segnalazioni ha infatti consentito di evidenziare alcune *caratteristiche fondamentali degli adempimenti* oggetto dello studio e le relative conseguenze in termini di modalità di rilevazione degli oneri.

Con riferimento all'universo degli obblighi i cui destinatari principali sono le società emittenti e offerenti, nonché i loro esponenti aziendali e soci rilevanti, è stato possibile evidenziare un *elevato tasso di disomogeneità* della maggior parte degli attributi classificati, e una *maggiore discrezionalità implicita nelle deleghe regolamentari* affidate alla Consob, in relazione alla natura sostanziale delle norme vigenti (e quindi ai corrispettivi costi di conformità sostanziale) più che agli obblighi informativi.

Il "Regolamento Emittenti" corrisponde ad un ambito normativo in cui sono state distinte 144 operazioni elementari, la maggior parte delle quali generano un obbligo informativo "ad evento" che sorge in capo a soggetti che intrattengono con l'Autorità di vigilanza interazioni sporadiche, a volte uniche, che non favoriscono l'ottenimento di economie di scala, di scopo e di apprendimento nell'adempimento (es. Prospetto di offerta pubblica iniziale), mentre laddove ricorrenti (es. Prospetti relativi a strumenti emessi in modo continuo e ripetuto da emittenti bancari) hanno già beneficiato dei procedimenti di informatizzazione volti a semplificarne la comunicazione e l'interazione con la Consob.

L'universo dei soggetti in questione non è semplice da catalogare in forma stabile e strutturata, in quanto vi rientrano sia emittenti storicamente quotati su mercati regolamentati e abituati ad interfacciarsi costantemente con una o più Autorità di vigilanza (come gli emittenti bancari quotati) che persone fisiche e giuridiche soggette a segnalazioni del tutto occasionali come quelle relative all'*internal dealing* o alle partecipazioni rilevanti.

Sulla base di tali premesse, la misurazione degli oneri relativi agli *emittenti* si presta a divenire oggetto di *specifici progetti di studio e di rilevazione selettiva*, piuttosto che di una rilevazione complessiva. In tal senso sono stati effettuati dalla Consob studi relativi a:

- ✓ gli oneri legati al procedimento di ammissione a quotazione,
- ✓ i costi complessivi collegati agli adempimenti derivanti dalla permanenza nel listino,

- ✓ i costi di accesso ai sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate,
- ✓ i costi di deposito dei prospetti e della documentazione istruttoria,
- ✓ gli adempimenti relativi all'effettuazione di offerte di disinvestimento, e
- ✓ i costi di adempimento da parte delle piccole e medie imprese.

Le attività di studio effettuate in tali ambiti hanno consentito di *quantificare l'impatto di progetti interni particolarmente rilevanti* quali, ad esempio, i sistemi informatici che hanno consentito l'acquisizione in forma strutturata dei dati relativi a circa 9.000 segnalazioni annue prima effettuate in formato cartaceo, e hanno contribuito alla definizione di proposte rivolte all'esterno, come quelle raccolte nel progetto "*Più Borsa*". D'altra parte, la MOA è stata impostata come logica prosecuzione delle attività svolte nel 2011 e 2012 a supporto di due significativi provvedimenti di "*semplificazione*" adottati dalla Consob, nell'ambito delle quali sono state svolte le prime analisi, focalizzate proprio sul Regolamento Emittenti, e che hanno avuto quale obiettivo diretto la riduzione e la semplificazione degli obblighi a carico dei soggetti vigilati, sulla base delle quali sono stati in seguito strutturati i *database* che hanno dato forma alla mappatura.

Con riferimento all'universo degli obblighi i cui destinatari principali sono le *imprese di investimento* e le *società di gestione dei mercati* è stato possibile al contrario evidenziare un *elevato tasso di omogeneità* della maggior parte degli attributi classificati, e una *ridotta discrezionalità implicita nelle deleghe regolamentari* affidate alla Consob.

Per quanto riguarda il "Regolamento Mercati" tali caratteristiche sono così rilevanti da poter concludere, già ad una prima analisi, che l'opera di stima degli oneri *non avrebbe potuto condurre a risultati apprezzabili nel rispetto del principio di proporzionalità*.

In particolare, è stato possibile evidenziare il numero ristretto di soggetti autorizzati alla gestione di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione e la bassa frequenza degli invii di documentazione, che si traducono anche nella scarsa rilevanza complessiva degli oneri connessi con i procedimenti di autorizzazione. Da tale approccio sono stati, tuttavia, escluse due tipologie di obblighi: quelli relativi alla disciplina dell'*internal dealing*, che sono stati oggetto di approfondimento ed intervento (di riduzione) nel 2012, e quelli relativi al *transaction reporting*, che sono stati inclusi nel "*focus Intermediari*", di cui si parlerà più ampiamente in seguito.

L'ambito normativo relativo ai mercati è anche quello in cui, ad esito della crisi finanziaria, sono maturate alcune *importanti modifiche nel modello di produzione normativa europea* che, in seguito, hanno riguardato anche la disciplina delle imprese di investimento e dell'offerta di strumenti finanziari. Il modello "a livelli" della procedura *Lamfalussy*, che lasciava spesso ampio margine ai regolatori nazionali, favorendo la frammentazione degli ordinamenti finanziari, è stato *progressivamente sostituito con un modello di intervento diretto del regolatore europeo*, in cui, per aumentare l'armonizzazione fra ordinamenti nazionali, si tende dare seguito alle Direttive di "li-

vello 1" mediante atti europei (Regolamenti) direttamente applicabili, che prevedono un coinvolgimento significativo dell'ESMA sia per quanto riguarda la produzione normativa delegata che per l'attività di vigilanza. La gran parte degli adempimenti informativi finisce in tal modo per essere istituita a livello europeo.

In conclusione, l'analisi quantitativa è stata *focalizzata* sugli obblighi informativi derivanti dal "Regolamento Intermediari" e dal "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" per le parti competenza⁴⁵, caratterizzati da un *modello "normativo" comune*, da una *relazione stabile fra le Autorità di vigilanza e soggetti destinatari*, nonché da una significativa *omogeneità e stabilità* dell'universo di questi ultimi: fattori tali da richiedere un campione sensibilmente più contenuto di osservazioni al fine di pervenire a stime significative e ottimizzare, in tal modo, il rapporto fra costo e beneficio della rilevazione.

La consultazione delle associazioni rappresentative dei soggetti interessati

Per definire stime dei costi unitari è stato quindi avviato un dialogo con i soggetti interessati e, in particolare, con le principali associazioni di categoria (fase di pre-consultazione informale).

Il primo passo è stato quello di *distinguere gli obblighi in quattro categorie*, in modo da rendere più efficiente la misurazione e differenziare la corrispondente strategie di riduzione dell'onere:

- ✓ *costo unitario basso/frequenza di segnalazione bassa*: tali obblighi sono stati *esclusi* dalla seconda fase di analisi secondo il principio di proporzionalità;
- ✓ *costo unitario basso/frequenza di segnalazione alta*: obblighi oggetto di approfondimento principalmente con riferimento alle modalità di invio e conservazione, valutando opzioni alternative in grado di ridurre il peso di tali attività, evitando duplicazioni;
- ✓ *costo unitario alto/frequenza di segnalazione bassa*: obblighi oggetto di approfondimento, attraverso il confronto con le competenti unità operative, valutando la possibilità di introdurre formati standard, supporti alla compilazione di documenti complessi e linee guida in grado di ridurre l'impatto economico legato alla raccolta dati, produzione ed elaborazione di tali adempimenti piuttosto che alla loro trasmissione e archiviazione;
- ✓ *costo unitario alto/frequenza di segnalazione alta*: obblighi oggetto di specifici focus-group destinati ad approfondire ogni attività elementare determinata

45 Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nei confronti della Consob sono definiti puntualmente nella Delibera Consob n.17297 del 28/04/2010.

dell'adempimento al fine di elaborare proposte in grado di determinare una riduzione degli oneri amministrativi connessi.

Il *criterio della frequenza* è stato applicato derivando le corrispondenti informazioni dal *database* elaborato internamente dalla Consob, che è stato condiviso con i rappresentanti dei soggetti vigilati nella fase di stima dei costi unitari.

Nel corso di una serie di incontri, posti in essere con le principali associazioni di riferimento, sono state illustrate le attività e le proposte operative in tema di MOA. Il coinvolgimento degli operatori di mercato, dapprima attraverso lo svolgimento di interviste semi-strutturate e, successivamente, attraverso la costituzione di un *gruppo di lavoro*, ha consentito alla Consob di disporre di una serie di informazioni in grado di migliorare la conoscenza dei processi aziendali e favorire la definizione delle aree da analizzare con maggiore profondità per elaborare gli interventi idonei a ridurre gli oneri amministrativi a carico delle imprese e dei soggetti vigilati.

In tale contesto sono state contattate ABI, AIFI, ANASF, ANDAF, ANIA, ASSIOMFOREX, ASSIREVI, ASSONIME, ASSONOVA, ASSOPOPOLARI, ASSORETI, ASSOSIM e FEDERCASSE. Con tali soggetti è stato avviato un *processo di consultazione* che ha portato la Consob ad acquisire i contributi di carattere generale di AIFI, ANASF e ASSOSIM sullo svolgimento dell'attività di misurazione e sulle sue potenzialità in termini di costi e benefici per gli operatori.

Con alcuni dei soggetti contattati (ABI, AIFI, FEDERCASSE, ANASF, ASSORETI) è stato possibile effettuare *incontri preliminari* volti ad un processo di consultazione più specificamente finalizzato alla stima. Con ASSONIME è stata valutata la possibilità di realizzare una stima congiunta degli oneri amministrativi per gli emittenti quotati che fossero anche soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento.

Le risposte pervenute nella prima fase di consultazione hanno evidenziato l'esistenza di considerazioni e *istanze condivise dalle diverse associazioni*, pur rappresentative di soggetti operanti in diversi settori di attività:

- ci si attende che l'impegno profuso nella misurazione trovi un suo corrispettivo nella effettiva e *significativa riduzione* degli oneri amministrativi a carico degli intermediari;
- viene evidenziato che l'attuale sistema penalizza gli intermediari e i soggetti in genere (promotori) di piccole dimensioni, non essendo adeguatamente valorizzato il *principio di proporzionalità*;
- la principale determinante degli oneri amministrativi "inutili" viene identificata nella mancanza di *standardizzazione* nell'elaborazione dei dati e nella *duplicazione* delle trasmissioni a diverse Autorità (in particolare Consob e Banca d'Italia);
- viene evidenziata, con riferimento al "supporto duraturo" tramite cui vengono fornite le informazioni, l'opportunità di ridurre gli oneri amministrativi ponendo

come opzione base la *modalità digitale* e come opzione residuale (da richiedere esplicitamente) la modalità cartacea;

- vengono presentati *alcuni obblighi puntuali* che determinano costi elevati (principalmente le segnalazioni "negative" e quelle legate al transaction reporting).

La concentrazione su uno specifico ambito soggettivo (le banche) e lo svolgimento della misurazione monetaria degli oneri amministrativi in collaborazione con l'ABI

Con riferimento a questa fase, concentrata sulla disciplina di attuazione del TUF in materia di Intermediari, sono stati individuati *110 adempimenti informativi* che si applicano alle diverse categorie di intermediari (bancari, assicurativi, società comunitarie, promotori finanziari) di cui, *58 sono risultati applicabili alle banche che prestano servizi di investimento*.

Attraverso l'analisi e l'elaborazione dei dati contenuti nei database degli obblighi informativi, è stato predisposto un *questionario* da distribuire a un *campione significativo* di associati, volto a definire una *prima stima granulare dei costi unitari derivanti da specifici oneri amministrativi* (identificando quelli il cui onere risultava qualitativamente "alto"). In particolare, il coinvolgimento di ABI, che a tal fine ha istituito un apposito Gruppo di Lavoro, ha consentito la creazione, nella seconda metà del 2014, di un campione significativo di soggetti bancari autorizzati allo svolgimento di servizi di investimento da sottoporre poi a verifica⁴⁶.

Successivamente sono state definite, congiuntamente con ABI, le modalità di conduzione dell'indagine, prevedendo un primo momento di *selezione qualitativa*, destinata ad individuare gli adempimenti caratterizzati da *elevata onerosità*, sui quali concentrare la misurazione e, in seguito, una fase di stima quantitativa dei costi. Questa impostazione ha consentito di contenere il lavoro specifico connesso alla raccolta dei dati da parte degli associati ABI, focalizzando l'attività di quantificazione dei costi solo sugli adempimenti ritenuti a maggiore criticità gestionale, applicando concretamente il principio di proporzionalità.

Più specificamente, gli uffici competenti di ABI e l'Ufficio AIR della Consob hanno predisposto uno specifico questionario basato sulla metodologia dello *Standard Cost Model*, organizzato come un *"percorso di valutazione"* in *quattro sezioni* che, partendo dall'ambito soggettivo e dall'elenco degli obblighi, attraverso una chiara identificazione dei criteri di valutazione dell'entità di ciascun onere, ha portato all'indicazione qualitativa dell'entità dello stesso.

A tale fase della rilevazione hanno partecipato *3 gruppi bancari*, cui corrispondono *21 banche rappresentative di circa il 21% del totale attivo del settore italia-*

⁴⁶ Giova, in questa sede, evidenziare che al 31 dicembre 2014 risultavano operanti in Italia 605 banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento.

no, prendendo come anno di riferimento il 2013, nel quale sono stati rilevati i dati sui costi di seguito esposti.

Nella *prima sezione* è stato chiesto agli intervistati di indicare i soggetti ai quali si riferiscono le risposte al questionario, lasciando aperta la facoltà di compilare il questionario con riferimento ad una singola entità o a un perimetro più ampio all'interno del gruppo bancario.

Per quanto attiene all'elenco degli obblighi (sezione 2) è stato richiesto agli intermediari inclusi nel campione di indicare se le informazioni connesse all'obbligo regolamentare sarebbero state comunque raccolte e gestite nell'ambito dell'ordinato svolgimento dell'attività (*business as usual*). Inoltre, è stato richiesto di specificare l'esistenza di *duplicazioni* relative alla trasmissione delle segnalazioni.

Con riferimento ai criteri di valutazione dell'onere (sezione 3), sono stati distinti gli oneri "*una tantum*", relativi alla prima attuazione o comunque a comunicazioni che non si ripetono negli anni successivi, come ad esempio gli oneri per l'*autorizzazione* alla prestazione di servizi di investimento, gli oneri "*on-going annui fissi*" e quelli "*on-going variabili per comunicazione*". Per ciascuna categoria, è stato reso disponibile un elenco di voci da considerare, distinguendo tra costi interni e costi esterni (nel caso in cui l'onere fosse rappresentato da acquisto di servizi dall'esterno).

Infine, nella quarta sezione, è stata richiesta ai soggetti inclusi nel campione un'*indicazione qualitativa dell'entità dell'onere*, esprimendo una valutazione soggettiva con due possibili esiti: "*basso*" o "*elevato*".

Tale approccio "soggettivo" ha il suo punto di forza nella possibilità di far emergere elementi di costo rilevati a prescindere dalla dimensione della banca, che risulterebbe determinante ove si propendesse per una soglia "oggettiva".

L'analisi delle risposte è stata effettuata dall'ABI raggruppando gli adempimenti in *classi* basate sulle *associazioni gestionali* effettuate dalle banche rispondenti. In questo modo è stato possibile suddividere gli oneri in gruppi (*cluster*) e analizzare le interconnessioni fra gli adempimenti (*network analysis*), al netto di due adempimenti che sono stati considerati come indipendenti dal punto di vista gestionale: la rendicontazione periodica da fornire alla clientela nell'ambito del servizio di gestione di portafogli e le segnalazioni periodiche di vigilanza da rendere a Banca d'Italia.

Nel *primo gruppo* di adempimenti sono stati inseriti gli *oneri legati al processo di autorizzazione*. I rispondenti non hanno associato agli adempimenti di questo *cluster* un peso economico rilevante e, quindi, non sono stati inclusi nel novero di quelli da approfondire sotto il punto di vista quantitativo.

Il *secondo gruppo* è costituito dalle *relazioni e dalle rendicontazioni da elaborare e trasmettere alla Consob* su differenti aspetti dell'attività di investimento, dalle remunerazioni alla gestione del rischio. A tali adempimenti è stata associata una *rilevanza economica significativa*.

Il terzo gruppo, contenente gli oneri informativi relativi ai *bilanci* e alle procedure connesse alla redazione degli stessi, è stato considerato di carattere prevalen-

temente *gestionale (business as usual)* e non è stato sottoposto ad approfondimento quantitativo, così come il quarto gruppo, in cui sono stati inseriti gli oneri attinenti alle operazioni societarie.

L'ultimo gruppo riveste particolare importanza, in quanto ha consentito di approfondire il *rapporto fra oneri amministrativi e oneri di conformità sostanziale* alla normativa. In questo *cluster* sono stati inseriti gli *obblighi informativi verso i clienti che vengono generalmente considerati fra i più onerosi dai rispondenti*. Tuttavia, i costi corrispondenti non sono riconducibili alla categoria degli oneri amministrativi, in quanto l'unico obbligo che la regolamentazione impone in tal senso è la conservazione della documentazione informativa ai fini di un controllo da parte dell'Autorità di vigilanza.

Tale onere è stato ritenuto dai rispondenti relativamente contenuto e di difficile quantificazione, *a fronte della rilevanza dei costi di conformità*. In tal modo sono emersi i limiti dell'approccio MOA, la cui utilità resta ferma dove la regolamentazione impone complesse e infrequenti trasmissioni di dati e notizie alle amministrazioni, ma perde rilevanza quando le comunicazioni sono gestite in modo frequente, standardizzato ed efficiente, sfruttando le potenzialità offerte dalle nuove tecnologie per ridurre gli oneri. In tali contesti, per realizzare una compiuta analisi dei costi e identificare soluzioni normative idonee a realizzare il minor sacrificio dei destinatari delle norme è necessario estendere la misurazione all'intero onere regolatorio, comprensivo dei costi di conformità.

Ad esito di tale processo di analisi sono stati individuati 10 adempimenti qualificati come rilevanti dal campione di rispondenti, sostanzialmente (9 su 10) riferibili al gruppo delle "Relazioni e rendicontazioni", con l'unica eccezione dell'adempimento inerente alle "Segnalazioni periodiche di vigilanza alla Banca d'Italia", escluso dal perimetro di rilevazione in quanto il relativo onere è risultato *in prevalenza attribuibile alla produzione delle informazioni per la Banca d'Italia*. Inoltre, tre adempimenti elementari del database Consob sono stati accorpati in quanto due adempimenti⁴⁷ sono stati considerati parte di un altro elemento informativo: la "Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, dei servizi accessori e dell'attività di distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione o da banche". Sono dunque risultati "oneri rilevati" quelli connessi a:

1. la "Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, dei servizi accessori e dell'attività di distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione o da banche" ne
2. i "Dati sui reclami ricevuti per iscritto";
3. i "Dati sull'operatività dei promotori finanziari";

47 Si tratta, per quanto di competenza della Consob, della *Definizione dei requisiti generali di organizzazione amministrativa e contabile volti ad assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale* e delle *Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione*.

4. i "Dati sull'operatività svolta nell'ambito della distribuzione di prodotti finanziari assicurativi";
5. le "Relazioni sull'attività di gestione del rischio";
6. le "Relazioni sull'attività di revisione interna";
7. le "Relazioni della funzione di controllo di conformità".

I costi "interni" sono stati elaborati considerando il "costo (in euro) associato al numero di giorni-uomo impiegati" (costo diretto) lasciando al rispondente la possibilità di stimare il costo unitario sulla base degli specifici costi diretti del personale ovvero utilizzando il *costo convenzionale di 340 euro*, ricavabile dall'Appendice alla Relazione Annuale 2013 della Banca d'Italia, rettificando il costo unitario annuo del personale (73.200 euro) per l'effetto IRAP medio (2,1%) e dividendolo, quindi, per il numero di giorni *standard* (220). Il costo diretto così ottenuto è stato incrementato dell'ammontare di costo indiretto associabile all'attività nel suo complesso (25% del costo diretto)⁴⁸.

I risultati della rilevazione quantitativa sono riportati nella seguente *Tabella 1*, in cui, per ciascuno degli adempimenti, il Gruppo di lavoro ABI che ha coordinato la fase di acquisizione ed elaborazione delle risposte al questionario è stato in grado di evidenziare il numero delle comunicazioni e l'onere annuo complessivo come somma dell'onere annuo fisso e dell'onere *on-going* variabile. Le segnalazioni sono identificate con i numeri progressivi da 1 a 7 corrispondenti al precedente elenco.

Tabella 1

Segnalazione	N° annuo di segnalazioni		Onere annuo fisso (Euro)		Onere on-going variabile (Euro)		Onere annuo complessivo (Euro)	
	Per banca	Totale campione	Per banca	Totale campione	Per banca	Totale campione	Per banca	Totale campione
1	1	21	8.370	175.800			8.370	175.800
2	1	21	2.420	50.800			2.420	50.800
3	2	42	860	18.100	820	17.300	2.500	52.700
4	2	42	670	14.000	580	12.100	1.830	38.200
5	1	21	1.770	37.100			1.770	37.100
6	1	21	1.480	31.100			1.480	31.100
7	1	21	5.020	105.500			5.020	105.500
TOTALE	9	189	20.590	432.400	1.400	29.400	23.390	491.200

48 http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/commission_guidelines/docs/iag_2009_en.pdf.

Ad esito dell'indagine si rileva che l'onere complessivo associato a questi adempimenti per il campione di 21 banche rispondenti è pari a 490 mila euro annui (23.400 per singola banca).

L'onere annuo medio più elevato, pari a 8.400 euro per banca, si riscontra in corrispondenza della elaborazione e trasmissione della "Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, dei servizi accessori e dell'attività di distribuzione di prodotti finanziari".

La rilevazione pone inoltre in evidenza il valore soglia del costo annuo al di sopra del quale le banche rispondenti hanno ritenuto il costo dell'adempimento "elevato": il valore soglia, che costituisce un risultato del processo di stima, è di circa 1.500 euro per singola banca.

Essendo stato effettuato un approfondimento quantitativo su 9 dei 58 adempimenti (riferibili alle banche in qualità di imprese di investimento) si può dedurre che i soggetti intervistati abbiano attribuito un onere inferiore a questa soglia a ciascuno dei restanti adempimenti. L'ipotesi formulata dall'ABI assume che l'onere associato ad ognuno di questi sia pari al 30%⁴⁹ del "valore soglia" e conduce, pertanto, a quantificare l'onere annuo intorno ai 45 mila euro per banca.

A livello di settore, cioè in riferimento alle 600 banche (circa) che prestano servizi di investimento, la Misurazione degli Oneri Amministrativi (MOA) riferita agli adempimenti contenuti nei regolamenti adottati dalla Consob porta a una stima di costi pari a (circa) 27 milioni di euro annui.

4.2 Considerazioni conclusive sul "Progetto MOA"

I risultati della misurazione

Il "Progetto MOA" per un periodo di circa tre anni ha impegnato la Consob nell'analisi economica della regolamentazione adottata dall'Autorità, col fine precipuo (ma non unico) di misurare i relativi oneri amministrativi. Il carattere innovativo dell'attività ha richiesto un significativo sforzo di progettazione metodologica, oltre al rilevato impegno profuso nella realizzazione concreta dei database e delle stime che ne sono conseguite.

Il progetto ha consentito di stimare in modo statisticamente significativo i costi sostenuti dalle banche italiane che prestano servizi di investimento per far fronte agli adempimenti contenuti nel "Regolamento Intermediari" adottato dalla Consob e, per quanto di competenza, nel "Regolamento in materia di organizzazione e procedure

49 L'onere residuo è stato stimato moltiplicando il valore medio così determinato per il totale degli adempimenti a cui è stato attribuito un "costo basso". Per quanto riguarda la percentuale della soglia identificata dall'ABI al fine di determinare il costo medio degli adempimenti residuali, la Consob ha costruito delle ipotesi alternative per valutare l'impatto di una possibile diversa realizzazione quantitativa della stessa, ma tali alternative non hanno evidenziato differenze sostanziali rispetto a quanto sarà rappresentato nel successivo paragrafo *Considerazioni conclusive sul Progetto MOA*.

degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" adottato congiuntamente da Consob e Banca d'Italia.

In materia di Mercati, è stato possibile evidenziare immediatamente *il carattere sostanzialmente residuale della regolamentazione nazionale*, secondo un modello che ha progressivamente affermato la *centralità dell'Unione Europea nella regolazione finanziaria*, via via esteso alle regole inerenti agli intermediari e che potrebbe in futuro divenire il paradigma della vigilanza regolamentare anche per il settore dove permane maggiore discrezionalità da parte degli Stati membri, quello delle società emittenti strumenti finanziari.

In tale ultimo ambito, l'eterogeneità della materia ha condotto allo svolgimento di *specifici sotto-progetti* volti a restringere la variabilità degli elementi di valutazione. Tali progetti hanno consentito di ottenere dei risultati in termini di analisi qualitativa e, in parte, quantitativa ma non hanno raggiunto il rigore scientifico necessario in termini di qualità dei dati per dare rilevanza pubblica ai risultati stessi, spesso per ragioni di scarsità di risorse da destinare alla misurazione sia da parte della Consob che dei soggetti esterni rappresentativi degli emittenti, meno strutturati rispetto a quelli bancari, che hanno invece finalizzato la misurazione. Ciò nondimeno, tali approfondimenti si sono rivelati molto utili nell'analisi di impatto della regolamentazione effettuata in sede di adozione e revisione della regolamentazione finanziaria nazionale, al fine di semplificare gli adempimenti e ridurre gli oneri per i destinatari.

I risultati della misurazione mostrano il peso relativamente contenuto degli oneri amministrativi connessi alla regolamentazione adottata dall'Autorità.

Tale valutazione sembra essere messa in discussione solo in alcuni settori della disciplina relativa agli emittenti, dove l'elevata eterogeneità delle caratteristiche dei soggetti destinatari, unita all'occasionalità delle relazioni istituzionali, rendono *taluni adempimenti più onerosi* (ad esempio quelli connessi al procedimento di approvazione di un prospetto di quotazione), anche per via del ricorso a consulenti esterni.

Ma come è possibile che gli oneri amministrativi risultino così contenuti, nel contesto di ipertrofia normativa che, negli ultimi anni, ha caratterizzato il settore finanziario?

La spiegazione di tale evidenza è legata a *due fenomeni fondamentali: il nuovo assetto istituzionale delle regole della finanza*, che ha progressivamente disegnato un sistema di *governance* multi-livello in cui l'Unione Europea rappresenta il punto d'origine delle politiche pubbliche, e *il nuovo paradigma della vigilanza regolamentare in cui gli oneri di conformità sostanziale hanno acquisito una rilevanza significativamente maggiore rispetto agli oneri amministrativi*, anche grazie agli enormi sviluppi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione⁵⁰.

50 Vedasi anche R. Kral, National normative implementation of EC regulators: an exceptional or rather common matter?, in Eur. Law Review, 2008, 243.

Il nuovo assetto istituzionale delle regole della finanza e il ruolo dell'Unione Europea

Il primo fenomeno fa sì che *la maggior parte delle regole vengano definite a livello europeo*. Pertanto, le tecniche di analisi e valutazione di impatto" quali strumenti per accrescere la qualità della regolamentazione, più che essere applicate all'ultimo stadio della fase discendente, quella di definizione dei dettagli attuativi di una politica pubblica, *per portare a risultati sensibili devono essere utilizzate nella fase ascendente di costruzione delle politiche europee e in seguito coordinate coinvolgendo tutte alle istituzioni responsabili della concreta attuazione della policy*.

Tale coinvolgimento, sulla base del patrimonio informativo in grado di evidenziare le specificità di ciascuno Stato membro, può avvenire sia *direttamente*, nel contesto delle relazioni con l'Autorità europea di settore (ESMA), che *indirettamente*, nell'attività di collaborazione e cooperazione con altre istituzioni nazionali che partecipano al procedimento di formazione della legislazione europea.

In sostanza, dato che le regole sono principalmente di matrice europea, un programma di misurazione degli oneri legati esclusivamente alle disposizioni adottate da un'Autorità nazionale rischia inevitabilmente di concentrarsi su un insieme troppo ridotto di adempimenti.

Il nuovo paradigma della vigilanza regolamentare

Il secondo fenomeno riguarda *il rapporto fra oneri amministrativi e oneri di conformità sostanziale* ed è influenzato da tre dinamiche. La prima, come detto, è la significativa *riduzione dell'onerosità degli adempimenti relativi alla raccolta, elaborazione, trasmissione, conservazione e produzione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione*.

Tale riduzione è stata consentita, come è stato possibile testimoniare nell'ambito del "Progetto MOA" dagli *sviluppi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione* e dagli *investimenti* che la Consob e i soggetti vigilati hanno effettuato per poter garantire che tali cambiamenti si traducessero in una effettiva riduzione degli oneri amministrativi.

Allo stesso tempo però, la crisi finanziaria, che ha ferito la fiducia degli operatori, ha messo in moto *un processo di produzione e revisione normativa "al rialzo"*, che ha ampliato notevolmente il novero dei soggetti, delle attività, finanche dei micro-comportamenti soggetti a *specifiche norme volte a conformare lo svolgimento delle operazioni economiche*, per garantirne la trasparenza e plasmarne la correttezza.

L'estensione oggettiva e soggettiva della normativa finanziaria ha comportato anche una *maggiore attenzione agli strumenti di monitoraggio e valutazione delle politiche*, volti a valutare complessivamente i benefici e i costi della regolazione per

specifici settori, come testimoniano il programma "REFIT"⁵¹ e le Linee Guida sulla "Better Regulation" adottate dalla Commissione Europea⁵² in data 19 maggio 2015.

Anche il Governo italiano, a livello nazionale, ha esteso la propria attenzione dalla misurazione degli oneri amministrativi alla misurazione e riduzione degli oneri di conformità sostanziale, mediante l'approvazione di un "Programma per la misurazione e la riduzione dei tempi dei procedimenti amministrativi e degli oneri regolatori gravanti su imprese e cittadini, ivi inclusi gli oneri amministrativi"⁵³, integrato nell'Agenda per la semplificazione, individuando alcune aree tematiche di intervento.

In ultimo, si evidenzia che il *ribilanciamento fra nuove regole sostanziali*, prodotte per rispondere ai problemi emersi dalla palude della crisi, e *oneri amministrativi*, la cui riduzione è frutto esplicito di politiche pubbliche, è correlato alla definizione di nuovi poteri di vigilanza (ad es. la c.d. *product intervention*) e, più in generale, di *nuovi strumenti di tutela degli investitori*.

Tra questi, un ruolo sempre più rilevante hanno assunto i *sistemi "stragiudiziali" di risoluzione delle controversie*, per esplicito riconoscimento della legislazione europea⁵⁴. Tali sistemi, infatti, lasciando impregiudicato il diritto a ricorrere dinanzi al giudice ordinario (rimedio eventuale e successivo), mettono a disposizione degli investitori, a fronte di comportamenti patologici, uno strumento di tutela più semplice, rapido ed economico rispetto al ricorso giudiziale.

Verso un approccio analitico più ampio da utilizzare a partire dalla fase ascendente di produzione normativa

La consapevolezza di tali elementi ha portato la Consob verso un *approccio analitico più ampio, che tiene conto sia degli oneri amministrativi che dei costi di conformità sostanziale derivanti dalle disposizioni normative*.

Inoltre, pur nella consapevolezza delle *enormi sfide connesse alla stima dei benefici della regolamentazione*, ai costi sono stati associati degli *obiettivi rappresentativi dei benefici attesi, da monitorare attraverso un sistema di indicatori (multi-criteria analysis)*.

51 Cfr. http://ec.europa.eu/smart-regulation/refit/index_en.htm.

52 Cfr. http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/docs/swd_br_guidelines_en.pdf.

53 Programma adottato con DPCM 28 maggio 2014, pubblicato sulla G.U. Serie generale, n. 170 del 14 luglio 2014.

54 Sul tema si rinvia a L. Nader, *The direction of law and the development of extra-judicial processes in nation State societies*, in P.H. Gulliver, *Cross-examination. Essay in memory of Max Gluckman*, Leiden, 1978, 78; M. Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007; L. Ansaldi, *Il crescente ricorso agli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie*, in *Contratti*, 2015, 2, 203; F. Capriglione, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2010, I, 261; V. Mirra, *Profili di criticità e prospettive degli strumenti di ADR in materia bancaria/finanziaria*, in *Riv. arbitrato*, n. 2/2013, 513. Si rammenta che il ricorso a strumenti di Alternative Dispute Resolution (ADR) è previsto in numerose normative di settore ed è stato ulteriormente rafforzato attraverso le previsioni generali contenute nella Direttiva 2013/11/UE (sull'ADR per i consumatori) e nel Regolamento 524/2013/UE (relativo alla risoluzione delle controversie online dei consumatori).

Il risultato è la definizione di un modello per l'analisi e la valutazione di impatto della regolamentazione che è stato utilizzato sia per contribuire alla fase ascendente di costruzione delle politiche europee⁵⁵ che per valutare (VIR) direttamente una regolamentazione nella quale sussiste un significativo livello di discrezionalità, in quanto prevalentemente di carattere nazionale.

Nel rispetto del principio di proporzionalità, pertanto, è stato selezionato quale ambito oggettivo il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*" (c.d. *equity crowdfunding*), adottato dalla Consob il 26 giugno 2013 che, sulla base degli indicatori identificati in sede di analisi di impatto della regolamentazione, prevedeva una revisione programmata per giugno 2016 (ad un triennio dall'adozione).

In sintesi, il citato Regolamento rappresenta l'ambito normativo più appropriato per la *valutazione degli oneri regolatori*⁵⁶ complessivi, e per una valutazione multifattoriale dei benefici, in quanto:

- ✓ l'universo dei soggetti destinatari è *ristretto*, così come l'insieme delle operazioni finora effettuate e degli investitori intervenuti;
- ✓ i gestori già hanno dimostrato la loro *disponibilità* alla fornitura di informazioni nell'ambito dei lavori del "Comitato tecnico per il monitoraggio e la valutazione delle politiche a favore della *start-up* innovative" di cui la Consob è parte;
- ✓ si tratta di un ambito (al momento) *regolato a livello nazionale*, per quanto oggetto di attenzione da parte delle istituzioni europee in vista di un probabile futuro intervento volto ad armonizzare il settore, di cui l'Italia è stato il primo Paese europeo ad avere emanato una apposita regolamentazione del fenomeno;
- ✓ è stato adottato attraverso le migliori tecniche di *Better Regulation*, tra cui l'individuazione nell'analisi di impatto di indicatori per il monitoraggio e la valutazione⁵⁷.

55 Le istituzioni europee hanno già identificato l'*equity crowdfunding* fra gli ambiti che richiederanno un intervento normativo <http://www.esma.europa.eu/news/Press-Release-ESMA-publishes-response-Capital-Markets-Union-Green-Paper?t=326&to=home> e la Commissione europea ha dato avvio ai lavori per giungere, ove ritenuto necessario, ad una proposta in materia.

56 Gli oneri regolatori corrispondono alla *somma dei costi di conformità sostanziale e degli oneri amministrativi*. Per un approfondimento si rinvia al Programma per la misurazione e la riduzione degli oneri amministrativi, degli oneri regolatori e dei tempi contenuto nel D.P.C.M. del 28 Maggio 2014, disponibile alla pagina web http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2014-07-24&atto.codiceRedazionale=14A05700&elenco30giorni=false.

57 Oltre a definire un sistema di indicatori per l'analisi di impatto, nell'ambito dei lavori volti all'adozione del regolamento, sono stati utilizzati diversi strumenti per migliorare la qualità della regolamentazione: pre-consultazione degli interessati tramite un questionario conoscitivo, svolgimento di *open hearing*, mappatura dei rispondenti alla consultazione, acquisizione di molteplici studi e ricerche in materia, definizione di opzioni di intervento "minimo" che hanno portato ad esempio, a disporre il ricorso alla trasmissione mediante l'utilizzo di posta elettronica certificata (PEC) per tutte le comunicazioni inerenti al regolamento, *Sme test* per le barriere all'entrata, inclusione delle componenti psicologiche e irrazionali alla base dell'agire degli individui nella definizione degli strumenti di trasparenza e correttezza a tutela degli investitori, ricorso ad un linguaggio semplice, chiaro e sintetico.

L'obiettivo fondamentale del lavoro, che sarà descritto nel prossimo capitolo, è stato quello di sviluppare un ciclo di valutazione completo, sia in termini di strumenti che di "oggetti" da valutare. La misurazione è stata interpretata non tanto come un processo volto ad evidenziare una cifra monetaria dei Benefici Netti (la chimera del *single number* che risolve i problemi decisionali), quanto come una "*mappa del tesoro*", un percorso (ad ostacoli) orientato da un sistema di indicatori qualitativi e quantitativi (predefinito ma in continuo aggiornamento), monitorati grazie ai dati a disposizione e alla consultazione degli *stakeholders*, attraverso il quale giungere ad una migliore qualità delle regole in vigore.

5 Il ciclo della valutazione come strumento di *Better Regulation*: l'esperienza di Analisi, Monitoraggio e Valutazione di Impatto del "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*"

5.1 L'Analisi di Impatto della Regolamentazione

Le politiche pubbliche di sostegno all'innovazione e l'introduzione della normativa sul crowdfunding

Il *crowdfunding* (letteralmente "finanziamento dalla folla") è un fenomeno nato in Australia e negli Stati Uniti, attraverso il quale il promotore di un'iniziativa a carattere economico, sociale, culturale o benefico richiede al pubblico indistinto (*crowd*), tramite un sito internet (il portale o piattaforma), somme di denaro, anche di modesta entità, per sostenere il progetto esposto (*funding*).

Dal punto di vista della natura dello scambio fra prestatore e prenditore di fondi è possibile identificare diverse tipologie di *crowdfunding*: *donation based*, che concerne tutti i versamenti finalizzati a sostenere un'iniziativa, senza che vi siano ulteriori ricompense per il finanziatore, oltre a quella di sentirsi parte attiva di una campagna, ad esempio a sostegno di un candidato politico o di un'iniziativa benefica; *reward based*, nel quale a fronte del contributo versato si può ottenere un riconoscimento che assume le forme più diverse (un autografo, una dedica, la possibilità di partecipare alla "prima" di un'opera cinematografica, o un bene da produrre in futuro). Altre forme di *crowdfunding* agevolano i piccoli prestiti finanziari tra privati (*social lending* o *peer to peer lending*).

Quando a fronte del contributo in denaro si acquisiscono strumenti finanziari, di debito o partecipativi, si parla rispettivamente di *debt-based* e di *equity-based crowdfunding* o, più genericamente, di *investment-based crowdfunding*. Nell'*equity crowdfunding* l'investitore acquista una o più quote sociali, normalmente di un emittente in fase di *start-up*, con l'aspettativa di accrescere il valore del proprio investimento e di beneficiare della distribuzione degli utili societari.

Nel 2012, con l'obiettivo di favorire lo sviluppo di un *canale di finanziamento alternativo rispetto al credito bancario*, il cui razionamento è stato esasperato dalla crisi finanziaria, il Governo ha disciplinato lo svolgimento dell'attività di *equity crowdfunding* in Italia, attraverso il Decreto n. 179/2012⁵⁸.

Più in generale, il provvedimento del Governo era volto alla creazione di un *ecosistema economico e amministrativo favorevole alle start-up innovative*, come "*strumento di politica economica teso a favorire la crescita, la creazione di occupazio-*

⁵⁸ In particolare l'articolo 30 del Decreto ha introdotto nel D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, (Testo Unico della Finanza o TUF), i nuovi articoli 1, commi 5-*novies* e 5-*decies* (contenenti le definizioni di portale e di *start-up* innovativa), 50-*quinquies* (relativo alla gestione dei portali) e 100-*ter* (relativo alle offerte attraverso i portali per la raccolta di capitali).

ne, in particolare quella giovanile, l'attrazione di talenti e capitali dall'estero, e a rendere più dinamico il tessuto produttivo e tutta la società italiana, promuovendo una cultura del merito e dell'assunzione del rischio".

Le *start-up* innovative vengono considerate in funzione della loro capacità di *veicolare l'innovazione* in tutti i settori produttivi del sistema economico, stimolando il rinnovamento per le imprese tradizionali, con un conseguente guadagno in termini di competitività per l'intero Paese. Tra gli *strumenti* individuati, oltre all'introduzione della raccolta di capitali attraverso portali *on-line*, vi sono una serie di incentivi: una fiscalità agevolata per gli importi direttamente investiti in *start-up*; l'individuazione di soggetti che accompagnino lo sviluppo e la nascita delle *start-up* (gli incubatori e gli acceleratori di impresa), norme agevolative in materia di lavoro, la semplificazione e informatizzazione degli adempimenti amministrativi e una disciplina speciale relativa al "fallimento" dell'impresa.

L'attività di gestione di portali per la *crowdfunding*, inquadrabile nell'ambito dei servizi di investimento, è stata ricondotta alla "*ricezione e trasmissione ordini*", pur essendo incerti i confini della stessa rispetto alla rigida distinzione fra i servizi e le attività previste dalla Direttiva 2004/39/UE (cd. "MiFID")⁵⁹. Pertanto, oltre alle banche e alle imprese di investimento autorizzate ("gestori di diritto"), è stato consentito, ai sensi dell'articolo 3 della MiFID che disciplina le esenzioni facoltative, che l'attività fosse svolta anche da altri soggetti sottoposti ad autorizzazione e alla vigilanza della Consob ("gestori autorizzati"). Nei confronti di tali soggetti trova dunque applicazione la disciplina speciale a livello nazionale, basata sul principio di proporzionalità, in ragione della specifica attività posta in essere e della correlata rischiosità, mentre per le banche e le imprese di investimento, che possono svolgere la gestione di portali di *crowdfunding* di diritto, le regole applicabili sono quelle definite dalla MiFID.

Il Decreto n. 179/2012, pertanto, ha introdotto una *disciplina speciale* (nazionale) per i gestori di portali diversi dalle banche e dalle imprese di investimento, i quali (ai sensi dell'articolo 50-*quinquies* del TUF) devono essere iscritti nell'apposito registro tenuto dalla Consob, non possono detenere somme di denaro e strumenti finanziari di pertinenza di terzi e devono trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita degli strumenti finanziari esclusivamente a banche e imprese di investimento. L'iscrizione nel registro ha natura autorizzatoria, in quanto è subordinata alla sussistenza dei *requisiti definiti dalla norma primaria* e di quelli *ulteriori*, fra i quali quelli di onorabilità e professionalità, *delegati alla potestà regolamentare della Consob*.

Alla Consob è stata altresì *delegata* l'adozione di un *regolamento* che disciplinasse i criteri e i principi relativi alla formazione del registro, le cause di sospensione, radiazione, riammissione e incompatibilità, le misure applicabili nei confronti de-

59 Si veda in proposito l'*Opinion* dell'ESMA sull'*Investment-based crowdfunding* del 18 dicembre 2014, che prende in rassegna le diverse normative europee applicabili al fenomeno, in relazione alla sua concreta attuazione.

gli iscritti, e le regole di condotta da rispettare nei rapporti con gli investitori. All'Istituto è stata, inoltre, attribuita *la vigilanza sui gestori iscritti*, assistita da *ampi poteri*: di richiesta di dati e notizie, di trasmissione di atti e documenti, ispettivi, sanzionatori e interdittivi. Il legislatore ha previsto infine alcune norme relative alle offerte di capitali di rischio di tali società attraverso i portali *on-line*⁶⁰.

Dalla *Relazione illustrativa* che accompagna il Decreto n. 179/2012 si evince *l'obiettivo di introdurre una regolamentazione favorevole allo sviluppo di tali nuovi soggetti*, caratterizzata da un *regime derogatorio rispetto alla disciplina dei servizi di investimento* stabilita per gli intermediari finanziari e dall'introduzione di *oneri autorizzativi e regolamentari semplificati* rispetto a quelli generalmente applicabili ai soggetti che svolgono servizi di investimento.

Si trattava dunque di realizzare, nell'esercizio delle deleghe normative, un *regime proporzionale*, connesso alla circostanza che i gestori iscritti possono svolgere un'attività di "facilitazione" i cui rischi (non potendo detenere somme di denaro e strumenti finanziari di pertinenza dei clienti e dovendo trasferire gli ordini di sottoscrizione ricevuti esclusivamente a intermediari autorizzati) sono circoscritti dalla disciplina primaria.

L'avvio del processo di attuazione delle deleghe regolamentari: l'indagine conoscitiva e la consultazione preliminare degli operatori

La Consob, in qualità di Autorità indipendente avente funzioni di controllo, di vigilanza e regolatorie, è tenuta, a partire dal 2003, ad adottare metodologie di analisi di impatto della regolamentazione nell'adozione dei provvedimenti di propria competenza⁶¹.

La previsione relativa all'effettuazione dell'analisi di impatto della regolamentazione da parte della Consob (e delle altre Autorità aventi competenze di vigilanza e di controllo nei settori dei mercati finanziari, bancari e assicurativi) è stata successivamente rafforzata attraverso l'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005 n. 262 "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" che ha introdotto la procedimentalizzazione per l'adozione degli atti regolamentari e ge-

60 Per una panoramica sul fenomeno in generale, si rinvia per tutti ad A. Lerro, *Equity crowdfunding, investire e finanziare l'impresa tramite internet*, Il Sole 24 Ore Libri, 2013; U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, 2013; T. D'Onofrio *Crowd Investment. Il crowdfunding per le imprese innovative.*; Il *Crowdfunding in Italia. Report 2015* realizzata dall'Università Cattolica del Sacro Cuore con il contributo di Telecom Italia, disponibile all'indirizzo <http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/#19slide>. Per approfondimenti sull'introduzione della normativa in Italia si rinvia ad A. Lerro, *Italian equity crowdfunding legislation: laws and regulations*, CreateSpace Independent Publishing Platform, 2014

61 La norma che ha introdotto tale obbligo è l'art. 13 della legge 29 luglio 2003 n. 229 "Interventi in materia di qualità della regolazione, riassetto normativo e codificazione – Legge di semplificazione 2001", in base al quale le autorità amministrative indipendenti sono tenute a dotarsi nei modi previsti dai rispettivi ordinamenti di forme o metodi di analisi di impatto della regolamentazione per l'emanazione degli atti di competenza e, in particolare di atti amministrativi generali, di programmazione e pianificazione, e, comunque, di regolazione.

nerali della Banca d'Italia, della Consob, dell'Isvap (oggi IVASS) e della Covip, stabilendone alcuni principi⁶².

La Consob, pertanto, ha affrontato l'attuazione delle deleghe regolamentari contenute nel Decreto n. 179/2012 sulla scorta di un solido patrimonio di conoscenze ed esperienze, maturato nel corso del precedente decennio con riferimento alle migliori metodologie di produzione normativa.

Il *primo passo* per la definizione della nuova regolamentazione è stato lo svolgimento di una *indagine conoscitiva*, volta ad approfondire la conoscenza del fenomeno nei suoi diversi aspetti e ad analizzare le possibili soluzioni regolatorie, basandosi sullo studio delle esperienze operative straniere, anche attraverso la partecipazione ad iniziative di divulgazione e approfondimento realizzate in ambito nazionale e internazionale.

A seguito delle attività di ricerca svolte internamente sono stati avviati i *processi di consultazione dei soggetti interessati*, che rispondono a diverse finalità. In primo luogo, essi soddisfano l'esigenza di *legittimazione nell'esercizio di poteri regolatori* che non trovano la loro attribuzione formale nella Carta Costituzionale. La consultazione consente inoltre di *arricchire il patrimonio informativo* a disposizione del regolatore attraverso l'acquisizione di dati e informazioni che non rientrano nella sua disponibilità, ai fini del miglior esercizio della potestà regolamentare e della valutazione degli impatti del suo intervento sulle diverse categorie di destinatari, tenendo conto dei rispettivi interessi.

In altri termini, la consultazione realizza un *duplice effetto positivo*: da un lato, *accresce l'accountability* dell'azione amministrativa e, dall'altro, *migliora la consapevolezza* delle conseguenze derivanti dalla regolamentazione prodotta.

La consultazione può essere effettuata direttamente nei confronti di specifiche categorie di *stakeholder*, ma richiede un sufficiente grado di organizzazione delle parti e, in particolare, l'esistenza di associazioni adeguatamente strutturate, in grado di rappresentare e sintetizzare le istanze di parte in specifiche occasioni di confronto. Accanto a tale modalità, anche grazie all'ampia diffusione dell'informatica, l'Istituto (così come altre Autorità amministrative, il Governo e le Istituzioni europee) ha intrapreso con frequenza sempre maggiore *consultazioni pubbliche*, aperte a tutti i soggetti potenzialmente interessati.

Conscia di tali aspetti metodologici, nel mese di gennaio 2013, la Consob ha pubblicato via *internet* un *questionario* indirizzato sia agli organismi rappresentativi delle categorie dei vari soggetti potenzialmente interessati dalla regolamentazioni

62 In particolare gli atti di natura regolamentare o di contenuto generale adottati dalle suddette autorità devono essere motivati con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza del settore o delle materie su cui vertono e sono accompagnati da una relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori. La regolamentazione deve inoltre rispondere al citato principio di proporzionalità ed imporre a tal fine l'obbligo di consultazione degli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori.

(soggetti vigilati, investitori professionali, banche, imprese, risparmiatori) sia al pubblico indistinto. Il questionario è stato organizzato in sezioni contenenti domande di carattere qualitativo e quantitativo, rivolte a specifiche categorie di soggetti: i gestori di portali, gli investitori *retail*, gli investitori professionali e le *start-up* innovative. La pubblicazione del questionario è stata accompagnata dallo svolgimento di un *open hearing*, aperto a tutti i soggetti interessati alla materia e finalizzato a sostenere la partecipazione alla consultazione preliminare.

La definizione delle disposizioni regolamentari e degli indicatori per la valutazione successiva

Sulla base di tale patrimonio informativo, formato da *dati strutturali* e dalle *percezioni degli operatori*, la definizione delle disposizioni regolamentari è stata sviluppata attraverso l'elaborazione di alcune opzioni di intervento rispettose del perimetro di discrezionalità disegnato dal legislatore.

In assenza di una quantificazione in termini monetari dei costi e dei benefici attesi, le opzioni sono state analizzate secondo il metodo dell'algebra prudenziale, elencando vantaggi e svantaggi, misurando ciò che era possibile misurare in quanto *proxy* dei fenomeni in analisi, ponderando gli elementi in base a scale qualitative rappresentative dell'impatto e tenendo conto delle finalità e degli interessi, talora contrapposti, dei diversi *stakeholders* interessati dal fenomeno⁶³.

In tale contesto, grazie a quanto appreso nell'ambito del "Progetto MOA" descritto nel precedente capitolo, è stato possibile definire opzioni regolamentari in grado di *minimizzare gli oneri amministrativi*, attraverso l'adozione della *posta elettronica certificata in sostituzione della trasmissione cartacea per le comunicazioni alla Consob* e la redazione di un *unico articolo* in grado di *rappresentare la mappa degli adempimenti* dovuti dagli operatori autorizzati.

La bozza di regolamento predisposta ad esito dell'attività di analisi e di consultazione preliminare, è stata poi sottoposta ad una *nuova consultazione pubblica on-line* per acquisire opinioni ed evidenze specifiche relative alle nuove disposizioni effettivamente adottate.

Si è dunque trattato di un *processo aperto*, svolto secondo il *principio della più ampia partecipazione*, non solo su una bozza regolamentare predefinita, ma anche in via *preliminare*, per ridurre le asimmetrie informative in capo all'Autorità titolare della potestà regolamentare, consentendole di acquisire *dati e informazioni* su un fenomeno che presentava elementi di grande novità nel panorama economico e regolamentare a livello mondiale.

63 Tutta la documentazione pubblicata dalla Consob in relazione al Regolamento Consob n. 18592/2013 è disponibile alla pagina <http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html>.

Ad esito della consultazione, il testo definitivo del Regolamento Consob n. 18592/2013 (di seguito il "Regolamento"), è stato pubblicato insieme alla *Relazione definitiva sull'attività di Analisi d'Impatto della Regolamentazione*, che ha reso trasparente il processo decisionale effettuato.

Nella relazione vengono definiti i *problemi* che hanno reso necessario l'intervento normativo e gli *strumenti* normativi utilizzati rispetto agli *obiettivi* identificati dalle deleghe legislative. Le opzioni regolamentari definitive sono state rappresentate *dando conto delle modifiche apportate a seguito delle osservazioni pervenute in sede di consultazione*.

La relazione esamina anche le *conseguenze attese* della regolamentazione introdotta sulle diverse categorie di soggetti destinatari (gestori di portali, investitori, *start-up*), ed effettua una *mappatura degli oneri amministrativi* introdotti con riferimento ai diversi soggetti.

Il documento si completa di una sezione relativa alla successiva *Valutazione di Impatto della Regolamentazione* (VIR), comprensiva di un *set* di indicatori ritenuti utili per la valutazione *ex post* dei benefici e dei costi della regolamentazione introdotta⁶⁴.

A fronte di un *set* di *quattro domande* centrali nell'impianto regolamentare, la Relazione sull'AIR ha individuato un *sistema di indicatori di risultato* in grado di *orientare il monitoraggio e la VIR*, col fine ultimo di *fornire risposte in ordine all'efficacia delle opzioni regolamentari adottate*.

In sintesi, ci si è posti di fronte alla necessità di rispondere, identificando un primo *set* di indicatori, alle seguenti domande:

- i) *la regolamentazione ha disincentivato lo sviluppo dell'operatività da parte di nuovi soggetti?*

L'indicatore (inverso) di risultato è stato identificato nel *rapporto fra gestori di portali iscritti nel registro* – sottoposti alla procedura autorizzatoria e agli oneri derivanti dal rispetto delle regole di condotta loro proprie – e *gestori "di diritto"* – che operano nel pieno rispetto delle regole di condotta dettate dalla "disciplina MiFID". Tale rapporto è stato considerato una *proxy* in grado di rappresentare, tra l'altro, l'istituzione di regole semplici e poco onerose;

64 Ai fini della valutazione di efficacia delle politiche intraprese con il D.L. 179/2012, anche il Decreto Crescita ha previsto all'articolo 32 l'istituzione di un "*Sistema permanente di monitoraggio e valutazione delle politiche a favore delle start-up innovative*" di cui la Consob è parte integrante, coordinato dal Ministero dello Sviluppo Economico, che si avvale anche dei dati forniti dall'ISTAT e da altri soggetti del Sistema statistico nazionale. I risultati del monitoraggio realizzato dal sistema formano oggetto di un rapporto annuale sullo stato di attuazione delle singole misure, con particolare riguardo alle conseguenze in termini microeconomici e macroeconomici e sul grado di effettivo conseguimento degli effetti attesi sulla crescita, sullo sviluppo tecnologico e sull'occupazione.

ii) *la regolamentazione ha creato un ambiente affidabile?*

Gli indicatori di risultato significativi riguardano *il rapporto fra le offerte andate a buon fine* (in termini di numero e di controvalori) e *il totale delle offerte esposte tramite i portali*, rispetto ai valori che mediamente si registrano nel contesto rilevante; il rilevamento di *reclami ed esposti* pervenuti all'autorità di vigilanza e i *provvedimenti sanzionatori o cautelari* adottati nei confronti dei gestori;

iii) *qual è il profilo degli investitori effettivamente operanti tramite i portali?*

E' stato effettivamente raggiunto l'obiettivo di raccogliere *piccole somme* di investimento tra un *grande numero di utenti* della rete internet? Gli indicatori sono stati riferiti al *numero e al controvalore delle adesioni* superiori e inferiori ai 500 euro e, ove possibile, ad ulteriori classi di offerte;

iv) *che ruolo rivestono gli investitori professionali e le altre categorie di investitori nell'ambito delle singole offerte?*

In tale contesto ci si è proposti di *verificare la percentuale di offerte non andate a buon fine a causa della mancata sottoscrizione da parte dell'investitore professionale*. Inoltre, è apparso opportuno confrontare le offerte che presentassero *ab origine* la presenza di un investitore professionale che avesse sottoscritto la percentuale di offerta riservata con quelle in cui tale intervento si fosse verificato *ex post*.

5.2 Gli oggetti e i soggetti normativi di riferimento

Dalla mappatura degli Oneri Amministrativi a quella degli Oneri Regolatori e dei relativi Benefici

Dopo aver esaminato il *disegno del procedimento normativo*, osserviamo alcuni *aspetti sostanziali delle regole* approvate, al fine di evidenziarne la relazione con i *tools* utilizzati per migliorarne la qualità.

Il Regolamento adottato dalla Consob disciplina in un *"testo unico"* l'istituzione del registro, i requisiti e la procedura per l'autorizzazione, le regole di condotta dei gestori di portali, i provvedimenti sanzionatori e cautelari. Una sezione del regolamento detta, infine, le disposizioni relative alle offerte effettuate attraverso i portali. Come regola redazionale, dunque, l'opzione prescelta è stata quella di fornire agli operatori del settore un *unico riferimento*, scritto con un *linguaggio semplice, senza fare ricorso, per quanto possibile, a rinvii ed espressioni gergali legate al mondo della finanza*. Dove è stato ravvisato il rischio di un eccessivo dettaglio delle disposizioni, sono stati definiti i principi normativi facendo rinvio ad appositi Allegati, costruiti per "guidare" gli operatori e rendere più agevole possibile l'adempimento sostanziale delle regole in vigore.

Dal punto di vista dell'analisi economica degli impatti regolamentari, la fase di *drafting* è stata preceduta e accompagnata dal disegno di una *mappa più articolata* rispetto a quella sviluppata in ambito MOA.

Facendo tesoro dell'esperienza maturata per superare i limiti dell'approccio precedentemente adottato, rispetto a ogni singola previsione (o centro di costo), sono stati *moltiplicati i punti di interesse* e di analisi: *oltre agli oneri amministrativi sono stati inclusi nella mappatura gli oneri di conformità sostanziale, gli oneri per le amministrazioni pubbliche e i costi "indiretti", ciascuno collegato al corrispondente beneficio atteso.*

Tale approccio analitico è stato utilizzato nel processo di costruzione e valutazione delle opzioni normative da cui è nato il *drafting* regolamentare. Ogni riga del database ruota intorno a un *centro di costo* e al relativo *beneficio*, cui sono associati i seguenti attributi:

- ✓ fonte primaria e articolo (del TUF), da cui deriva la delega,
- ✓ articolo del Regolamento, attività su cui incide l'onere,
- ✓ soggetto inciso,
- ✓ elementi (ove esistenti) di guida all'adempimento tipicamente contenuti in allegati al Regolamento,
- ✓ tipologia dell'onere,
- ✓ tipologia (frequenza) di adempimento,
- ✓ termine dell'adempimento,
- ✓ modalità di invio, pubblicazione e archiviazione,
- ✓ destinatari dei dati e delle informazioni, ovvero i soggetti di riferimento che saranno oggetto di specifico approfondimento nel successivo paragrafo.

Inoltre, una volta stabilita la "*mappa definitiva*" dei costi e dei benefici, la stessa è stata utilizzata come base per effettuare una *stima complessiva degli oneri introdotti*, dal lato dei costi, e per *strutturare il set di indicatori per la valutazione* (dei benefici netti).

Di seguito, dopo aver sinteticamente esposto la disciplina disegnata dal Regolamento, nel testo approvato nel giugno del 2013, verrà fornita una versione semplificata del *database*, con evidenza dei *centri di costo*, della relativa tipologia, associati ai corrispondenti benefici.

Quanto al merito delle disposizioni normative, il nucleo centrale, che assume rilievo nel rapporto diretto fra portale e investitori, è quello relativo alle *regole di condotta* che i gestori iscritti devono osservare (articoli 13-21 del Regolamento), con la specifica finalità, indicata nella relazione al Decreto, di contribuire alla costruzione di quell'ambiente affidabile che consenta di sviluppare la fiducia reciproca fra operatori e contribuisca ad un corretto sviluppo del fenomeno.

In termini generali, le regole, ispirate a quelle della disciplina degli intermediari, richiamano i *principi di diligenza e correttezza*, declinati in specifiche regole di condotta da rispettare nel concreto esercizio dell'attività e in prescrizioni relative all'informativa da fornire attraverso il portale, per consentire agli investitori di effet-

tuare scelte consapevoli e sostenibili in ordine all'impiego dei propri risparmi. A tali fini, i gestori devono *fornire dettagliate informazioni* riguardanti i portali stessi e la loro attività, gli investimenti in *start-up* innovative in termini generali e i *potenziali rischi* ad essi connessi e la descrizione delle singole *start-up* e delle relative offerte (articoli 14-16).

Per poter sottoscrivere effettivamente gli strumenti finanziari il Regolamento è stato costruito in modo che gli investitori fossero chiamati ad effettuare un *percorso volto ad accrescere la consapevolezza della decisione* attraverso i seguenti "passi": rispondere positivamente ad un *apposito questionario, comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento*; consultare le pagine di "*investor education*" predisposte dalla Consob, che spiegano in termini divulgativi i principali profili della disciplina e "*cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali online*"; dichiarare di essere in grado di sostenere l'eventuale perdita dell'intero capitale investito. Tale "*percorso ad ostacoli*" è stato basato su specifiche ipotesi e riflessioni sui "*soggetti di riferimento*" (la categoria, tutt'altro che semplice da definire, degli "investitori"), che saranno esposte nei prossimi paragrafi.

Infine, nella fase prettamente esecutiva dell'ordine di sottoscrizione ricevuto dall'investitore, è stato stabilito (articolo 17, comma 3) che *i soggetti abilitati che lo ricevono, debbano operare nei confronti degli investitori nel pieno rispetto delle disposizioni contenute nella parte II del Testo Unico della Finanza* (contenente la "disciplina MiFID") e nelle relative disposizioni di attuazione.

Punto focale di tali regole, che comportano l'instaurazione fra intermediario e risparmiatore di un rapporto di clientela attraverso la stipula di un contratto quadro di investimento in forma scritta, è rappresentato dalla c.d. "*profilatura*" del cliente, ovvero l'accertamento da parte dell'intermediario, in relazione al servizio di investimento prestato e allo strumento finanziario offerto e tenuto conto delle informazioni acquisite sulla situazione personale del cliente, della sua appropriatezza, intesa come *livello di esperienza e conoscenza* necessario per comprendere i rischi dello strumento finanziario offerto.

In considerazione delle osservazioni pervenute in sede di consultazione in merito alla possibile *sproporzione degli oneri derivanti da questo duplice presidio regolamentare rispetto ai benefici*, il testo definitivo del Regolamento ha introdotto una deroga al regime ordinario di profilatura per gli investimenti effettuati attraverso i portali *al di sotto di determinate soglie quantitative*: è stato stabilito che per gli ordini impartiti da persone fisiche per importi inferiori a 500 euro per singolo ordine e a 1.000⁶⁵ euro su base annale, le suddette regole non trovassero applicazione, mentre restava in vigore il "*percorso consapevole*" precedentemente descritto.

65 Le suindicate somme ammontano a euro 5.000 per singolo ordine e euro 10.000 su base annuale per le persone giuridiche.

L'ultimo nucleo di disposizioni dettate dal Regolamento ha riguardato la disciplina delle offerte effettuate tramite i portali. In primo luogo, è stato affidato ai gestori l'onere di assicurare la messa a disposizione dei risparmiatori di informazioni adeguate su ciascuna offerta esposta, individuando le informazioni essenziali che devono essere fornite, in forma sintetica e standardizzata.

In relazione alla *quota degli strumenti finanziari offerti riservata alla sottoscrizione da parte di investitori professionali*, anche in considerazione delle risposte fornite al questionario conoscitivo, nella bozza di regolamento posta in consultazione era stata individuata una quota del 5%, prevedendo che la stessa fosse sottoscritta da investitori professionali o altre categorie di investitori individuate dalla Consob prima della pubblicazione delle offerte sul portale, in modo da presentare agli investitori proposte già "vagliate" da soggetti in possesso di adeguata professionalità, sul presupposto che tali investitori siano maggiormente idonei a valutare le prospettive di crescita delle società emittenti e la congruità dei prezzi a cui gli strumenti sono offerti. In relazione a tale profilo, la consultazione ha eccepito come tale previsione costituisca una barriera all'ingresso per le *start-up* sproporzionata rispetto ai benefici attesi. Tenuto conto delle osservazioni pervenute, *ad esito della consultazione* la sottoscrizione della suddetta quota è stata posta quale *condizione di perfezionamento delle offerte e non come condizione necessaria per la pubblicazione delle stesse*.

Infine, con riferimento alle misure a tutela degli investitori nel caso di cessione a terzi della partecipazione di controllo, il Regolamento ha individuato tali misure nella previsione di *apposite clausole negli statuti delle start-up* che (in tali ipotesi) *garantiscono al risparmiatore che ha acquistato le azioni offerte tramite il portale il diritto di co-vendita o di recesso dalla società*.

A margine della presentazione del Regolamento, come anticipato in apertura, ne vengono rappresentati i *centri di costo*, la rispettiva *classificazione* e il *beneficio* cui sono stati associati. Le tipologie di costo sono rappresentate secondo i seguenti acronimi:

- ✓ Costi delle Amministrazioni Pubbliche = CAP;
- ✓ Oneri Amministrativi = OA;
- ✓ Costi di Conformità Sostanziale = CCS;
- ✓ Costi Indiretti = CI.

<i>Centro di costo</i>	<i>Tipologia di costo</i>	<i>Beneficio atteso</i>
<i>È istituito il registro dei gestori</i>	<i>CAP</i>	<i>certezza sui soggetti legittimati a svolgere la gestione di un portale</i>
<i>[...] le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento [...] comunicano alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale</i>	<i>OA</i>	<i>certezza sui soggetti che svolgono effettivamente la gestione di un portale</i>
<i>Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati: [elementi informativi] 2. Nella sezione speciale del registro, per</i>	<i>CAP</i>	<i>informazioni chiave sui soggetti che svol-</i>

<i>ciascun gestore annotato, sono indicati [elementi informativi]</i>		<i>gono la gestione di un portale</i>
<i>La domanda di iscrizione nel registro è predisposta in conformità a quanto indicato nell'Allegato 1 ed è corredata di una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, [...] redatta in osservanza di quanto previsto dall'Allegato 2</i>	OA	<i>analisi e monitoraggio dei gestori ai fini del rilascio dell'autorizzazione e della vigilanza (risk-based)</i>
<i>Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria è portata senza indugio a conoscenza della Consob</i>	OA	<i>analisi e monitoraggio dei gestori ai fini del rilascio dell'autorizzazione e della vigilanza (risk-based)</i>
<i>La Consob delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni</i>	CAP	<i>certezza sui soggetti legittimati a svolgere la gestione di un portale</i>
<i>Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società richiedente dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1 [l'insussistenza delle cause di non onorabilità]</i>	OA	<i>analisi e monitoraggio dei gestori ai fini del rilascio dell'autorizzazione e della vigilanza (risk-based)</i>
<i>coloro che detengono il controllo della società richiedente possiedono i requisiti di onorabilità</i>	CCS	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, [l'organo di amministrazione verifica che]coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo in una società richiedente [posseggono i requisiti di onorabilità e professionalità]</i>	OA	<i>analisi e monitoraggio dei gestori ai fini del rilascio dell'autorizzazione e della vigilanza (risk-based)</i>
<i>coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo della società richiedente possiedono i requisiti di onorabilità e professionalità</i>	CCS	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possono assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgono la stessa attività, a meno che tali società non appartengano al medesimo gruppo</i>	CCS	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>I soggetti [destinatari dell'obbligo] comunicano senza indugio agli organi che svolgono funzioni di amministrazione e di controllo la perdita dei requisiti di onorabilità</i>	OA	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>Obbligo di ripristinare i requisiti di onorabilità in capo ai soggetti che detengono il controllo e agli esponenti apicali</i>	CCS	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>Divieto di pubblicare nuove offerte e obbligo di sospendere quelle in corso fino al ripristino dei requisiti di onorabilità</i>	CCS; CI	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro sono sospesi dalla carica nei casi previsti dall'art. 1, comma 1 (cause di sospensione)</i>	CCS; CI	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>L'organo che svolge funzioni di amministrazione dichiara la sospensione con apposita delibera entro trenta giorni dall'avvenuta conoscenza di uno degli eventi previsti al comma 1</i>	OA	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore</i>
<i>La cancellazione è disposta nei casi previsti dall'art. 12</i>	CAP	<i>certezza sui soggetti legittimati a svolgere la gestione di un portale</i>

<i>Il gestore opera con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni</i>	CI	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente. Il gestore assicura che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate</i>	CCS; CI	riduzione delle asimmetrie informative, sviluppo della consapevolezza nelle decisioni finanziarie
<i>Il gestore richiama l'attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie</i>	CCS; CI	Sviluppo della consapevolezza nelle decisioni finanziarie
<i>Il gestore non diffonde notizie che siano non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale</i>	CCS; CI	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Il gestore si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte</i>	CI	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Il gestore assicura che le informazioni fornite tramite il portale siano accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta</i>	CCS; CI	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Il gestore assicura agli investitori diversi dagli investitori professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine</i>	CI	Tutela del consumatore (investitore)
<i>Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative: a) al gestore [elementi informativi] b) alle attività svolte [elementi informativi]</i>	CCS; CI	riduzione delle asimmetrie informative, sviluppo della consapevolezza nelle decisioni finanziarie
<i>Il gestore fornisce agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari di start-up innovative (contenuto minimo)</i>	CCS; CI	riduzione delle asimmetrie informative, sviluppo della consapevolezza nelle decisioni finanziarie
<i>Il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano: a) preso visione delle informazioni di investor education [...]; b) risposto positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative per il tramite di portali; c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita [...]</i>	CCS; CI	riduzione delle asimmetrie informative, sviluppo della consapevolezza nelle decisioni finanziarie
<i>In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica: a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 ed i relativi aggiornamenti forniti dall'emittente; [elementi informativi]</i>	CCS; CI	riduzione delle asimmetrie informative, sviluppo della consapevolezza nelle decisioni finanziarie
<i>Il gestore adotta misure volte ad assicurare che gli ordini di adesione alle offerte ricevuti dagli investitori siano: a) trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente; b) registrati in modo</i>	CCS	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore

<i>pronto e accurato; [...]</i>		
<i>Le banche e le imprese di investimento curano il perfezionamento degli ordini che ricevono per il tramite di un gestore e tengono informato quest'ultimo sui relativi esiti, assicurando il rispetto di quanto previsto al comma 6 (costituzione conto indisponibile intestato all'emittente)</i>	CCS	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Le banche e le imprese di investimento che ricevono gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, quando non ricorrano le condizioni indicate al comma 4</i>	CCS; CI	riduzione delle asimmetrie informative, sviluppo della consapevolezza nelle decisioni finanziarie
<i>Il gestore acquisisce dall'investitore, con modalità che ne consentano la conservazione, un'attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell'anno solare di riferimento, le soglie previste al comma 4.</i>	CCS; OA	certezza del diritto
<i>Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini</i>	CCS; CI	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Il gestore assicura l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri</i>	CCS	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Il gestore assicura la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori in ragione della propria attività [salvo i casi espressamente indicati]</i>	CCS	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore
<i>Il gestore è tenuto a conservare ordinatamente per almeno cinque anni, in formato elettronico ovvero cartaceo, copia della corrispondenza e della documentazione contrattuale connessa alla gestione del portale</i>	OA	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza
<i>Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle a) variazioni dello statuto sociale</i>	OA	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza
<i>Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle b) variazioni relative ai soggetti che detengono il controllo, con l'indicazione delle rispettive quote di partecipazione in valore assoluto e in termini percentuali, unitamente alla dichiarazione relativa al possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8;</i>	OA	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza
<i>Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle c) variazioni relative ai soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo, con l'indicazione dei relativi poteri e delle eventuali deleghe assegnate, unitamente alla dichiarazione relativa al possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dall'articolo 9</i>	OA	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza
<i>Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle d) comunicazioni ricevute ai sensi dell'articolo 10, comma 1 [perdita dei requisiti di onorabilità]</i>	OA	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza
<i>Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle e) delibere di sospensione e di revoca dalla carica [dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo] adottate ai sensi dell'articolo 11, comma 2</i>	OA	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza
<i>Il gestore comunica senza indugio alla Consob le date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività.</i>	OA	garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio del-

		<i>la vigilanza</i>
<i>Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob: a) la relazione sulle attività svolte e sulla struttura organizzativa secondo lo schema riportato nell'Allegato 2 evidenziando le variazioni intervenute rispetto alle informazioni già comunicate. Qualora non siano intervenute variazioni la relazione può non essere inviata, fermo restando che dovrà essere comunicata tale circostanza (dichiarazione negativa)</i>	<i>OA</i>	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza</i>
<i>Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob: b) i dati sull'operatività del portale con indicazione almeno delle informazioni aggregate relative alle offerte svolte nel corso dell'anno precedente e ai relativi esiti nonché ai servizi accessori prestati con riferimento alle stesse</i>	<i>OA</i>	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza, valutazione di impatto della regolamentazione</i>
<i>Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob: c) i dati sui casi di discontinuità operativa e sulla relativa durata, unitamente alla descrizione degli interventi effettuati per ripristinare la corretta operatività del portale</i>	<i>OA</i>	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza</i>
<i>Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob: d) i dati sui reclami ricevuti per iscritto, le misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate, nonché le attività pianificate.</i>	<i>OA</i>	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza</i>
<i>Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda le clausole di tutela degli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta</i>	<i>CCS; CI</i>	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza</i>
<i>Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali nel sito internet dell'emittente</i>	<i>CCS; CI</i>	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza</i>
<i>Ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore verifica che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative</i>	<i>CCS; CI</i>	<i>garanzia della qualità dei servizi prestati dal gestore, esercizio della vigilanza</i>

I soggetti di riferimento

Come evidenziato nei precedenti paragrafi, per analizzare e per valutare l'impatto e la qualità di un insieme di regole è fondamentale chiarire quali siano i *soggetti di riferimento* verso i quali dovranno dispiegarsi i benefici attesi della regolamentazione.

Il punto di partenza è costituito dalla categoria (estremamente) generale degli "investitori", distinti in base al disposto normativo in *due sottogruppi*. Il primo è quello degli *investitori professionali*, ai quali viene riconosciuta la possibilità di *rinunciare ad alcune tutele* in ragione della loro esperienza e competenza e, quindi, capaci-

tà di autodifesa, in favore di una operatività più *rapida*⁶⁶. La seconda è quella *residuale di investitori non professionali*, caratterizzata da una marcata eterogeneità, anche in ragione della definizione restrittiva di investitori professionali identificata in sede di prima adozione del Regolamento⁶⁷.

*Ma chi sono questi "investitori"? Sono una "folla" di soggetti inesperti che intende affidare ai mercati finanziari i propri risparmi senza la minima cognizione del proprio profilo e del funzionamento dei sistemi economici? O sono agenti razionali in grado di selezionare tutte le informazioni rilevanti e di pervenire, attraverso un processo logico computazionale, ad una scelta fondata e consapevole dei propri reali obiettivi, tenuto conto della propensione al rischio? Con tutta probabilità, i nostri investitori potrebbero essere rappresentati da uno *scatter* in cui i punti rappresentativi di *competenza* e *consapevolezza* li collocherebbero *fra queste due estremizzazioni*.*

Come già evidenziato, la teoria finanziaria classica ipotizza che gli individui siano perfettamente razionali e agiscano utilizzando *set* informativi completi e omogenei, sulla base di processi cognitivi pienamente coscienti del reale funzionamento del sistema economico⁶⁸. Per lungo tempo tale teoria è stata impiegata per trarre implicazioni sul piano sia descrittivo che normativo. La ricerca empirica ha tuttavia mostrato che i *reali processi decisionali* avvengono sulla base di una *logica naturale*, la capacità della nostra mente di risolvere problemi acquisendo nuova conoscenza, che *spesso diverge radicalmente dalla logica scientifica*, cioè dalla teoria dell'inferenza deduttiva, espressione della piena razionalità.

Un punto di partenza fondamentale per affrontare il tema seguendo un approccio empirico è offerto dal "*Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*"⁶⁹. Il *report* fornisce evidenze in merito alle scelte di portafoglio degli investitori *retail* alla luce dei relativi modelli decisionali, livello di conoscenze finanziarie e attitudini comportamentali.

In estrema sintesi, il *profilo dell'investitore* che emerge dal Rapporto è quello di un soggetto che ritiene di aver capacità superiori alla media anche se mostra limitate conoscenze finanziarie di base. In un universo in cui il decisore medio si sente più ferrato della media dei decisori (ci si perdoni il gioco di parole) non sorprende il riscontro di una tendenza ad essere troppo sicuri di se (*overconfidence effect*). L'indagine ci restituisce l'immagine di un individuo che *investe se ha fiducia*, determinante fondamentale del livello di scambi finanziari, che cerca il consiglio di famigliari e amici quando ha conoscenze finanziarie contenute ed evidenzia un'asimmetria nella

66 La stessa norma primaria, articolo 50-*quinquies*, del TUF, prevede che la Consob, nella regolamentazione delle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, preveda un regime semplificato per i clienti professionali.

67 I clienti professionali "di diritto" ai sensi della disciplina MiFID.

68 N. Linciano, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori *retail*. Le indicazioni di *policy* della finanza comportamentale, Quaderno di Finanza n. 66, gennaio 2010.

69 Il *Report* è stato curato da Nadia Linciano (coordinatrice), Monica Gentile e Paola Soccorso ed è disponibile alla pagina <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>.

percezione dei guadagni e delle perdite, alle quali risulta molto avverso, discostandosi dalla piena razionalità in base alla quale bisognerebbe valutare gli scenari futuri rimanendo neutrali rispetto ai rischi positivi e negativi.

In generale, un aspetto chiave che lo studio consente di mettere in luce è che il nostro universo è composto da *investitori esposti ad errori di valutazione che non derivano dal caso ma sono legati alle modalità utilizzate per decidere, anche quando i soggetti presentano un livello elevato di istruzione e conoscenze finanziarie.*

Sul campo dunque osserviamo che gli investitori, anche quelli professionali, come ha dimostrato la crisi finanziaria, commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di piena razionalità delle scelte. Tali errori si riflettono in "anomalie comportamentali" che si traducono, nel caso degli investitori *retail*, in una *bassa partecipazione al mercato azionario, errori di percezione della relazione rischio/rendimento, scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio.* I primi due fenomeni acquisiscono particolare rilevanza con riferimento all'*equity crowdfunding.*

Alla base della dicotomia fra scelte razionali ed anomalie comportamentali vi è il difficile rapporto fra la logica e i processi cognitivi⁷⁰. Pensare che i processi cognitivi debbano essere limitati ai processi computazionali espressione di una logica algoritmica si è scontrato col fatto che gran parte dei nostri processi cognitivi non sono di tipo computazionale. Ritenere che la logica debba essere ristretta a una logica algoritmica ha dovuto fare i conti col fatto che *molte regole di inferenza logiche non hanno carattere algoritmico ma sono di tipo euristico.*

Questo ha reso sempre più evidente la necessità di una *nozione estesa di logica* che si occupi dei processi cognitivi senza limitarsi ai processi computazionali e che *includa come sua parte l'euristica*, riconoscendo che quest'ultima si basa su regole sì fallibili ma non per questo meno rigorose⁷¹.

Una comprensione delle nostre capacità logiche che voglia essere realistica richiede l'inclusione nella logica di processi e metodi euristici. Il termine "*euristico*" viene spesso usato per indicare i processi mentali non strettamente algoritmici⁷² che deviano, quindi, dalla piena razionalità, e contrastano con le ipotesi descrittive dell'archetipo di "investitore" cui generalmente fa riferimento la teoria economica applicata al diritto. Secondo altri studiosi, tuttavia, tale accezione è riduttiva e il ter-

70 Per un approfondimento sul tema si rinvia a Cellucci C., *Perché ancora la filosofia*, Laterza, Roma, 2008; Maldonato M., *Quando decidiamo siamo attori consapevoli o macchine biologiche?*, Giunti, Firenze, 2015; Oliverio A., *Geografia della mente: territori cerebrali e comportamenti umani*, Raffaello Cortina, Milano, 2008; Maldonato M., Dell'Orco S., *Making Decisions under Uncertainty Emotions, Risk and Biases. Smart Innovation, Systems and Technologies, Springer*, Vol 37: 293-302, 2015.

71 Cellucci C., *Perché ancora la filosofia*, Laterza, Roma, 2008.

72 *Kahneman D., Slovic P., Tversky A., Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, New York and Cambridge, Cambridge University Press, 1982.

mine dovrebbe essere usato per indicare qualsiasi strategia inferenziale, adottata consapevolmente o inconsapevolmente⁷³.

L'importanza dell'euristica nasce dal fatto che l'uso di *euristiche cognitive* è una componente essenziale del nostro comportamento intelligente, oltre che di un *metodo decisionale economicamente efficiente*. Il mondo ci si presenta come una foresta di dati ambigui, privi di una struttura chiara che possa essere correttamente trattata per mezzo di inferenze logiche deduttive. Di questi dati non siamo proprietari, per cui li acquisiamo onerosamente e li percepiamo in modo disordinato per via della continua innovazione delle informazioni rilevanti.

Per sopravvivere abbiamo *da sempre* dovuto ragionare sul nostro ambiente in base ad informazioni incomplete, frammentarie, entro limiti di tempo molto ristretti e con capacità computazionali limitate. Certo, i metodi di inferenza algoritmici dati dalle teorie deduttive producono risultati corretti se applicati in modo appropriato, ma essi sono notoriamente *così lenti*, e richiedono una *tale mole di lavoro cognitivo* e tanto spazio di memoria, da non essere impiegabili se non *in specifiche situazioni e supportati da specifici (e dunque costosi) strumenti*⁷⁴.

Il bisogno evolutivo di una rapida accumulazione dell'informazione e decisione impone di usare euristiche inferenziali. Probabilmente la *rapidità* nel raccogliere informazione è stata, ed è, altrettanto importante per la nostra sopravvivenza che non la *precisione* dell'informazione che raccogliamo, l'interpretazione che ne diamo e le inferenze che facciamo. Questo spiega perché in generale siamo così inefficienti nel fare computazioni e invece così brillanti nello stimare, ad esempio, le quantità, le distanze, i risultati che sono essenziali per la sopravvivenza.

Sostituire l'accuratezza con la rapidità è il risultato dell'uso di euristiche nella trattazione dell'informazione e di strategie inferenziali che permettono di scegliere e semplificare questioni entro limiti di tempo e di risorse ragionevoli. Le euristiche inferenziali costituiscono uno strumento di sopravvivenza essenziale, in quanto consentono di trattare l'informazione assicurando però l'*economia cognitiva*. Con quest'ultima si intende la capacità di rispondere alle nostre necessità, al mondo e ai limiti dei nostri mezzi cognitivi minimizzando il lavoro cognitivo ma accumulando, direttamente o per inferenza, l'informazione necessaria in modo rapido, anche se spesso a spese dell'accuratezza.

La perdita di accuratezza associata all'euristica viene riassunta sinteticamente nel termine "*bias*", usato spesso come definizione di un errore dovuto a una concezione distorta che può pregiudicare i risultati. L'idea è che, alla base dell'insuccesso nell'applicazione delle euristiche considerate, vi siano dei *bias*, che sono stati usati in qualche modo per colmare lo spazio fra logica algoritmica e processi

73 Cellucci C., Perché ancora la filosofia, Laterza, Roma, 2008.

74 Maldonato M., Quando decidiamo siamo attori consapevoli o macchine biologiche?, Giunti, Firenze, 2015.

cognitivi sperimentali, *evidenziando gli errori che l'uso di euristiche può determinare rispetto a processi logici algoritmici "pienamente razionali"*.

Tuttavia, questa conclusione non riconosce *il valore dell'intuizione*, in quanto non considera come *elemento fondamentale la velocità* di pensiero e, quindi, paradossalmente, proprio *l'efficienza del processo decisionale*, fattore chiave in particolare per *le decisioni che avvengono sulla rete*.

Il paradosso risiede nel fatto che *l'homo oeconomicus* profilato dalla teoria classica *applicherebbe il concetto di efficienza marginale a tutto tranne che al proprio processo decisionale*, non essendo contemplata la possibilità che esso *rinunci a una manciata di precisione, sopportando il conseguente rischio di insuccesso, in nome dell'efficienza e della velocità del procedimento decisionale*, che, come accade giornalmente ad ognuno di noi, difficilmente può essere perfettamente razionale.

Se accettiamo invece l'idea che un'euristica è una strategia decisionale adottata non necessariamente per errore, per pigrizia o ignoranza, ma che il suo impiego *possa risultare proprio da una valutazione, magari inconsapevole, della proporzionalità della tecnica decisionale da utilizzare rispetto ai benefici e ai rischi potenziali derivanti dalla decisione*, potremmo concludere che siamo tanto più logici, da un lato, quante più euristiche possediamo e quanto più esse sono efficaci, e, dall'altro lato, quanti meno errori (*bias*) commettiamo e quanto meno essi sono dannosi.

Si tratta allora di sforzarsi di *ridurre il numero dei bias* e, quindi, *le probabilità di errore*, senza rinunciare ad avere una strategia decisionale che contempli l'intuito e la semplificazione, oltre alla piena razionalità. E di fatto questo è ciò che accade: nelle nostre strategie decisionali *coesistono inferenze logico deduttive e numerosi tipi di inferenze logiche non deduttive*, consapevoli e inconsapevoli, come l'induzione, l'analogia, l'uso della figura, la generalizzazione, la particolarizzazione, la metafora, la metonimia, la definizione, l'ibridazione, la variazione dei dati.

Invece di eliminare l'inferenza logica da componente dei processi cognitivi umani (o viceversa) contrapponendola all'euristica e anzi considerandola incompatibile con essa, *si potrebbe considerare l'inferenza logica una componente essenziale dell'euristica, che non si oppone ma anzi può contribuire all'economia cognitiva*⁷⁵.

La definizioni di opzioni di regolazione cognitive-based

Nel definire i soggetti rilevanti verso i quali devono dispiegarsi i benefici derivanti dai presidi normativi incisi nel Regolamento, si è tenuto conto, in sede di prima attuazione della normativa, di *soggetti alle prese con i propri processi cognitivi imperfetti*, soprattutto in un contesto caratterizzato da *velocità, disponibilità elevatis-*

75 Cellucci C., Perché ancora la filosofia, Laterza, Roma, 2008.

sima di informazioni (il cui grado di attendibilità è spesso ignoto) e risonanza emotiva amplificata⁷⁶.

In termini aggregati, un ruolo chiave nell'analisi è stato assegnato alla scarsa familiarità naturalmente connessa con gli emittenti (*start-up*) e i loro prodotti e processi innovativi, riferibile anche ai portali, con le loro modalità di sottoscrizione *on-line* atipiche rispetto all'immagine classica dello "sportello" bancario.

Tenendo conto di tale fattore, unito alla *bassa partecipazione al mercato azionario riscontrabile nel nostro contesto, era possibile prevedere che l'impatto economico della policy complessivamente considerata non sarebbe stato significativo e immediato ma che avrebbe riguardato, quanto meno in sede di prima introduzione del Regolamento, una nicchia di "utenti web"*, dotati di risorse finanziarie e convinti di avere gli strumenti per selezionare un investimento fra una serie di alternative con un elevato rapporto fra rischio e rendimento.

Gli "utenti web" sono stati paragonati, secondo un'analogia colorita ma non priva di riscontri empirici, ad animali nella giungla. Gli animali decidono dove, quando e come mangiare sulla base di criteri altamente specializzati, che si sono evoluti nel corso di generazioni, nelle quali ogni soluzione che portava ad una carestia veniva letteralmente eliminata. Il concetto più noto dell'*information foraging*⁷⁷ è quello di *information scent* o traccia informativa definito come la percezione imperfetta che l'utente ha del valore, del costo e del percorso di accesso a fonti di informazione ottenuto attraverso stimoli prossimali, come i *link* nel *web*.

Gli utenti, come animali in caccia, valutano la possibilità di successo stabilendo se la pista che seguono promette bene. In questa metafora della relazione fra rendimento e rischio, ogni sito è una radura e le sue informazioni sono la preda. Il *web* costituisce un'infrastruttura che abbatta drasticamente i costi di spostamento fra questi ambienti e aumenta esponenzialmente la quantità di radure da ispezionare.

La rapidità decisionale diviene un fattore critico di successo in quanto, come evidenziato da *Herbert Simon*⁷⁸, *la ricchezza di informazioni crea un impoverimento delle risorse attentive ed una crescente necessità di incanalarla in modo efficiente*. Il problema, dunque, non è raccogliere più informazioni (completezza), ma aumentare la quantità di informazioni rilevanti in funzione del tempo che si investe nell'interagire con esse (quindi utilizzare euristiche efficaci che riducano cioè al minimo la probabilità di incorrere in errori a fronte della riduzione di accuratezza valutativa).

76 Pietroni D., Bonini N., Rumiati R., La negoziazione via web: i limiti di una opportunità, in P. Ghislandi (a cura di), *E-Learning*. Didattica e innovazione in università, Trento: Università degli studi di Trento, 2002, p. 279-298; Bonini N., Rumiati R., *Daniel Kahneman: il premio Nobel per l'economia a uno psicologo in Sistemi Intelligenti*, v. XIV, n. 3 (2002), p. 507-512.

77 Pirolli, P. Et Card, S.K. (1999). *Information Foraging*. *Psychological Review*, 106: 643-675

78 *Simon H.A.*, La ragione nelle vicende umane, Il Mulino, Bologna 1984

La percezione della relazione rischio/rendimento sul web, svolgendosi nell'ambito di un processo decisionale "istintivo", è ancora più esposta all'influsso di *fattori emotivi* e, in particolare, al riscontro emozionale suscitato da una determinata opzione di scelta soggetta a valutazioni affettive (*affective evaluations*, valutazioni dicotomiche del tipo "buono/cattivo", giusto/sbagliato) piuttosto che all'esame analitico dei profili positivi e negativi ad essa associati⁷⁹.

I fattori emotivi possono risultare rilevanti anche per effetto della tendenza degli individui ad attribuire a un determinato titolo una valenza positiva o negativa sulla base di un processo di *associazioni mentali*. In generale, se un soggetto rintraccia degli *elementi affettivi* nell'opzione della quale è chiamato a valutare il rischio, è molto probabile che il beneficio e il rischio percepiti siano, rispettivamente, alto e basso⁸⁰. Nell'ambito delle scelte di investimento, il processo istintivo di giudizio appare essere guidato soprattutto dall'euristica della *familiarità*, che stimolerebbe una reazione emotiva di apprezzamento.

Sulla base di tali considerazioni, sono stati pertanto inclusi nel Regolamento, oltre alle regole di condotta analoghe a quelle previste per gli intermediari tradizionali dalla disciplina MiFID, *specifici strumenti finalizzati a "rallentare" la decisione di adesione*, subordinando il "click" alla visione delle informazioni di *investor education* predisposte dalla Consob, allo svolgimento di un *questionario comprovante la piena comprensione* delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento, nonché alla *dichiarazione di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita* dell'investimento (art. 15 del Regolamento e relativo Allegato 3).

Nel contempo, tenendo conto della novità del fenomeno e del canale informatico utilizzato, si è consentito ai gestori di proporre le offerte anche tramite strumenti multimediali, come film, *pitches*, *slides* etc, lasciando all'iniziativa e alla fantasia degli offerenti la possibilità di esporre le proposte di investimento con modalità meno tradizionali e più creative, consentendo agli investitori di seguire le loro euristiche e di compiere scegliere sulla base di informazioni e di reazioni anche emotive.

Infine, tenendo conto dell'intrinseca rischiosità degli strumenti oggetto di offerta (azioni o quote di *start-up* innovative) rispetto ad un pubblico di investitori "fai da te", comunque esposti al rischio di commettere errori cognitivi a prescindere da loro grado di conoscenza ed esperienza, è stato previsto, al di sopra di soglie di rilevanza della somma investita, che le banche e le imprese di investimento che avessero ricevuto gli ordini avrebbero operato nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa

79 N. Linciano, Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori *retail*. Le indicazioni di *policy* della finanza comportamentale, Quaderno di Finanza n. 66, gennaio 2010.

80 M. Wang, C. Keller e M. Siegrist (2009), *The Less You Know, The More You Are Afraid of - A Survey on Risk Perception of Investment Products*, *Finnisk Working Paper*, January.

disciplina di attuazione, sostanzialmente ripristinando le tutele previste dalla disciplina MiFID (art. 17 del Regolamento).

Gli investitori non sono gli unici soggetti destinatari delle disposizioni regolamentari ma rivestono un ruolo chiave in quanto sono i soggetti nei confronti dei quali devono dispiegarsi i benefici derivanti dalla regolamentazione e, pertanto, lo studio delle loro caratteristiche rilevanti costituisce un fondamento essenziale per l'azione di un regolatore che non intenda essere vittima esso stesso di *bias* legati ad una rappresentazione eccessivamente semplificata del proprio ambito normativo.

5.3 Il monitoraggio, la Valutazione di Impatto della Regolamentazione e la revisione del Regolamento

Il monitoraggio e la valutazione degli impatti regolamentari

A partire dall'entrata in vigore del Regolamento, la Consob ha avviato un'attività di *monitoraggio* basata, principalmente, sulla raccolta di dati necessari per la quantificazione del *set* di indicatori di valutazione esplicitato nella Relazione sull'attività di Analisi di Impatto e sugli Esiti della procedura di consultazione, pubblicata insieme al Regolamento.

Sulla base delle evidenze empiriche raccolte e pubblicate in occasione della (successiva) consultazione preliminare riferita alla revisione Regolamento, è stato possibile fornire una prima risposta alle domande definite in sede di analisi. In particolare:

- i) *il rapporto fra gestori di portali iscritti nel registro e gestori "di diritto" (pari a 14 al 31 marzo 2015) ha dato un primo segnale sulla proporzionalità degli oneri legati al procedimento di autorizzazione. Tale giudizio è stato indirettamente confermato dal fatto che (alla stessa data) il 72% dei gestori avesse ottenuto l'autorizzazione senza avviare l'operatività: è, infatti, altamente improbabile che un soggetto (8 in questo caso) affronti un procedimento eccessivamente oneroso senza avere una prospettiva certa sull'avvio dell'operatività. D'altra parte, la significativa quota di gestori non operativi ha suggerito di approfondire l'analisi dei costi legati al concreto svolgimento dell'attività, per comprendere se implicassero degli oneri non proporzionati;*
- ii) *il rapporto fra le offerte andate a buon fine e il totale delle offerte esposte tramite i portali (36% in termini di numerosità assoluta e 49% di controvalori), l'assenza di reclami ed esposti pervenuti all'Autorità di vigilanza e l'assenza di provvedimenti sanzionatori o cautelari adottati nei confronti dei gestori sono elementi rappresentativi di un ambiente finanziario affidabile. Tuttavia tali dati, confrontati con il totale della raccolta (poco più di 1,3 milioni di euro al 31 marzo 2015) e con i risultati del crowdfunding in altri Stati membri, hanno mostrato che la non sussistenza di situazioni patologiche potrebbe dipendere dallo stadio ancora minimale di realizzazione quantitativa del fenomeno. Per cui, tenendo conto dell'esistenza di cause culturali avverse alla diffusione del crowdfunding, tale quadro valutativo ha portato a ricercare i fattori presenti nella regolamentazione*

che abbiano, se non causato, quanto meno contribuito a limitare lo sviluppo di questo strumento di finanza alternativa;

- iii) al 31 marzo 2015 avevano aderito alle *4 offerte andate a buon fine* 134 soggetti, di cui 16 persone giuridiche, con una media di 33 investitori (circa) per offerta, con un minimo di 3 ed un massimo di 75 adesioni. Il campo di variazione entro il quale si attestano le adesioni ci aiuta a comprendere meglio la struttura medio-alta delle quote sottoscritte. La quota più bassa delle 134 considerate ammonta a 400 euro, mentre la quota più alta a 150.000 euro. *L'ammontare medio della singola sottoscrizione*, ottenuto dividendo il totale della raccolta (1.307.780) per il numero degli investitori (132, tenendo conto delle revocche effettuate), è *prossimo ai 10.000 euro* (9.907,42). Rispetto alla soglia di 500 euro (5.000 per le persone giuridiche), identificata dal Regolamento (articolo 17, comma 4) per l'applicazione delle valutazioni richieste dalla "MiFID" da parte degli intermediari incaricati dell'esecuzione di un ordine, alla luce dei dati a disposizione, è stato possibile evidenziare come gli investimenti "sotto soglia" abbiano riguardato un numero di soggetti (67 su 134) che hanno "pesato" meno del 4% in termini di controvalore sottoscritto. La disapplicazione delle "regole MiFID" ha riguardato però un numero ancora più ristretto di soggetti che hanno aderito esclusivamente presso i portali autorizzati (precisamente 31 persone fisiche e 4 persone giuridiche, su un totale di 59 adesioni). Ciò in quanto per le adesioni effettuate presso i gestori "di diritto" (75 adesioni) non ha operato la distinzione fra adesioni sotto e sopra soglia.

L'analisi dei sottoscrittori ha evidenziato dunque la partecipazione di un *ridotto numero di soggetti* che hanno *investito importi mediamente elevati*. Come indicato chiaramente nel nome, *l'equity crowdfunding* è connesso all'ambizione di ripartire il finanziamento fra una vasta platea di investitori, che intervengono con somme non rilevanti senza alterare l'assetto di controllo dell'impresa.

Un ridotto numero di investitori che sottoscrivono un ammontare medio elevato rappresenta invece una struttura di investimento più vicina al *club deal*: una modalità di acquisizione aziendale da parte di un gruppo di *business angels* e imprese di *private equity*, investitori esperti e competenti, che uniscono le forze per condividere l'elevato rischio connesso nella fase di sviluppo di una *start-up*. Investitori forse *non pienamente razionali, ma dotati di euristiche più sofisticate*, affinate negli anni imparando dai propri errori, oltre che dai manuali di finanza aziendale.

Il *club deal* è un processo di investimento solitamente caratterizzato da elementi di opacità (necessari per sfruttare determinate opportunità di investimento) che non lo rendono pienamente sovrapponibile con la dinamica del *crowdfunding*. Tuttavia, in un sistema finanziario in continua evoluzione, per descrivere il modello che è emerso dai primi dati raccolti e di seguito illustrati, è utile ricorrere all'immagine del "*private equity on-line*" o "*club deal on-line*": un numero ridotto di aderenti che intervengono con offerte di ammontare elevato, consentendo comunque alla società emittente di sfruttare i vantaggi potenziali che offre la rete, tramite la presentazione delle offerte sui portali specializzati per ampliare le opportunità di raccolta.

In tale contesto, è possibile ipotizzare che i pochi investitori "s sofisticati" che intervengono con offerte mediamente elevate *non siano disincentivati dall'elevato livello di trasparenza connesso alla raccolta on-line*, poiché ritengono di poter trarre comunque un *vantaggio competitivo dalle loro disponibilità finanziarie unite alle specifiche capacità di valutazione dell'investimento* rispetto alla generalità dei potenziali sottoscrittori.

La "parità di trattamento" da parte dell'emittente, infatti, è una parità formale relativa principalmente alle informazioni messe a disposizione dalla società, che non può eliminare l'asimmetria "sostanziale" legata alla capacità cognitive di elaborazione e valutazione delle informazioni stesse. In altre parole, anche se viene *ridotta l'asimmetria informativa*, i soggetti che hanno sviluppato le "*euristiche migliori*" restano *convinti di poter mantenere il proprio vantaggio competitivo* e sono *ancora incentivati ad investire*. L'intervento della "*crowd*", che in questa prima fase appare residuale, offre invece la possibilità di includere una categoria di *investitori complementari*, in grado di ampliare le potenzialità di raccolta.

Tali considerazioni sono basate sui dati delle offerte *on-line* rappresentati dai gestori di portali operativi, riclassificati secondo una struttura in grado di fornire indicazioni utili sulle caratteristiche degli investitori. I dati fanno riferimento ad un *insieme ristretto di casi* e, pertanto, non devono essere considerati forieri di conclusioni generali, ma costituiscono evidenze sulla fase introduttiva dell'*equity crowdfunding* in Italia, che potranno certamente essere rivalutate con un orizzonte più ampio e una base dati più ricca.

Un studio⁸¹ del comportamento degli investitori sulla principale piattaforma di *equity crowdfunding* britannica, di recente pubblicazione, evidenzia conclusioni coerenti con l'analisi effettuata sulle piattaforme italiane. Partendo da un *database* significativamente più consistente (150.000 investitori), i ricercatori *Estrin* e *Khavul* confermano un *importo medio più elevato* rispetto alle piattaforme di *donation* e *reward crowdfunding*, anche se inferiore a quello riscontrato in Italia, e un *numero di investitori non necessariamente elevato*, con riferimento alla singola offerta.

L'analisi dei dati ha inoltre permesso di evidenziare che gli investitori sembrano caratterizzati da un *buon livello di consapevolezza* e da una *scarsa tendenza a "seguire il gregge"* (*herd effect*). Le *informazioni a disposizione* sono state indettificate come la variabile chiave in grado di *determinare il successo di un'offerta*: non tanto quelle "anagrafiche" sull'impresa e i suoi prodotti o servizi, quanto quelle più specifiche che vengono rivelate dall'imprenditore nell'ambito dell'offerta e che divengono oggetto di interazioni fra i investitori.

Estrin e *Khavul* hanno osservato anche il potere dello scambio interattivo di informazioni: quando imprenditori e investitori "*si scambiano segnali positivi*" su una

81 S. Estrin, S. Khavul, *Equity crowdfunding: a new model for financing entrepreneurship?*, CentrePiece, rivista edita dal Centre for Economic Performance (CEP) della London School of Economics, disponibile alla pagina web <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/cp462.pdf>.

piattaforma, l'effetto è di incrementare l'offerta di fondi e le possibilità che il progetto venga finanziato. Le piattaforme, semplificando lo scambio di informazioni, ne aumentano il flusso e questo sembra migliorare le euristiche degli investitori, limitando i *bias* tradizionalmente associati alle forme di investimento a supporto delle fasi di lancio dell'impresa.

iv) *rispetto al ruolo rivestito dagli investitori professionali*, in base ai dati raccolti fino al 31 marzo 2015, l'analisi quantitativa dice che essi hanno rappresentato il 4,4% del totale dei sottoscrittori (6 soggetti su 134, tra i quali un incubatore). In termini di controvalore, la percentuale in media sottoscritta è stata pari al 12,42% del capitale oggetto di offerta, *attestandosi su un valore quasi tre volte superiore al requisito imposto dal Regolamento (5%)*.

Un elemento di forte interesse risiedeva nella possibilità di confrontare lo svolgimento di offerte che fossero nate con la percentuale riservata ai professionali già sottoscritta, rispetto ad altre per le quali tale sottoscrizione fosse stata concretizzata nel corso del periodo d'offerta. Tale confronto non è stato, tuttavia, possibile in quanto *in tutti e quattro i casi di offerte andate a buon fine non era presente ab origine la sottoscrizione* di (almeno) un investitore professionale.

Ciò che si può invece affermare è che la scelta di consentire un approccio flessibile ha certamente avuto un impatto sulla strutturazione delle offerte, in quanto tutti e quattro gli offerenti che sono riusciti a portare a termine la raccolta hanno avviato la propria offerta *senza la preventiva sottoscrizione* di un investitore professionale. Le società emittenti, in altre parole, hanno dimostrato di ritenere che la preventiva sottoscrizione non costituisce un elemento chiave in grado di determinare il successo dell'operazione, coerentemente con le analisi *ex ante* effettuate dalla Consob ad esito della consultazione effettuata in sede di approvazione del Regolamento.

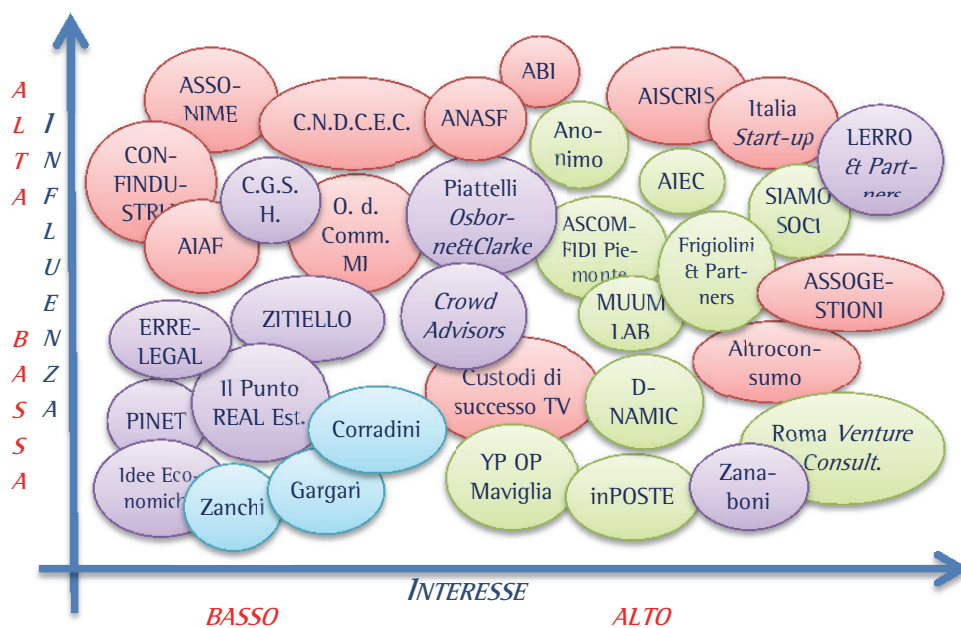
Ad avvalorare la tesi per cui l'adesione di un investitore professionale non costituisce necessariamente una soluzione al problema dell'affidabilità dell'emittente si evidenzia che, *l'unica offerta che presentava ab origine la sottoscrizione di uno di tali investitori risulta fra quelle non andate a buon fine*. In ogni caso, nelle offerte non andate a buon fine, la causa è stata sempre la scarsità di adesioni piuttosto che la mancata sottoscrizione da parte di un investitore istituzionale.

La modifica della normativa primaria e l'avvio del procedimento di revisione

Nel primo trimestre del 2015, mentre venivano svolte le attività di monitoraggio dell'attuazione regolamentare, è sorta la necessità di modificare il Regolamento, determinata dalle *novità introdotte dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3* convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, che ha esteso alle PMI innovative e agli OICR e altre società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative, la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*. Tale necessità ha rappresentato l'occasione per condurre un'ampia riflessione sull'impianto regolamen-

tare a circa due anni dalla sua entrata in vigore, raccogliendo a tal fine anche le considerazioni da parte degli operatori del settore.

Il 19 Giugno 2015 è stato pubblicato un "Documento di Consultazione Preliminare" contenente le *linee guida per la revisione del Regolamento*, la *valutazione d'impatto basata su dati e indicatori appena esposti* e un *questionario rivolto a tutti i soggetti interessati*, affinché fornissero evidenze in merito alla concreta applicazione della regolamentazione, in particolare con riferimento alla *proporzionalità degli obblighi dalla stessa istituiti*⁸². In risposta sono pervenuti 35 contributi che, classificati secondo la tecnica dello *stakeholder mapping*, sono stati considerati espressione di un *ventaglio sufficiente di punti di vista, nonostante la prevalenza di soggetti destinatari di oneri rispetto ai beneficiari delle norme*. Tale asimmetria è storicamente significativa e deriva da diversi fattori, tra cui la maggiore strutturazione delle associazioni rappresentative dei soggetti vigilati e, tuttavia, in questa occasione, si è presentata con minore intensità, conferendo particolare utilità alle osservazioni pervenute.



La consultazione preliminare ha consentito di evidenziare⁸³ una *valutazione sostanzialmente proporzionale degli oneri imposti dal Regolamento* da parte degli operatori. Gli obblighi considerati eccessivamente onerosi sono risultati quelli legati alla *sottoscrizione da parte di investitori professionali* e alle *modalità di esecuzione degli ordini*. Tali criticità sono state identificate, insieme ad altre di natura non regolamentare ma culturale, fra le determinanti della scarsa diffusione dello strumento e,

82 Per una generale panoramica si rimanda a V. Mirra, Il fenomeno dell'equity crowdfunding e le future modifiche all'assetto legislativo regolamentare. Ci siamo quasi..., disponibile su fchub.it.

83 Tutta la documentazione pubblicata dalla Consob in relazione alla consultazione preliminare è disponibile alla pagina <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni-concluse>.

quindi, dei benefici contenuti apportati alla *policy* di sostegno all'innovazione espressa nella legge delega, come modificata dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33.

Le modifiche al Regolamento

Sulla base di tale percorso di valutazione sono stati analizzati i problemi emersi e sono state definite *opzioni alternative di intervento*, volte a rafforzare le tutele che hanno effettivamente contribuito a creare un ambiente affidabile, ricercando soluzioni normative atte a determinare una *minore onerosità per tutti gli operatori coinvolti*. Fra queste sono state selezionate quelle in grado di *massimizzare il rapporto fra benefici e costi*, incentivare l'investimento consapevole e favorire la prestazione di un servizio di qualità da parte dei portali.

Per quanto riguarda gli *investitori istituzionali*, è stata valutata positivamente la possibilità di estendere il novero dei soggetti rientranti in tale categoria anche agli *investitori professionali su richiesta*, classificati ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti.

Per quanto riguarda le *modalità di esecuzione degli ordini*, le valutazioni effettuate hanno condotto a rivedere il Regolamento *semplificando la procedura* e riducendo i costi di transazione in modo da *favorire la conclusione delle operazioni integralmente on-line*, dando la possibilità ai gestori *dotati di adeguati requisiti organizzativi di svolgere direttamente le verifiche necessarie* per valutare l'appropriatezza dell'operazione, in sostituzione di uno dei passi del "*percorso consapevole*" (il questionario). In tal caso (c.d. *opt-in* dei gestori) le tutele connesse al test di appropriatezza sono state estese alle operazioni "sotto soglia". Viceversa, nel caso in cui i gestori non esercitino tale possibilità *il questionario è stato eliminato*, in quanto ritenuto una onerosa *duplicazione* rispetto al test di appropriatezza che le banche e le imprese di investimento dovranno continuare a svolgere.

Il Regolamento così riformato è stato posto in *consultazione* dal 3 Dicembre 2015 all'11 Gennaio 2016⁸⁴. In questo caso sono pervenuti 15 contributi, classificati ed analizzati dalla Consob con l'obiettivo di definire eventuali correttivi alla bozza di Regolamento in vista della approvazione definitiva. Grazie allo *stakeholder mapping* è possibile notare come alla consultazione preliminare abbia partecipato ciascuna delle quattro categorie di soggetti, classificati sulla base dell'interesse (alto/basso) e dell'influenza (alta/bassa), mentre *quando si è passati alla consultazione sul drafting normativo, la partecipazione si è ridotta* e la categoria dei soggetti classificati "ad alto interesse e alta influenza" è risultata decisamente preponderante rispetto alle altre categorie.

84 Tutta la documentazione è disponibile alla pagina <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni-concluse>.

Passando al merito dei contributi, circa il 70% degli intervenuti ha espresso una valutazione positiva sulla bozza di Regolamento pubblicata, oltre che sulla metodologia di consultazione utilizzata dalla Consob (nei rimanenti casi non sono state fatte valutazioni generali ma solamente su parti del testo).

La consultazione ha offerto, da una parte, l'occasione per *evidenziare alcune richieste di chiarimento* rispetto al tenore letterale delle disposizioni contenute nella Bozza di Regolamento pubblicata e, dall'altra, la possibilità di considerare una *ulteriore estensione del novero dei soggetti legittimati a sottoscrivere la quota del 5% ai fini del perfezionamento dell'offerta*.

Alla luce dei dati e delle opinioni prese in considerazione è stata valutata positivamente l'inclusione di una *nuova categoria di soggetti*, gli "*investitori a supporto dell'innovazione*", identificati in base a criteri oggettivi, fondati sui requisiti MiFID per gli investitori professionali su richiesta, ma adattati allo specifico contesto di attività.

Nel complesso, *considerando l'intero percorso di monitoraggio e valutazione della regolamentazione, nonché l'intervento del legislatore primario*, sono state apportate al Regolamento approvato nel Giugno del 2013 modifiche volte a:

- ∅ ampliare l'*ambito soggettivo* degli offerenti potenziali;
- ∅ ampliare gli *strumenti finanziari* potenzialmente oggetto di offerta;
- ∅ definire in modo più puntuale il *procedimento di autorizzazione* e i poteri della Consob nei confronti dei gestori;
- ∅ cancellare dal registro i soggetti che non siano effettivamente operativi per un periodo di tempo superiore a 6 mesi, dando certezza ed effettività alla funzione del registro;
- ∅ introdurre la possibilità, per i gestori che si dotino dei necessari requisiti organizzativi, di *effettuare la valutazione di appropriatezza (opt-in)*, consentendo in tal caso che le banche e imprese di investimento curino esclusivamente l'esecuzione delle operazioni (senza necessità di stipulare un contratto quadro in forma scritta);
- ∅ ampliare e specificare le *informazioni relative alla gestione del portale* da fornire agli investitori potenziali;
- ∅ ampliare e specificare le *informazioni relative alle singole offerte* da fornire agli investitori potenziali;
- ∅ eliminare, per i gestori che non scelgano di effettuare la valutazione di appropriatezza, la necessità di somministrare un *questionario* comprovante la piena comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti, valutata come una duplicazione delle attività che, in tali casi, le banche e le imprese di investimento dovranno continuare a svolgere nei confronti degli investitori in applicazione della "disciplina MiFID";

- ∂ *estendere la valutazione di appropriatezza*, in caso di *opt-in*, a tutte le operazioni di investimento, anche "sotto-soglia";
- ∂ *rafforzare la separatezza fra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti*, fino alla chiusura dell'offerta;
- ∂ prevedere un *apposito schema*, predisposto dalla Consob, per ridurre ulteriormente gli oneri amministrativi connessi alla *comunicazione (elettronica) annuale* di dati da parte dei portali;
- ∂ *ampliare l'ambito relativo ai soggetti legittimati a sottoscrivere la quota riservata agli investitori professionali* e alle particolari categorie di investitori individuate dalla Consob ai fini del perfezionamento dell'offerta, dapprima (consultazione preliminare) ai "*clienti professionali su richiesta*" definiti dalla MiFID e, in seguito (consultazione sul testo regolamentare) alla *nuova categoria degli "investitori a supporto dell'innovazione"* definita sulla base di requisiti oggettivi identificati a seguito di analisi e approfondimenti basati (anche) sui contributi pervenuti in sede di consultazione.

Tali modifiche, nei confini dettati dalla legge delega, sono volte a migliorare la regolazione, *a beneficio degli investitori*, mediante una maggiore efficacia dell'informativa, l'estensione dei presidi connessi alla prestazione del servizio e la *riduzione gli oneri* determinati da alcuni elementi procedurali che si sono rivelati eccessivamente gravosi. Il raggiungimento di tale obiettivo gioca un ruolo decisivo affinché l'*equity crowdfunding* possa rivelarsi uno strumento più efficace come fonte alternativa di raccolta per le imprese innovative, senza dimenticare le cause culturali che ne frenano lo sviluppo.

La realizzazione quantitativa dei Benefici e dei Costi attesi dipenderà, in termini aggregati, dall'effettiva volontà dei gestori di esercitare l'*opt-in*, oltre che *dall'interesse che le imprese e gli investitori esprimeranno per lo strumento di finanziamento alternativo*, alla luce delle nuove disposizioni e, più in generale, della progressiva presa di coscienza delle sue potenzialità (euristica della "familiarità").

Benefici attesi	Costi attesi
Maggiori possibilità di investimento (e di finanziamento per le imprese innovative)	Adeguamento della struttura organizzativa dei gestori
Maggiore qualità del servizio offerto dai gestori autorizzati	Elaborazione e pubblicazione dati e informazioni
Aumento delle operazioni sottoposte al giudizio di appropriatezza	Costi per l'Autorità di controllo, connessi all'attuazione delle modifiche
Eliminazione delle duplicazioni fra "questionario" e "giudizio di appropriatezza"	
Rafforzamento della separazione fra patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti, fino alla chiusura dell'offerta	
Riduzione dei costi di transazione e possibilità di concludere le operazioni <i>on-line</i>	
Riduzione degli oneri legati al perfezionamento dell'offerta, per l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati	
Riduzione degli oneri amministrativi	

Dagli Oneri Amministrativi agli Oneri Regolatori

Per quanto riguarda gli oneri amministrativi, il Regolamento sull'*equity crowdfunding* approvato nel Giugno del 2013 era stato disegnato sulla base di quanto appreso dall'Istituto nell'ambito del "*Progetto MOA*", con la finalità di *minimizzare l'impatto per i gestori autorizzati legato alla necessità di produrre e trasmettere dati nei confronti della Consob*.

Tale obiettivo era stato ottenuto prevedendo la *comunicazione elettronica di tutti i dati* (tramite un'apposita casella di posta elettronica certificata), compresi i documenti relativi al procedimento di autorizzazione, e la razionalizzazione degli obblighi informativi in un *unico articolo*, rubricato "*Comunicazioni alla Consob*", organizzato in tre commi che distinguono le comunicazioni "*ad evento*" relative alla *società* (1) e *all'attività* (2), da quelle *periodiche* (3), da effettuarsi entro il 31 marzo di ogni anno.

L'analisi dei dati e le osservazioni pervenute nel corso della consultazione preliminare hanno evidenziato la *proporzionalità di tali obblighi*. Per accrescere ulteriormente l'efficiente trasmissione dei dati sull'operatività dei portali, è stato previsto

che l'invio annuale degli stessi avvenga secondo uno *schema predisposto* dalla Consob, in modo da *agevolare*, da una parte, l'attività di *elaborazione e trasmissione* dati da parte dei gestori e, dall'altra, la *fruibilità* degli stessi da parte dell'Istituto.

Alla luce di quanto esposto, *la revisione regolamentare è andata oltre il ristretto perimetro degli oneri amministrativi*, concentrandosi sugli *oneri di conformità sostanziale*, costi sostenuti dai cittadini o della imprese per adeguare il proprio comportamento, la propria attività, il proprio processo produttivo o i propri prodotti a quanto previsto dalla normativa, a prescindere dai dati che dovranno elaborare, trasmettere e conservare per consentire i necessari controlli da parte delle autorità amministrative.

In tale prospettiva allargata, è possibile evidenziare una riduzione degli oneri regolatori connessa a:

- la *riduzione dei costi di transazione* e, in generale, degli obblighi connessi alla conclusione delle operazioni (che ci si attende più pronunciata in caso di *opt-in* dei gestori, ma che si determinerà anche in assenza di tale scelta, per l'eliminazione del "questionario" da sottoporre ai clienti, valutato come una duplicazione degli "obblighi MiFID");
- la riduzione degli *oneri legati al perfezionamento dell'offerta*, per l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati e per una loro ridefinizione secondo caratteristiche legate alla specificità del processo di investimento in società innovative.

6 Conclusioni

La regolazione è un'attività ciclica, un processo continuo nel quale sussiste un legame intrinseco tra l'individuazione delle problematiche, la definizione, la valutazione e la revisione degli obiettivi e degli strumenti di attuazione delle politiche pubbliche.

La Consob, in qualità di Autorità amministrativa indipendente avente funzioni di regolazione e di vigilanza di settore, poggiando su un patrimonio condiviso a livello europeo e internazionale, ha adottato e sviluppato metodi e strumenti volti a conseguire la qualità di questo processo e dei suoi esiti, in un contesto generale di ipertrofia normativa e di frammentazione delle fonti e degli atti normativi, causate sia dalla complessità dell'oggetto (i mercati finanziari) che dal moltiplicarsi delle problematiche contingenti da affrontare per rimediare alle conseguenze della crisi finanziaria.

Il "*progetto MOA*" e il "*ciclo di valutazione*" della *policy* di sostegno alle imprese innovative attraverso lo strumento dell'*equity crowdfunding*, descritti in dettaglio nei precedenti paragrafi, hanno consentito di sperimentare tale patrimonio nel complesso delle sue articolazioni: l'analisi delle cause (*problems*), l'inquadramento dell'atto generale da approvare nell'ambito della struttura istituzionale e giuridica in cui si inserisce e la conseguente definizione degli obiettivi generali della *policy* e degli obiettivi parziali delegati alla regolamentazione secondaria, la raccolta di dati da fonti interne ed esterne e la costruzione di specifici *database*, la mappatura complessiva e la misurazione degli oneri amministrativi, la *network analysis* degli adempimenti, l'analisi d'impatto parziale ("*SME Test*", analisi d'impatto sulla concorrenza, sull'innovazione, etc.), le tecniche di consultazione (*panel* di esperti, *focus group*, questionari strutturati) e di analisi dei risultati della stessa (*stakeholder mapping*), l'analisi dei rischi e degli incentivi, le regole di *drafting* volte a favorire la fruibilità dei testi normativi, la mappatura complessiva degli oneri e dei benefici regolatori, la definizione preventiva di indicatori di costo e di risultato, la predisposizione delle banche dati necessarie per il loro monitoraggio.

L'esperienza pratica ci ha restituito tre lezioni principali. La prima è che *la qualità della regolamentazione dipende principalmente dalla consapevolezza del regolatore rispetto all'oggetto dell'attività e, quindi, dalla quantità e dalla qualità dei dati disponibili*. Il disegno della "*mappa del tesoro*", cioè la costruzione di una banca dati degli adempimenti ponderati in virtù della loro ampiezza fisica, è stato il perno sul quale ha poggiato tutto il processo di misurazione degli oneri amministrativi. Il ciclo di valutazione delle regole sul *crowdfunding* ha permesso di comprendere ancora più a fondo che la definizione di un *database* qualitativamente adeguato è essenziale in ogni fase dell'attività e diviene ancora più importante nel momento in cui viene strutturato il processo di consultazione.

Infatti, senza una conoscenza approfondita del fenomeno da parte del regolatore, il rischio che i contributi ricevuti costituiscano una pura espressione di interessi particolari di singoli o gruppi di pressione è molto alto. Viceversa, se il regolatore è in possesso di un patrimonio informativo adeguato, è in grado di gestire attivamente

te il processo di consultazione e di distinguere più semplicemente le opinioni infondate dalle osservazioni basate sull'evidenza dei fatti. Alla resa dei conti, il fattore decisivo è sempre la coscienza, che è capace di intendere le manifestazioni del reale e di prendere posizione di fronte ad esse.

La seconda lezione fondamentale, *poiché ci troviamo quasi sempre di fronte ad una "rete di regolatori" piuttosto che ad "un regolatore"*, è che *la qualità della regolazione dipende dalla qualità della cooperazione fra tali soggetti*. Per essere efficaci dunque è necessario che gli strumenti di *Better Regulation* vengano applicati al ciclo della regolazione nel suo complesso.

Questo, nell'ambito della regolazione dei mercati finanziari, *significa adottare tali tecniche a partire dalla fase ascendente di definizione della normativa europea*, poiché il loro utilizzo nell'ultimo miglio della regolamentazione nazionale non è in grado di ottenere risultati significativi in termini di riduzione dell'onerosità e incremento dei benefici attesi. Ogni politica pubblica, in altri termini, è il risultato di una rete di atti, originati da una rete di istituzioni, che gestiscono parti di un processo la cui efficacia ed efficienza rischiano di naufragare nella frammentazione. La qualità della regolamentazione dipende, pertanto, dalla capacità delle istituzioni di cooperare, sulla base di una struttura chiara di obiettivi, strumenti e responsabilità.

In assenza di un'attiva e leale collaborazione interistituzionale verrebbero meno i presupposti per garantire un'applicazione corretta degli strumenti della *Better Regulation*: basti pensare alle banche dati e ai risvolti in termini di qualità delle informazioni derivanti da una scarsa cooperazione fra regolatori. Guardando all'esperienza del *"Progetto MOA"*, nell'ambito delle "istituzioni" sarebbe utile ricomprendere anche quelle associazioni rappresentative di specifiche categorie di soggetti, che svolgono un ruolo chiave nei processi di consultazione.

Un terzo fattore chiave riguarda *l'accessibilità e la comprensibilità delle regole, quali condizioni necessarie per la loro osservanza*. A tutti dovrebbe essere chiara la struttura dei poteri cui si è soggetti e a nessuno dovrebbe sfuggire la percezione del rischio sostanziale di essere adeguatamente sanzionati, nel momento in cui i diritti e gli interessi altrui vengano violati. Tale opera di consolidamento e diffusione del portato normativo e di "deframmentazione" dei diritti e dei doveri è già oggetto di iniziative strategiche per la Consob, dal progetto "Carta degli investitori", volto a conseguire un significativo miglioramento della capacità di autotutela degli investitori allo scopo di innalzare il livello di "immunizzazione" del sistema finanziario nel suo complesso, alla realizzazione di una specifica sezione del sito istituzionale dell'Autorità dedicata all'educazione finanziaria.

Alla luce della diaspora della disciplina, divisa fra direttive, regolamenti, norme tecniche di attuazione, orientamenti, *Question Et Answer* (rimanendo solo sul piano della normativa europea), diviene fondamentale l'idea di *costruire degli strumenti operativi, possibilmente informatizzati, in grado di rendere più semplice la comprensione dei diritti da parte degli investitori e l'adempimento del disposto normativo da parte di tutti gli operatori*.

È possibile trasformare queste considerazioni in un sistema di indicatori di qualità della regolazione?

Il primo dato da analizzare, in tal senso, è *la percentuale di provvedimenti caratterizzati dall'impiego di strumenti e procedure per la migliore regolazione*, ampiamente descritti in questo *Paper*. Fra questi strumenti, inoltre, *un peso maggiore deve essere assegnato agli strumenti di valutazione*, che misurano l'attuazione delle *policy*, rispetto a quelli di analisi *ex-ante*. Secondo quest'ottica, l'indicatore proposto potrebbe essere reinterpretato come il vertice di un sistema di indicatori, volto ad evidenziare il contributo specifico di singoli strumenti ai quali, peraltro, non è sempre necessario fare ricorso, in omaggio ai principi di sussidiarietà e proporzionalità.

Affinché questi indicatori risultino significativi è però necessario che siano garantiti degli *standard di qualità delle tecniche e dei dati utilizzati*, per evitare di elaborare elementi non appropriati o disomogenei, che includono analisi e valutazioni tecnicamente deboli e non in grado di favorire una maggiore qualità della regolamentazione. Questa garanzia richiede l'esistenza di un controllo di qualità realizzato da un'agenzia (o da una rete di agenzie) caratterizzata da un adeguato livello di indipendenza, sulla base del modello rappresentato dal *Regulatory Scrutiny Board* europeo.

Il secondo dato (o *set* di dati) da utilizzare riguarda la qualità della cooperazione interistituzionale, anche qui da effettuarsi cercando di andare oltre il formalismo rappresentato dalla ragioneria degli incontri fra delegazioni istituzionali, evidenziando degli elementi in grado di definire la qualità di queste interazioni, quali, ad esempio, la *condivisione di banche dati*, la presenza di *politiche delle risorse umane in grado di aprire dei "varchi" istituzionali* anche sul piano del personale dipendente (esistenza di distacchi, anche incrociati, di risorse umane), la *rapidità di risposta* alle sollecitazioni e la *durata dei procedimenti gestiti in comune*.

Il terzo elemento è dato *dall'accessibilità e dalla semplicità normativa* e per misurarlo ci sono due strade (non necessariamente alternative). La prima è quella di basarsi sull'analisi dei dati ottenuti osservando e misurando il comportamento effettivo degli individui fuori dal contesto sperimentale, attraverso alcune *proxy* osservabili su un orizzonte abbastanza significativo affinché sia possibile stimare una componente strutturale al di là delle variazioni cicliche.

Tali approssimazioni possono essere ricercate, ad esempio, nel *numero di esposti ricevuti dall'Autorità*, nella *numerosità degli accessi a specifiche aree del sito internet* (ad esempio quella dedicata all'educazione finanziaria o alla presentazione della Relazione Annuale dell'Autorità), nel numero di *istanze indirizzate ai sistemi "stragiudiziali" di risoluzione delle controversie* e, più in generale, nel *numero di cause civili e penali che riguardano la violazione di una qualsiasi norma parametro riconducibile al diritto dei mercati finanziari*.

Un ulteriore elemento segnaletico potrebbe essere rappresentato dal rapporto fra le *violazioni "colpose"* sul totale delle violazioni, come indicatore diretto della scarsa comprensibilità del sistema di oneri di conformità a carico degli operatori. Sulla base dei dati a disposizione, approfondendo l'analisi, bisognerebbe poi riuscire a

stabilire se gli eventi patologici sono in aumento perché si è ridotta la conformità legale degli operatori (incrociando i dati con quelli della vigilanza e dei procedimenti sanzionatori di carattere amministrativo) o perché è aumentata la consapevolezza dei diritti (e viceversa, se gli eventi patologici sono in riduzione).

La seconda via (più costosa) per valutare l'accessibilità e la comprensibilità della normativa è quella di *condurre studi sperimentali*, identificando a partire da un gruppo omogeneo, mediante la selezione casuale, un gruppo di trattamento (o sperimentale) e un gruppo di controllo, in modo che i due gruppi abbiano in media le stesse caratteristiche funzionali. Il "gruppo omogeneo" (campione casuale dell'universo da osservare), nel suo complesso, potrebbe essere utilizzato per *stimare i livelli generali di comprensione di diritti e doveri*, mentre il "gruppo di trattamento" potrebbe divenire il *tester* di specifiche *policy*, dalla semplificazione dei testi normativi esistenti alla redazione di *handbook* fino alla definizione di percorsi informativi guidati per accrescere la consapevolezza delle scelte di investimento, per verificare nel tempo i risultati con evidenza degli impatti di tali politiche sulla qualità della regolamentazione.

Nella consapevolezza che molto resta da fare per migliorare le regole che disciplinano il sistema economico (e non solo), la diffusione delle esperienze maturate dalla Consob, delle tecniche adottate e dei risultati raggiunti, ha l'obiettivo fondamentale di *contribuire a rinvigorire il dibattito sulla qualità della regolamentazione*, non solo in ambito scientifico ma anche fra le Istituzioni e gli studiosi che seguono i temi di *policy*.

Riferimenti bibliografici

- Agresti A., Finlay, B. (2009), *Statistica per le scienze sociali*, Pearson
- Ainis, M (2010), *La legge oscura. Come e perché non funziona*, Roma, Laterza
- Amorosino, S. (2006), *Achille e la tartaruga. Semplificazione amministrativa e competitiva del "sistema Italia"*, Milano, Giuffrè
- Ansaldi, L. (2015), *Il crescente ricorso agli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie*, in *Contratti*, 2015, 2, 203
- Begg, D., Fisher, S., Dornbusch, R (2005), *Microeconomia*, a cura di Barbarito e Ricciardi, Milano
- Bezzi, C. (2001), *Il disegno della ricerca valutativa*, Milano, Franco Angeli
- Bin, R., Pitruzzella, G. (2015), *Diritto costituzionale*, Torino, Giappichelli
- Bonini, N., Rumiati, R. (2002), *Daniel Kahneman: il premio Nobel per l'economia a uno psicologo in Sistemi Intelligenti*, v. XIV, n. 3 (2002), p. 507-512
- Campbell, D.T. (2007), *Riforme come esperimenti*, in *Stame (a cura di), Classici della valutazione*, Milano, Franco Angeli
- Capriglione, F. (2010), *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR*, in *Banca borsa*, tit. cred., 2010, I, 261
- Cellucci, C. (2008), *Perché ancora la filosofia*, Roma, Laterza
- Cuocolo L, Sgueo, G. (2014), *Lobby. La rappresentanza di interessi*, disponibile alla pagina <http://www.baffi.unibocconi.it/wps/wcm/connect/ec8cb625-4918-448b-84d2-39a2e109b4/WP+13+Quaderno+Lobby+-+gennaio+2014.pdf?MOD=AJPERES>
- D'Onofrio, T. (2015), *Crowd Investment. Il crowdfunding per le imprese innovative*, Milnao, Guerini Next
- De Benedetto, M., Martelli, M., Rangone, N. (2011), *La qualità delle regole*, Bologna, Il Mulino
- Deodato, C. (2014), *L'analisi di impatto della regolazione: adempimento burocratico o strumento di buona politica?*, disponibile alla pagina <http://www.osservatorioair.it/wp-content/uploads/2014/01/C.-Deodato-AIR.pdf>
- Dossier del Servizio per la Qualità degli Atti normativi del Senato "Better Regulation for Better Results", disponibile alla pagina <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00921083.pdf>
- Dunn, W.N. (1981), *Public policy analysis. An introduction*, Englewood Cliffs, N. J., Prentice Hall

- Easton, D. (1973), *Il sistema politico*, Milano, Edizioni di Comunità
- Enriques, L. (2012), *Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*, Milano, IBL Libri
- Estrin, S., Khavul, S. (2016), *Equity crowdfunding: a new model for financing entrepreneurship?*, CentrePiece, Centre for Economic Performance (CEP) della London School of Economics, disponibile alla pagina web <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/cp462.pdf>
- Ferrajoli, L. (2002), *Lo Stato di diritto fra passato e futuro*, in Costa, Zolo (a cura di), *Lo Stato di diritto*, Milano, Feltrinelli
- Gianniti, L., Lupo, N. (2013), *Corso di diritto parlamentare*, Bologna, Il Mulino
- Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (1982), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press
- Kral, R. (2008), *National normative implementation of EC regulators: an exceptional or rather common matter?*, in *Eur. Law Review*, 2008, 243
- La Spina, A., Espa, E. (2011), *Analisi e valutazione delle politiche pubbliche*, Bologna, Il Mulino
- Laquière, A. (2002), *État de droit e sovranità nazionale in Francia*, in Costa, Zolo (a cura di), *Lo Stato di diritto: Storia, teoria, critica*, Milano, Feltrinelli
- Lerro, A. (2013), *Equity crowdfunding, investire e finanziare l'impresa tramite internet*, Il Sole 24 Ore Libri
- Lerro, A. (2014), *Italian equity crowdfunding legislation: laws and regulations*, CreateSpace Independent Publishing Platform
- Linciano, N. (2010), *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, Quaderno di Finanza Consob n. 66, gennaio 2010
- Maldonato, M. (2015), *Quando decidiamo siamo attori consapevoli o macchine biologiche?*, Firenze, Giunti
- Maldonato, M., Dell'Orco, S. (2015), *Making Decisions under Uncertainty Emotions, Risk and Biases. Smart Innovation, Systems and Technologies*, Springer, Vol 37: 293-302
- Martini, A., Sisti, M. (2009), *Valutare il successo delle politiche pubbliche*, Bologna, Il Mulino
- McGraw-Hill, Stiglitz, J.E. (2003), *Economia del settore pubblico. Fondamenti teorici*, Milano, Hoepli
- Melloni, E. (2012), *Dieci anni di Impact Assessment della Commissione Europea*, in *Rivista italiana delle politiche pubbliche*, n. 3/2012

- Mirra, V. (2013), Profili di criticità e prospettive degli strumenti di ADR in materia bancaria/finanziaria, in Riv. arbitrato, n. 2/2013, 513
- Mirra, V. (2015), Il fenomeno dell'equity crowdfunding e le future modifiche all'assetto legislativo regolamentare. Ci siamo quasi..., disponibile alla pagina <http://fchub.it/temp/FCHub/crowdfunding/crowdfunding.pdf>
- Mirra, V. , Miscia, V. (2013), L'AIR delle Autorità indipendenti: Banca d'Italia e Consob, in Analisi Giuridica dell'Economia, n. 2/2013, 517
- Nader, L. (1978), The direction of law and the development of extra-judicial processes in nation State societies, in P.H. Gulliver, Cross-examination. Essay in memory of Max Gluckman, Leiden, 1978, 78
- Natalini, A., Sarpi, F., Vesperini G. (2014), L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2013, Roma, Osservatorio AIR
- Natalini, A., Tiberi, G. (2010), La tela di Penelope. Primo rapporto ASTRID sulla semplificazione legislativa e burocratica (Quaderni di ASTRID), Bologna, Il Mulino
- Oliverio, A. (2008), Geografia della mente: territori cerebrali e comportamenti umani, Milano, Raffaello Cortina
- Pellegrini, M. (2007), Le controversie in materia bancaria e finanziaria, Padova, Cedam
- Pellegrini, M. (2015), Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari, in Capriglione (a cura di), I contratti dei risparmiatori, a cura di Capriglione, Milano, Giuffrè
- Perrone, A. (2015), Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia, in Banca borsa tit. cred., 2015, I, 31
- Piattelli, U. (2013), Il crowdfunding in Italia, Torino, Giappichelli
- Pietroni, D., Bonini, N., Rumiati, R. (2002), La negoziazione via web: i limiti di una opportunità, in Ghislandi (a cura di), E-Learning. Didattica e innovazione in università, Trento: Università degli studi di Trento, 2002, p. 279-298;
- Pirolli, P., Card, S.K. (1999), Information Foraging. Psychological Review, 106: 643-675
- Saporiti, A. (1987), La ricerca valutativa: un'introduzione alla valutazione dei programmi socio-sanitari, in Donati (a cura di), Manuale di sociologia sanitaria, Roma, La Nuova Italia Scientifica
- Sarpi, F. (2013), La valutazione dell'impatto della regolazione in Italia: una missione impossibile?, in Analisi Giuridica dell'Economia n.2/2013, 447
- Simon, H.A. (1984), La ragione nelle vicende umane, Bologna, Il Mulino
- Tarantola, A.M. (2011), Etica, Mercati Finanziari e Ruolo del Regolatore, disponibile alla pagina https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2011/tarantola_venezia_300911.pdf

Toschi, V. (1996), Ambiente e urbanistica in recenti esperienze di pianificazione a Bologna. La valutazione nel processo di piano, in Stanghellini (a cura di), Valutazione e processo di piano, Firenze, Alinea editrice – Daest

Università Cattolica del Sacro Cuore, Il Crowdfunding in Italia. Report 2015, disponibile all'indirizzo <http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/#19slide>

Wang, M, Keller, C., Siegrist, M. (2009), The Less You Know, The More You Are Afraid of – A Survey on Risk Perception of Investment Products”, Finrisk Working Paper, January

Recenti pubblicazioni

- 6** – aprile 2016
Discussion papers
La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza
Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici
Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici
Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza
Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici
Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza
Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza
The impact of high-frequency trading on volatility. Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza
The liquidity of dual-listed corporate bonds. Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena

- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth.
 International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani
- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership.
 Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 75** – gennaio 2014
Quaderni di finanza Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.
 An empirical analysis
M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti
- 5** – gennaio 2014
Quaderni giuridici La deviazione dal principio "un'azione – un voto"
 e le azioni a voto multiplo
S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano
- 4** – settembre 2013
Quaderni giuridici I controlli interni nelle società quotate.
 Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti
G. Gasparri
- 74** – agosto 2013
Quaderni di finanza Real-world and risk-neutral probabilities in the regulation
 on the transparency of structured products
L. Giordano, G. Siciliano
- 3** – aprile 2013
Quaderni giuridici Le linee di azione della Commissione europea in materia
 di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano
S. Alvaro, B. Lupini
- 2** – febbraio 2013
Quaderni giuridici L'autodisciplina in materia di *corporate governance*.
 Un'analisi dell'esperienza italiana
S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano
- 73** – gennaio 2013
Quaderni di finanza The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy
C. Guagliano, N. Linciano, C. Magistro Contento