

Saluto di Apertura al Convegno

Il Caleidoscopio dell'Informazione nel Diritto Societario e dei Mercati

in Ricordo di Guido Rossi

Milano, 15 Ottobre 2018

Carmin Di Noia (*)

Commissario CONSOB

È per me un onore, in apertura di questo convegno “in ricordo di Guido Rossi”, portarvi i saluti della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) di cui Rossi fu il secondo Presidente, per circa un anno e mezzo tra il 1981 e il 1982 (oltre che Garante Etico tra il 2011 e il 2012): una presidenza, come quella di Tommaso Padoa Schioppa quindici anni dopo, la cui incisività ed innovazione, interna ed esterna, fu inversamente proporzionale alla troppo breve durata effettiva del mandato. Qualcuno (tra i relatori di oggi) lo ha definito il “fondatore” della Consob. Certamente Guido Rossi è stato (e al momento resta) il più giovane Presidente di una giovane Consob, con allora 61 dipendenti, tutti distaccati, e tre esperti: un decimo della struttura di oggi. Una giovane Consob che con Rossi si affacciò per la prima volta anche a Milano trovando spazio a via della Brisa.

Un convegno “in ricordo” (più che “alla memoria”, visto che le idee, gli insegnamenti e le critiche di Rossi sono oggi più vive che mai) richiede – salvo volersi ridurre a vuota celebrazione – un esercizio mentale più simile al lavoro degli storici che a quello dei giuristi o degli economisti. Anche se non si tratta, nel nostro caso, di andare con la mente a tempi particolarmente remoti, non è sempre facile rievocare il contesto socio-economico e politico dell’oltre mezzo secolo in cui Guido Rossi è stato nel cuore della propria produzione scientifica e della propria attività professionale e di *civil servant*.

Il tempo in cui Guido Rossi ha scritto e lavorato è stato un terreno di scontro ideologico “a tinte forti”, nel quale parteggiare per l’una o l’altra parte delle fazioni sembrava naturalmente la scelta più facile

* Bozza soggetta a revisione. Le opinioni espresse sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob.

e, per molti, l'unico orizzonte di pensiero. Uno dei meriti indiscutibili di Guido Rossi è stato, in questo scenario per così dire "binario", quello di non arrestarsi a una semplice scelta di campo. Egli infatti incoraggiava sempre a sostenere tesi giudicate dagli altri quanto meno ardite, forse per trovare qualche seguace visto che era lui *in primis* a farlo.

Guido Rossi ha avuto una produzione scientifica sterminata. Egli stesso dice, in occasione del convegno per i suoi 80 anni, che "con stupore ha scoperto" dagli interventi fatti a quel seminario "di aver detto molte più cose e scritto molte più cose di quanto non pensasse".

Guido Rossi non è stato tuttavia solo uno studioso: è stato anche a più riprese un *civil servant*. Egli ha così potuto tradurre in progetti e interventi concreti le idee che esprimeva nei suoi studi.

È chiaro che un particolare interesse ha, soprattutto per chi faccia parte della Consob, il discorso programmatico pronunziato in occasione del suo insediamento a Presidente della Consob¹ e i suoi successivi interventi pubblici di quel periodo.

Si trattò di un'esperienza notoriamente problematica – giocatasi in particolare sul ruolo della trasparenza del mercato, nel mercato, tra istituzioni e sulle sue conseguenze – e quindi troppo breve per portare a compimento tutte le idee che Rossi aveva espresso, anche se quasi tutti i semi gettati hanno prodotto successivamente i frutti sperati.

Forse proprio per questo motivo, alcune delle idee di allora, legate dal tema dell'informazione, meritano di essere rilette visto che quelle parole sono attualissime, in particolare su: dimensione del mercato e società quotate; trasparenza degli e negli emittenti; *corporate governance*; struttura del mercato; trasparenza dell'Autorità di vigilanza.

Dimensione del mercato e società quotate

Il 1981 fu caratterizzato da un lato dalle misure di natura eccezionale introdotte a seguito dell'anomalo andamento del mercato che, nel momento di crisi più accentuata portò alla sospensione delle negoziazioni azionarie presso tutte le borse valori nazionali; dall'altro da un afflusso di aumenti di capitale (soprattutto di società pubbliche) e di emissioni obbligazionari, soprattutto nella prima parte dell'anno, piuttosto rilevante considerate le ridotte dimensioni del mercato.

L'analisi di Rossi all'inizio del suo mandato fu impietosamente lucida dal lato sia della domanda che dell'offerta.

¹ "Le società e la borsa: le nuove frontiere", 23 febbraio 1981, in *Trasparenze e vergogna. Le società e la borsa*, Milano, 1982, 91 ss.

La preoccupazione di Rossi derivava dal fatto che la dimensione ridotta del mercato si confrontava con un'enorme domanda di investimento, che tuttavia il mercato non era in grado di assorbire proprio perché troppo piccolo. La speculazione la faceva da padrona ma Rossi non era "così ingenuo da ritenere che ogni speculazione [dovesse] o [potesse] essere abolita dal mercato borsistico, né di non sapere che spesso senza la spinta speculativa le grandi imprese non possono attingere in borsa un nuovo capitale di rischio. Quel che importa è che la speculazione sia tenuta a un livello fisiologico e non costituisca l'unico referente del mercato, il quale per le aspettative di guadagni differenziali da parte dell'azionista rimarrà purtroppo sempre una *Confusion de confusiones*" il primo trattato sul mercato azionario scritto nel 1688 da De la Vega, "che porta come sottotitolo "Dialogos curiosos entre un Philosopho agudo, un Mercader discreto, y un Accionista erudito". **A che il mercante sia discreto e l'azionista diventi erudito mira l'azione della Consob**".

Vigilanza quindi sugli intermediari e sulle strutture di mercato ma anche continuo stimolo a quella che oggi chiamiamo l'*investor education*.

Siamo oggi nel pieno del mese dell'educazione finanziaria: la prossima settimana presenteremo il nostro quarto rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie. Mi preme enfatizzare quanto sia importante promuovere fin dall'età scolare la capacità di comprensione e autonomia di giudizio nell'assumere decisioni finanziarie nel contesto della vita reale; tematiche quali la pianificazione delle risorse finanziarie personali, il processo di investimento, diretto o mediato, del risparmio e il concetto di diversificazione del rischio sono fondamentali soprattutto in un contesto come quello attuale caratterizzato dalla rapidità delle innovazioni digitali e tecnologiche.

Questo consentirebbe di affrontare con maggiore preparazione l'altra osservazione, molto attuale, di Rossi sempre dal lato degli investitori. Rossi ricordava infatti come si dovesse assicurare l'eguaglianza dei punti di partenza per tutti gli investitori: "a qualunque risparmiatore, anche e soprattutto in ossequio agli artt. 3 e 47 della Costituzione, deve essere garantita la possibilità di accesso all'acquisto dei titoli, in parità e concorrenza con tutti e non in via postergata per via di eccessive restrizioni e collocamenti riservati ad amici dei pastorelli che fanno suonare la *bell cow*" dietro la quale si crea un ristretto "gregge di fortunati amici e clienti, ai quali è elargito il favore di ottenere in prima sottoscrizione azioni che un mercato spontaneo tratta poi a prezzi di gran lunga superiori".

L'accesso al mercato, diretto o mediato da consulenti, intermediari, gestori del risparmio, opportunamente diversificato, da parte di investitori consapevoli, non deve essere artificialmente ostacolato da barriere tecniche o regolamentari che limitino il *level playing field* dietro lo schermo di artificiali tutele. Con la consueta schiettezza Rossi ricordava le parole di Louis Loss quando scrisse

che il legislatore non ha tolto al cittadino il suo inalienabile diritto “*to make a fool of himself*” cioè di compiere sciocchezze ma più semplicemente ha cercato di evitare che altri gliene facesse compiere.

Dal lato dell’offerta, le società quotate erano circa 140, una cifra non troppo lontana da quella attuale, soprattutto se si scontano gli anni trascorsi nel frattempo e il *trend* discendente che sta lentamente riconducendo il listino principale a quei livelli. Ora come allora, “questa delicata serra che è il mercato mobiliare, per diventare un bosco rigoglioso, in cui a coltura naturale e non più forzata, germogliano e crescano piante sempre più gagliarde, abbisogna però di un mutamento di mentalità anche da parte dell’imprenditore italiano, oggi restio a quotare i titoli delle proprie società nelle borse valori perché timoroso della filosofia della trasparenza e dei controlli”.

“Personalmente mi rifiuto di credere che non vi siano oggi, in Italia, venti, trenta, cento o più imprese solide, con buone prospettive di sviluppo e di redditività che non siano in grado di entrare nel mercato. Mi rifiuto di credere che il settimo paese industriale del mondo sia adeguatamente rappresentato da un mercato mobiliare con meno di duecento titoli in quotazione (di cui buona parte da depennare)”.

Anche in questo caso dopo 35 anni queste severe parole ci fanno riflettere. La dimensione del nostro listino principale in rapporto all’economia reale è sempre limitata rispetto ad altri paesi: la capitalizzazione su PIL oscilla negli anni, bolle permettendo, sempre nell’intorno del 30%. Il listino è sempre molto “finanziario” con banche e assicurazioni preponderanti nel mercato azionario e obbligazionario.

Il sistema industriale italiano è composto prevalentemente da piccole e medie imprese, molte delle quali a conduzione familiare. Spesso queste PMI sono caratterizzate da un’elevata imprenditorialità e capacità di assunzione del rischio, soprattutto nelle fasi iniziali di sviluppo (anche generazionale); dall’altro, sono caratterizzate da dimensioni e articolazioni organizzative spesso limitate, con il rischio di non riuscire ad affrontare le sfide dei mercati globali.

La crescita di un’impresa passa attraverso la capacità di reperire fonti di finanziamento adeguate e differenziate, sviluppando assetti organizzativi e competenze, che rappresentano uno strumento per garantirne la sostenibilità nel medio termine. In tal modo è possibile ridurre sia la **debolezza finanziaria**, dovuta alla ridotta disponibilità di mezzi nelle imprese in fase nascente e, in quelle più mature, alla centralità del capitale dei pochi azionisti di controllo e alla forte esposizione debitoria, sia la **debolezza manageriale**, dovuta alla frequente coincidenza tra la proprietà e il vertice direttivo.

È un tema anche culturale. Negli ultimi anni, anche grazie all’iniziativa di Borsa Italiana, con Elite, e al progetto Più Borsa che ha visto la Consob come promotore, si è assistito a un interessante sviluppo di segmenti alternativi, con regole flessibili e proporzionali che hanno consentito a piccole e medie

imprese di aprire il loro capitale o anche solo emettere obbligazioni, con una aumentata consapevolezza che le procedure aiutano il confronto con *stakeholders* e, se del caso, *shareholders*.

Certo si può fare di più dal lato dell'offerta: la scarsità di "sottostante" ha fatto sì che la pur commendevole iniziativa dei PIR non sia stata completamente in grado di convogliare nuove risorse alle piccole imprese, con il rischio di creare bolle sul mercato secondario e quindi di scoraggiare ulteriormente l'investimento e di far sopravvivere solo le commissioni di gestione (in luogo della ridotta tassazione).

Avvicinare le imprese al mercato significa quindi offrire nuove opportunità di investimento, diretto o intermediato, per quel risparmio che oggi fatica a essere orientato verso *asset class* alternative, certamente meno liquide, più a lungo termine, in media più efficienti: ovviamente tutto deve essere proporzionato ai rischi e in una logica di portafoglio diversificato.

Guido Rossi è tra i primi ad affermare con forza un concetto che è stato ripetuto con altrettanta chiarezza solo nel contesto della Capital Markets Union (2015), ossia che "l'esistenza di un mercato mobiliare efficiente può minimizzare il rischio costituito, per le banche, da attivi detenuti in forma di azioni industriali, mediante la liquidità che esso garantisce". Inoltre, "senza una drastica riduzione dell'indebitamento dell'industria [...], il pingue attivo dei bilanci bancari è destinato a naufragare [...] nel sinistro recupero dei crediti delle procedure concorsuali delle imprese finanziate"².

È però fondamentale evitare fenomeni di selezione avversa. La quotazione in borsa non può mai rappresentare un fine ma solo un mezzo per raccogliere risorse per la crescita, aprire il capitale proprio e di debito, organizzare procedure interne, limitare i conflitti di interesse, considerare controlli interni ed esterni come un investimento e non un costo, migliorare la *governance*, investire in informazione e trasparenza.

Trasparenza delle e nelle società quotate

Rossi definiva il mercato finanziario come volontà di sapere.

A differenza di altri mercati dove l'elemento cruciale è il prezzo, nel mercato finanziario l'elemento cruciale è l'informazione sul contenuto del bene scambiato, e quindi la sua incertezza. Ecco perché l'abbondanza e la controllabilità delle informazioni sugli emittenti non costituisce un'istanza di ordine moralistico ma il prerequisito del funzionamento del mercato.

² La scalata del mercato, 1986, pp. 21 ss. e 24.

Trasparenza è stata una parola chiave nel pensiero del Rossi Presidente della Consob che subito citò le famose parole di Brandeis: *Sunlight is said to be the best of disinfectants*. Trasparenza conviene anche se “la trasparenza non si contrappone alla riservatezza che spesso gli atti della gestione dell’impresa comportano e rendono indispensabile. Infatti col rispetto dei limiti del pregiudizio che possa recarsi alla società, di cui la legge fa espressa riserva, l’informazione al pubblico deve essere copiosa in modo che la situazione della società sia apertamente valutata e sottratta al timoroso silenzio”.

Grandi passi avanti sono stati fatti negli ultimi sette lustri, come sarà discusso oggi ricordando forse l’importante discorso di Rossi a Venezia dell’autunno 1981 su molti aspetti della trasparenza: 1) informazione dei soci e verso i soci, attuali e potenziali, di maggioranza o di minoranza; 2) informazione intra-organica e inter-organica; 3) soprattutto per le società quotate, informazione, continua, periodica e straordinaria, verso il mercato anche attraverso “l’attività della Commissione nel disporre informazioni al pubblico, richieste di dati e documenti e nell’esigere ispezioni, quando giustificate da precise negligenze, inesattezze o incompletezze nella trasmissione di documenti da parte delle società”; 4) la più recente informazione non finanziaria contenuta nelle dichiarazioni di grandi imprese, quotate e non.

In alcuni casi si è arrivati al paradosso che troppa trasparenza equivale nella sostanza e minore trasparenza perché annegata in ponderosi documenti. Rossi ricordava come proprio Loss commentasse la complessità e la lunghezza dei prospetti ricevuti dalla SEC dicendo se li avesse visti Brandeis avrebbe commentato che “*excessive sunlight can cause skin cancer*”.

Certamente nel campo della trasparenza di mercato siamo partiti tra i peggiori della classe ma abbiamo abbondantemente recuperato, insegnando forse qualcosa persino al mondo anglosassone, come in materia di informazioni sugli assetti proprietari (si guardi alla profondità delle informazioni e le modalità di accesso attraverso il sito della Consob), o in materia di remunerazioni (con le tabelle elaborate dalla Consob e dal mercato che consentono di fare comparazioni e distinguere nel dettaglio le componenti delle remunerazioni fisse e variabili, *cash* o *stock-based* degli amministratori) o in materia di informazioni sulla *corporate governance* con gli schemi sintetici elaborati dal mercato (che raggruppano in una sola pagina tutte le principali informazioni quantitative sulla struttura, composizione, caratteristiche di indipendenza e presenze al cda e ai comitati degli amministratori), o, infine, con la messa a disposizione dei verbali assembleari integrali sul sito dell’emittente.

La riprova è stata che in sede di negoziazione della direttiva sui diritti degli azionisti (o prima quando si modificò la direttiva sulla trasparenza) le proposte italiane di imporre maggiore trasparenza a livello europeo sono state respinte.

Certamente la gestione dell'informazione è uno dei problemi più complessi dal punto di vista regolamentare e, al contempo, più densi di implicazioni teoriche tra quelli che riguardano il vasto tema della *corporate governance*. L'importanza della materia è evidente: essa deriva dal fatto che i meccanismi di governo e di controllo dell'impresa, siano essi interni o esterni alla società, si basano su – e a loro volta producono – flussi di informazioni. Ciascuno di tali meccanismi, in altri termini, funziona se ed in quanto esso sia in grado di ricevere informazioni e, una volta rielaborati i dati così acquisiti, di comunicare ad altri soggetti le istruzioni o le valutazioni relative. Queste informazioni possono pertanto riguardare accertamenti dei fatti più vari, ivi incluse le determinazioni di volontà degli organi sociali, e assumere diverse qualificazioni giuridiche.

In mercati dei capitali europei fortunatamente sempre più integrati, la presenza, per le società quotate, di regole europee non sempre coordinate, ad esempio in tema di abusi di mercato e di *financial reporting*, e l'assenza di chiare nozioni di controllo e di gruppo può creare incertezza giuridica, limitando la legittima circolazione di flussi informativi importanti in gruppi societari multinazionali da e verso la quotata e quindi verso il mercato.

Allo stesso tempo, gli obblighi di *disclosure* verso il mercato sono identici per la grande impresa con azioni quotate sul mercato regolamentato che capitalizza 50 miliardi di euro e per la piccola impresa che ha emesso solo un minibond da 5 milioni di euro. Valutare l'introduzione di qualche elemento maggiore di flessibilità e proporzionalità potrebbe essere opportuno.

Corporate Governance

La finanza di mercato, complementare a quella bancaria, può aiutare ad affrontare il tema della crescita dimensionale delle imprese. Come ci insegnano teoria e pratica il ricorso alla finanza di mercato può agevolare le operazioni societarie tra emittenti.

Questo ha impatto sulla *corporate governance* perché il ricorso a fonti di finanziamento diversificate può progressivamente mutare gli assetti proprietari, eventualmente anche alla luce dei passaggi generazionali in caso di imprese familiari.

Rossi ha ribadito a più riprese la propria scarsa fiducia nella *corporate governance* e negli amministratori indipendenti, più pittorescamente definiti come *financial gigolò*.³ Infatti, la posizione di forza (e quindi ancora una volta di rendita) dei gruppi di comando avrebbe reso secondo Guido

³ Il mito della corporate governance, in “Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?”, 2002, 13 ss..

Rossi di fatto impossibile una vera “indipendenza” degli amministratori o comunque avrebbe precluso agli indipendenti un impatto significativo sulla gestione.⁴

A distanza di venti anni dal Codice di Autodisciplina che introdusse in Italia la figura degli amministratori indipendenti, penso forse che Rossi potrebbe essere meno pessimista.

Certamente i compensi per le prestazioni degli amministratori sono saliti negli anni ma questo non conferma la loro natura di gigolò.

Soprattutto nell’ultimo decennio la qualità dei componenti degli organi di amministrazione e controllo, e in particolare degli indipendenti, è migliorata grazie all’ingresso consistente di persone nuove anche per effetto dell’introduzione obbligatoria del voto di lista, delle regole e delle raccomandazioni in materia di amministratori indipendenti, delle quote di genere, delle regole in materia di operazioni con parti correlate. Come nel caso dei risparmiatori e delle PMI, *l’education* ha svolto un ruolo importante con i programmi di *induction* che hanno reso gli amministratori maggiormente consapevoli dei loro diritti e doveri e del business delle società in cui operano. E poi come ricordava Marco Onado⁵, gli indipendenti sono come la vecchiaia: una gran brutta cosa ma l’alternativa è peggio. O avere operazioni approvate solo dagli amministratori esecutivi o solo dalle minoranze: nessuna delle due è politicamente accettabile.

Rossi ha sempre guardato con un certo pessimismo anche all’autodisciplina delle società quotate (e anche all’autonomia statutaria) ritenendo che non potesse rappresentare un rimedio credibile alle debolezze della *governance*.

In realtà, la *corporate governance* delle società è inquadrata in una cornice di regole vincolanti, tradizionalmente presenti nel diritto societario, tipicamente nazionale, e, per le quotate, nel diritto dei mercati finanziari sempre più federale e nell’autodisciplina (tradizionalmente basata sul Codice di Autodisciplina nato nel 1999 sulla scia del Tuf che aveva aperto la porta all’autonomia statutaria). Il livello di regole e raccomandazioni muta di continuo e alcune raccomandazioni possono diventare vincolanti per le società quotate (come nel caso delle OPC), confermando anche la natura di test dei Codici di Autodisciplina.

Il modello italiano che è completato da un sistema di monitoraggio pubblico esercitato dalla Consob e privato, da parte del comitato della Corporate Governance e da Assonime, è oggetto di attenzione

⁴ Virtù del mercato e scetticismo delle regole, 2003, p. 26 s.

⁵ Citato da L. Enriques negli Studi in Onore di Rossi, a cura di Brescia, Napolitano e Zoppini.

positiva anche nei forum internazionali più rilevanti come il Comitato Corporate Governance dell'OCSE.

La struttura del mercato

Rossi si soffermò anche molto sull'organizzazione e la microstruttura delle borse con riflessioni, anche comparate che anticiparono l'evoluzione normativa e l'evoluzione dell'industria del *trading* e *post-trading*.

Da un lato, prerequisito perché sul mercato si formino prezzi di buona qualità è quello che si incrocino tutta o quanto meno la maggior parte della domanda e dell'offerta: questo mancava completamente nella borsa vigilata dalla Consob di Rossi con scambi opachi, abuso di informazioni privilegiate, transazioni concluse con il “parco buoi” fuori borsa prendendo a riferimento i prezzi di borsa che erano fissati artificialmente con pochi scambi.

Dall'altro, lo stesso Rossi guarda con interesse all'esperienza straniera ritenendo che non vi sarebbe ragione per concentrare le contrattazioni in un solo mercato quando esiste la possibilità di istituire un collegamento tra le diverse piazze in tempo reale.⁶ Rossi cita quello che noi oggi chiameremmo l'accesso remoto introdotto per gli intermediari dalla Borsa di Cincinnati con il quale secondo lui potrebbero anche coesistere diverse borse purché vi sia la trasparenza in tempo reale ai prezzi e la possibilità di eseguire le transazioni.

Dieci anni dopo la Consob di Rossi, il Parlamento Italiano, con Rossi componente della Commissione Finanze e Tesoro del Senato, approva la legge sull'*insider trading* e quella sulle Sim che tra l'altro introduce la concentrazione degli scambi in borsa, creando in tal modo un monopolio legale (proprio poco dopo l'approvazione della legge antitrust) giustificato dall'evidente fallimento del mercato.

La concentrazione è stata poi abbandonata con ISD, Mifid 1 e 2, sulla spinta comunitaria dovuta alla evoluzione tecnologica, l'integrazione dei mercati comunitari, l'avvento della moneta unica, la demutualizzazione e privatizzazione delle borse, alla loro trasformazione in soggetti *for profit*, spesso quotati sul loro stesso listino. L'idea è che emergesse un soggetto privato che, come anticipato da Rossi, provvedesse a consolidare le informazioni: ciò non è avvenuto. Forse in industrie caratterizzate da economie di scala e di scopo si dovrebbe riflettere se da questa trasformazione ne sono derivati benefici per i risparmiatori finali visto che i bilanci delle borse (e delle strutture di *post trading*) sono

⁶ La Scalata del mercato, pp. 37-38.

(anche se in misura minore per le borse sempre più imprese che vendono informazioni e indici) composti da *fees* che sono traslate sugli investitori (*trading fees*) o sugli azionisti (*listing fees*). Nel caso poi delle strutture di *post trading* (in molti casi *for profit companies*) esiste poi un rischio sistemico che implicitamente richiede un *back stop* pubblico.

Ma allora *cui prodest* questa struttura dell'industria? È interessante notare, come era riflesso del resto nel pensiero di Rossi, padre della legge antitrust, come sempre più le nuove discipline europee (Mifid, CRA, EMIR, Audit) regolino o deleghino i *securities regulator* a disegnare indirettamente la struttura del mercato e il grado di concentrazione ottimale. D'altra parte anche il Tuf affida alla Consob tra l'altro la salvaguardia della posizione competitiva del mercato nazionale.

Tutto questo, senza considerare che l'avvento della *blockchain* potrebbe spazzare via le attuali infrastrutture di mercato come le conosciamo oggi.

Trasparenza dell'Autorità

Un ultimo cenno sulla trasparenza dell'autorità. La relazione annuale della Consob di Rossi fu la prima a dedicare un capitolo al funzionamento della Consob, alle risorse, alla trasparenza delle spese, in una forma di *accountability* che si sostanziò anche in molte audizioni in Parlamento.

Rossi ricorda come le commissioni di vigilanza sul mercato borsistico esercitano, sia pure in misura affievolita i tre fondamentali poteri dello Stato: legislativo, esecutivo e giudiziario, di cui solo l'esecutivo, o se si vuole l'amministrativo, sarebbe pieno e diretto mentre gli altri due più correttamente dovrebbero qualificarsi come quasi-legislativo e quasi giudiziario.

Il valore e il significato delle sanzioni deve avere un contenuto etico ancor più che giuridico, poiché dall'applicazione di tali sanzioni dovrà essere più temibile la notorietà che di esse necessariamente si dovrà dare al pubblico dei risparmiatori, piuttosto che non la loro effettiva consistenza economica o personale denuncia.

Ed è proprio l'importanza della sanzione reputazionale che porta Rossi a preferire alle società di "colpa", le società "di vergogna" nelle quali ai membri del gruppo più che imporre divieti si propongono modelli positivi di comportamento; nelle quali solo chi si adegua al codice sociale proposto gode della pubblica stima e nelle quali la perdita di tale pubblica stima (una sorta di moderna infamia) è sanzione così forte da comportare di fatto l'esclusione dell'indegno dal gruppo).⁷

⁷ Trasparenze e vergogna, pag. 215.

Rossi sottolinea anche il ruolo della Consob da un lato come *amicus curiae* e dall'altro come guida del mercato attraverso raccomandazioni non vincolanti, e la necessità di un dialogo con Parlamento, con l'esecutivo e con la magistratura sia civile che penale, con la stampa.

Una Consob che ora, a differenza dei tempi di Rossi, è integralmente finanziata dal mercato e che quindi deve nella distinzione dei ruoli interagire con esso. A breve sarà nominato il Comitato degli Operatori che coinvolge rappresentanti dei risparmiatori, dei soggetti vigilati e accademici. Ascolteremo tutte le opinioni e proposte senza preconcetti. Ci aspettiamo molto da questa iniziativa.

Rispetto al passato naturalmente l'attività regolamentare della Consob è diminuita perchè sempre più la normativa primaria e secondaria, anche di estremo dettaglio è di fonte comunitaria. Eppure già Rossi 35 anni fa poneva grande attenzione anche alla fase ascendente della regolazione europea e diceva che la Consob non può assumere una posizione puramente passiva di fronte alle molteplici iniziative allo studio o in fase di realizzazione ma deve avere un ruolo propulsivo di idee e persone nei forum internazionali.

In conclusione auspico che i lavori di oggi portino ancora più luce sui temi dell'informazione e della trasparenza tanto cari a Guido Rossi e fondamentali per la Consob. L'informazione resta centrale se corretta, comprensibile, fruibile, tempestiva, completa e sintetica allo stesso tempo.

Il caleidoscopio fornisce immagini simmetriche, multiple, che mutano in modo imprevedibile, velocissimo e variabilissimo in ogni momento. Forse Rossi avrebbe detto oggi che dobbiamo invece fare in modo di tornare alla radice del caleidoscopio: vedere bello e soprattutto vero.