

Articolo di Mauro BUSSANI

## *Gli Agenti Irresponsabili*

***Che cosa sono e come funzionano i censori del credito, protagonisti dello psicodramma finanziario ed economico in corso. Attori autoreferenziali e intangibili, trincerati dietro il criterio della “reputazione”. Attori autoreferenziali e intangibili, ben protetti dalle regole correnti negli Usa e in Europa.***

1. Il problema dell'indipendenza e dei conflitti di interesse delle agenzie di rating (Credit Rating Agencies, Cra) non è nuovo. Si tratta di questioni da tempo centrali in vista della credibilità e dell'affidabilità delle informazioni confezionate dalle stesse agenzie. Questioni acute dal dato per cui la maggior parte dei ricavi delle agenzie proviene dai compensi degli stessi emittenti cui esse hanno assegnato un rating, mentre introiti assai minori derivano dalle analisi commissionate dagli investitori<sup>1</sup>.

È però solo allo scatenarsi della crisi finanziaria che le agenzie hanno cominciato ad essere bersaglio di critiche incisive e diffuse. Il dibattito ha posto l'enfasi per un verso sul rischio, cui troppo spesso le agenzie si espongono, di compromettere la qualità delle proprie prestazioni, nella prospettiva di conquistare o difendere quote di mercato<sup>2</sup>. Per altro verso, gli strali si sono appuntati sui ritardi nell'adattare i rating alle concrete condizioni del mercato e delle singole entità valutate<sup>3</sup> (l'esempio più facile e drammatico viene dall'osservazione di come Standard & Poor's abbia abbassato il rating greco da A ad A- alla fine del 2008 e di come l'analogo taglio di Moody's da A2 ad A3 sia avvenuto solo a metà del 2009, senza dire che la stessa Moody's in una nota del 29 aprile 2010 definiva il rischio di default greco «negligible»<sup>4</sup>).

2. Oggi è chiaro ai più come le radici dei fenomeni criticati si ritrovino nel fallimento del regime giuridico che regola le agenzie. Il punto è però che il diritto ha fallito non perché assente, ma a causa delle sue lacune – e a causa di chi quelle lacune ha saputo custodire<sup>5</sup>.

Negli Stati Uniti, col Credit Rating Agency Reform Act del 2006<sup>6</sup> e, nel 2010, col Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act<sup>7</sup> si è tentato di promuovere trasparenza, responsabilità e concorrenza nel mercato delle Cra a beneficio degli investitori<sup>8</sup>. Sebbene sia noto come tale approccio regolatorio non abbia impedito alle agenzie, prima e durante la crisi, di esercitare in maniera distorta il proprio ruolo, l'Unione Europea ne ha seguito pianamente il modello, con un regolamento adottato nel 2009 ed emendato nel 2011<sup>9</sup>. Gli orientamenti esplicitati da entrambi i regolatori – quello statunitense e quello europeo (così come quello proprio all'International Organization of Securities Commissions – Iosco, nel suo riformato Code of Conduct<sup>10</sup>) – si accontentano di porre l'attenzione sulla concorrenzialità del mercato del rating<sup>11</sup>, sulla trasparenza dei processi di rating, sui conflitti di interesse e sulla possibilità di imporre sanzioni amministrative o di esercitare altrimenti poteri coercitivi sulle Cra (poteri destinati ad esercitarsi, in qualche caso, con un significativo grado di discrezionalità<sup>12</sup>). L'assunto implicito in questi approcci è che il valore economico di

un'agenzia di rating derivi dalla sua reputazione e che il rischio di perdere quest'ultima, in una col controllo amministrativo esercitato sulle agenzie, rappresenti la giusta combinazione di incentivi all'emissione di rating di «alta qualità»<sup>13</sup>.

Secondo questa scuola di pensiero – cui, senza sorpresa, le agenzie aderiscono pienamente<sup>14</sup> – il fattore reputazione offre un incentivo sufficiente al perseguimento della qualità del rating: se gli investitori giudicano bassa la qualità dei voti essi cesseranno di commissionare alle agenzie valutazioni (o di adottarne gli esiti come determinanti delle proprie scelte) e l'incombere di questo pericolo basterebbe da sé a scoraggiare comportamenti impropri da parte delle stesse agenzie<sup>15</sup>. In tale prospettiva, il ruolo dei *law-makers* dovrebbe limitarsi a quello di chi fornisce il quadro normativo volto a correggere eventuali distorsioni del mercato, lasciando per converso fluire autonomamente il meccanismo della reputazione. Questo è il motivo per il quale i legislatori transoceanici non hanno fino ad oggi mostrato interesse a un cambiamento radicale della struttura degli incentivi sotto i quali l'industria del rating opera. Nella misura in cui la (perdita di) reputazione agisce come deterrente ottimale contro prestazioni inadeguate, la responsabilità civile o gli altri rimedi giuridici operanti *ex post* non sono giudicati come strumenti appropriati al corretto funzionamento del mercato<sup>16</sup>.

Ancora una volta il credo ultimo è quello per cui il mercato può sempre governarsi da sé. Sfortunatamente la realtà viaggia distante da questa rotta.

3. La quantità di strada che separa la realtà dalle idee che sorreggono le regolazioni fin qui adottate può essere colta attraverso le seguenti unità di misura.

In primo luogo, come è (o dovrebbe essere) ben noto, «la mera esistenza di molti concorrenti non garantisce la qualità fintantoché non esista uno strumento legale grazie al quale i notificatori di alta qualità siano beneficiati e quelli di scarsa qualità abbiano a soffrirne»<sup>17</sup>. Secondariamente, enfatizzare la perdita di reputazione come meccanismo *per se* idoneo ai fini di deterrenza e sanzione implica: a) disinteressarsi delle vittime dei danni arrecati dalle agenzie; b) impedirsi di valorizzare adeguatamente l'attivazione di strumenti di controllo giuridico decentrato sulle attività delle agenzie, così finendo inevitabilmente per scaricare sullo Stato (e quindi sui contribuenti tutti) il ruolo di salvatore di ultima istanza dalle crisi sistemiche che quegli stessi danni contribuiscono e hanno contribuito a innescare. Il che significa semplicemente autorizzare una diretta e sproporzionata correlazione tra profitti privati e costi pubblici.

Ma non è tutto. Come è stato sottolineato, pur se le agenzie di rating «si considerano destinate a vivere per un lungo periodo di tempo (condizione necessaria perché la reputazione agisca da freno contro comportamenti opportunistici e impropri), funzionari e manager delle agenzie di rating possono esserci oggi e sparire domani»<sup>18</sup>. Oltre a ciò, vi è sempre il rischio che ogni smagliatura alla reputazione delle agenzie finisca per essere contrastata e appianata, nel discorso pubblico così come nei circuiti professionali, dalle forze interessate a sostenere comunque il buon nome delle Cra. Si potrà trattare dei soggetti mal valutati (perché il rating era troppo generoso), o degli altri soggetti sottoposti a valutazione e timorosi che l'adeguatezza del proprio rating possa essere messa in discussione dalla caduta di prestigio del valutante; oppure si potrà trattare delle schiere di professionisti che lavorano (o aspirano a lavorare) per l'industria del rating e il suo indotto. Insomma, i fattori reputazionali non possono essere considerati, in sé e per sé, come uno scudo effettivo, o pure significativo, né nei riguardi dei potenziali conflitti di interesse, né – soprattutto – nei confronti delle vittime dei danni economici causati dalle stesse agenzie<sup>19</sup>.

Se queste sono le ragioni per le quali i modelli attuali di regolamentazione non

paiono adatti ad affrontare il problema della qualità e dell'affidabilità del rating, la critica più acuminata da rivolgere alle normative statunitense ed europea è ancora un'altra: esse abbondano di obiettivi pretenziosi, che risultano privi di qualsiasi realistico supporto coercitivo, inteso come strumentario di rimedi facilmente ed effettivamente disponibile agli operatori di mercato.

4. Finché i costi delle analisi indipendenti del credito rimarranno molto elevati, nessuno può attendersi che gli investitori cessino di fare affidamento sulle agenzie di rating<sup>20</sup>. Di qui nasce l'implicita visione delle agenzie come fornitrici di un pubblico servizio, visione che in effetti sottende la scelta statunitense ed europea a favore di una sorveglianza centralizzata, e di natura amministrativa, sulle Cra. Il profilo promettente di quest'idea è il bilanciamento perseguito fra le esigenze del mercato e la necessità che sui poteri *de facto* regolatori attribuiti dallo stesso mercato alle agenzie venga esercitato un controllo a livello nazionale o regionale. Il lato oscuro si ritrova invece nell'assenza di un disegno, parallelo al primo, che consenta agli attori sul mercato di esercitare, attraverso azioni risarcitorie volte a ripianare i danni arrecati dalle agenzie, un controllo decentrato sulle attività di queste ultime.

Un approccio normativo del genere è a dir poco sorprendente, specie se si considera che, sul fronte giudiziale, le agenzie di rating sono state dappertutto – e fino ad oggi – sostanzialmente immuni da ogni tipo di responsabilità. In Europa, non esiste alcun filone giurisprudenziale di ampia portata volto ad affermare la (o almeno a tipizzare figure di) responsabilità a carico delle agenzie<sup>21</sup>. Il che può spiegarsi con la presenza ricorrente di ostacoli tecnici (dalle difficoltà di superare massicci scogli probatori alla scarsa diffusione di strumenti – quali le *class actions*, o i patti di «quota lite» fra il danneggiato e i suoi legali – in grado di ovviare all'alto costo di procedimenti del genere); o con le strette relazioni intercorrenti fra la rete delle agenzie e dei soggetti valutati e l'élite della professione forense (ossia gli avvocati in grado di affrontare le sofisticate technicalità chiamate in gioco da questo genere di azioni risarcitorie). Le Corti Usa, grazie soprattutto all'ombrello aperto dal Primo Emendamento (che protegge la libertà di espressione)<sup>22</sup>, sono state incapaci di riconoscere il potere regolatorio esercitato dalle agenzie sul mercato, parificando i rating alla manifestazione di libere opinioni<sup>23</sup> e finendo, conseguentemente, per sanzionare queste ultime solo a fronte del riscontro che esse avevano causato il danno intenzionalmente. In altri termini, per risultare vittorioso un attore in giudizio deve allegare fatti che provino lo specifico intento dell'agenzia di ingannarlo<sup>24</sup> – prova comunque, e sotto ogni cielo giuridico, assai ardua da offrire, e ancor più impervia in questo settore, dove l'attore estraneo all'industria del rating può assai difficilmente entrare in possesso della mole di informazioni necessarie all'affermazione della responsabilità delle agenzie a titolo di dolo<sup>25</sup>. Situazione, quest'ultima, che non è destinata a mutare – è bene sottolinearlo – col Dodd-Frank Act. La sua Sec. 933, alla lettera (b) chiede difatti all'attore di dimostrare «fatti circostanziati da cui si possa inferire con precisione» che le agenzie hanno mancato ai loro doveri consapevolmente (*knowingly*), o *recklessly*, ossia con evidente indifferenza al rischio di danno derivante all'attore. Insomma, tecnicismi a parte, quanto è certo è che l'inclinazione della salita verso la vittoria in giudizio non è stata sostanzialmente alterata a favore degli attori.

Eppure, nessuno – fatta eccezione per le agenzie di rating – può contestare che la responsabilità civile offre d'abitudine incentivi efficaci a impedire o a prevenire condotte socialmente inaccettabili, specialmente quando, come nel nostro caso: a) su tali condotte non esiste una possibilità di effettivo controllo *ex ante* da parte dei potenziali danneggiati<sup>26</sup>; e b) i costi sociali prodotti da quelle stesse condotte possono di gran lunga

superare i benefici aggregati da esse generati<sup>27</sup>.

Certo, non inventa nulla chi rileva come la minaccia di azioni risarcitorie potrebbe porre sotto pressione le agenzie di rating, inducendole a valutazioni conservative e burocratiche, ossia solo formalmente impeccabili. Né è infondata la possibilità che un utilizzo avventuroso del rimedio possa indurre investitori malaccorti a tentare di trasferire i costi delle proprie scelte sulle agenzie<sup>28</sup>. È altrettanto vero, però, che nel mondo reale alle agenzie non mancano vie e strumenti per contrastare ogni asserzione infondata di responsabilità. Il caso può essere, ad esempio, che gli investitori «o per ignoranza o per la carente gestione interna e del rischio, si siano eccessivamente fidati dei rating del credito, ponendo scarsa attenzione ai rischi connessi agli strumenti finanziari da loro acquistati, venduti e in alcuni casi persino prodotti»<sup>29</sup>. Il caso può essere che i soggetti valutati abbiano fornito alle agenzie dati inaccurati su cui fondare il rating. Tutte ipotesi, comunque, in cui la prova difensiva spettante alle agenzie resta assai più agevole da produrre di quanto possa essere oggi per l'attore la prova della *recklessness* o dell'intenzione di nuocere in capo alle stesse agenzie.

Il punto resta che svincolare le agenzie di rating da ogni responsabilità (che andrebbe ovviamente costruita su scala globale, e non dipendente da recinti normativi nazionali o regionali<sup>30</sup>) consente a un enorme ammontare di denaro di trovarsi indebitamente nelle tasche di agenzie che hanno operato in maniera scorretta, anziché in quelle dei soggetti che ne sono stati danneggiati. Il che non solo riduce la funzione di deterrenza che dovrebbe essere propria alle normative di controllo, ma permette alle agenzie di non internalizzare quei costi sociali che esse stesse producono.

Chi può seriamente continuare a pensare o accettare che per coloro i quali contribuiscono a cagionare enormi perdite, pubbliche e private, la sanzione più severa possa essere la fuoriuscita dal mercato? Dalla risposta al quesito dipendono le aspettative e gli interessi delle economie nazionali e degli investitori di tutto il mondo.

1. W.H. BUTTER, «Lessons from the 2007 Financial Crisis», *Cepr Policy Insight*, n. 18, dicembre 2007, pp. 3 ss.; M. RICHTER, *Die Verwendung von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarktes*, Frankfurt a.M. 2008, Lang, p. 72; N. VÉRON, *Rating Agencies: An Information Privilege*, Bruegel Policy Contribution, 1, 2009, pp. 2 ss.; da noi, G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna 2009, il Mulino.

2. *The Financial Crisis Inquiry Report*, The Financial Crisis Inquiry Commission, Official Government Edition, gennaio 2011, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., passim; L.J. WHITE, «Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation is a Better Response», *Journal of International Banking Law & Regulation*, 25, 4, 2010, pp. 170 ss.; J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly*, settembre 2010, [ssrn.com/abstract=1650802](http://ssrn.com/abstract=1650802), pp. 2 ss.; F. PARTNOY, «Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective», *Journal of International Banking Law & Regulation*, 25, 4, 2010; e, fra gli altri, P. DEB, M. MANNING, G. MURPHY, A. PENALVER, A. TOTH, «Whither the Credit Ratings Industry?», *Bank of England Financial Stability Paper*, n. 9, marzo 2011, [www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/fs\\_paper09.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/fs_paper09.pdf), pp. 1, 8-12.

3. M. GÄRTNER, B. GRIESBACH, F. JUNG, *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, University of St. Gallen Law School, Law and Economics Research Paper Series, aprile 2011, [ssrn.com/abstract=1816582](http://ssrn.com/abstract=1816582).

4. Si veda, per esempio: [blogs.ft.com/money-supply/tag/ratings/page/3/#axzz1byGi9Qf6](http://blogs.ft.com/money-supply/tag/ratings/page/3/#axzz1byGi9Qf6)

5. Si veda, anche a proposito delle determinanti della crisi finanziaria in corso, M. BUSSANI, *Il diritto dell'Occidente. Geopolitica delle regole globali*, Torino 2010, Einaudi, pp. 73 ss.

6. Public Law 109-291.

7. Public Law 111-203. Si veda in particolare le Sec.s 931-932 e 934-939H.

8. Per una valutazione storica delle regole statunitensi, B.J. KORMOS, «Quis custodiet ipsos custodes? Revisiting Rating Agency Regulation», *LiveJournal Business*, 4, 2008, pp. 569, 573 ss.

9. Regulation (EC) No. 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on Credit Rating Agencies, as amended by the Regulation (EU) No. 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011, and by the Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers. Si veda in particolare, Title III («Surveillance of credit rating activities»), Chapter I («Registration procedure») e Chapter II («Supervision by Esma»); e Title IV («Penalties, committee procedure, reporting and transitional and final provisions»), Chapter I («Penalties, fines, periodic penalty payments, committee procedure, delegated powers and reporting»). Per una messa a confronto delle regolazioni sulle due sponde dell'Atlantico, J.C. COFFEE JR., *op. cit.*, pp. 18 ss.

10. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, International Organization of Securities Commissions,

maggio 2008, [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD271.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD271.pdf).

11. Obiettivo coltivato con indifferenza rispetto al dato per cui «più sono le agenzie presenti sul mercato più aumenta l'incentivo degli emittenti a utilizzare l'agenzia disposta ad assegnare un rating più elevato – cosiddetto rating shopping». Così, *e multis*, Vittorio Conti, presidente vicario Consob, nel corso della sua audizione davanti alla commissione Finanze della Camera sulla «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating COM(2010)289», 23/9/2010, a [www.astrid-online.it/Regolazioni/Documenti/Audizione-Conti-V\\_Consob\\_Cam\\_VI-Comm\\_23\\_09\\_10.pdf](http://www.astrid-online.it/Regolazioni/Documenti/Audizione-Conti-V_Consob_Cam_VI-Comm_23_09_10.pdf), 3

12. Si veda per esempio il Securities Exchange Act del 1934, Section 15E (d) (15 U.S.C.A. 78o-7) come modificato dalla Sec. 932 (a) (3) del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, che autorizza la Security and Exchange Commission a sospendere o revocare la registrazione di una Nrsro solo se «the Commission finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that the nationally recognized statistical rating organization does not have adequate financial and managerial resources to consistently produce credit ratings with integrity», lasciando comunque libera la Sec di considerare «(i) whether the nationally recognized statistical rating organization has failed over a sustained period of time, as determined by the Commission, to produce ratings that are accurate for that class or subclass of securities; and (ii) such other factors as the Commission may determine».

13. J.P. HUNT, «Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement», *The Global Business Law Review*, 109, 2009, pp. 128-129.

14. Si vedano le trascrizioni delle udienze (dei dirigenti di tre delle più grandi agenzie di rating: Standard & Poor's, Moody's Corporation, and Fitch Ratings) del 22/10/2008, davanti al Committee on Oversight and Government Reform, intitolato «Credit Rating Agencies and the Financial Crisis», [oversight.house.gov/story.asp?ID=2250](http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250)

15. J.P. HUNT, *op. cit.*, p. 113; S.L. SCHWARCZ, «Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox», *University of Illinois Law Review*, 2002, pp. 1 ss.; ma si veda anche Y. LISTOKIN, B. TAIBLESON, «If You Misrate, then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation», *The Yale Journal on Regulation*, 27, 2010, p. 91.

16. F. PARTNOY, «The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies», *Washington University Law Quarterly*, 77, 1999, p. 619.17. J.P. HUNT, *op. cit.*, 138.

18. W.H. BUTTER, *op. cit.*, p. 6. (nostra traduzione).

19. J. DE HAAN, F. AMTENBRINK, *Credit Rating Agencies*, gennaio 2011, [ssrn.com/abstract=1760951](http://ssrn.com/abstract=1760951), pp. 11-12; T. WANG, *Can Reputation Concerns Always Discipline Credit Rating Agencies? Evidence from Corporate Bond Issuance Ratings*, maggio 2011, [ssrn.com/abstract=1784537](http://ssrn.com/abstract=1784537); J. MANNS, «Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability», *North Carolina Law Review*, 87, 2009, pp. 1011, 1048 ss. (2009); P.B. OH, «Gatekeeping», *The Journal of Corporation Law*, 29, 2004, pp. 735, 752: «*In the longrun, reputational intermediaries will commit fraud if the risk is acceptable either for the firm or its agents*».

20. J.C. COFFEE Jr., *op. cit.*, pp. 4 s.; S.L. SCHWARCZ, «Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown», *The Minnesota Law Review*, 93, 2008, pp. 373, 405; ma si veda anche il Rapporto del Financial Stability Board, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27/10/2010, [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf); e infra, nota 25.

21. Si veda U. BLAUROCK, «Control and Responsibility of Credit Rating Agencies», *Electronic Journal of Comparative Law*, 11, 2007, pp. 1 ss. Si veda ora la legge francese n. 2010-1249, del 22 ottobre 2010, il cui art. 10, I, inserisce al Chapitre IV, Titre IV, Livre V del Code monétaire et financier, gli artt. L. 544-45 (« Les agences de notation de crédit mentionnées (...) engageant leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n. 1060/2009. (...) Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n. 1060/2009 (...) alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit»); e L. 544-6 («Les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit (...) sont interdites et réputées non écrites »). Si veda altresì l'apertura al tema della responsabilità civile delle agenzie operata dalla Commissione Europea (mentre questo scritto era in bozza) nella « Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies », a: [ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/COM\\_2011\\_747\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_en.pdf). Si v. in partic. il n. 20, che largamente riprende, seppure collocandole a livello regionale, le proposte avanzate da chi scrive in *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue*, 2011, [ssrn.com/abstract=1515285](http://ssrn.com/abstract=1515285).

22. Sul punto si veda, per tutti, L. FREEMAN, «Who's Guarding the Gate? Credit Rating Agency Liability as "Control Person" in the Subprime Credit Crisis», *Vermont Law Review*, 33, 2009, pp. 585, 598 s.

23. A. UNTERMAN, «Exporting Risk: Global Implications of the Securitization of US Housing Debt», *Hastings Business Law Journal*, 4, 2008, pp. 77, 107, [works.bepress.com/aaron\\_unterman/1/](http://works.bepress.com/aaron_unterman/1/); F. PARTNOY, Rethinking Regulation of Credit-Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, pp. 188, 196 s.

24. J.P. HUNT, *op. cit.*, p. 193.; J.C. COFFEE Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford 2006, Oxford University Press, p. 298.

25. In questo panorama sembra paradossale che dal dibattito emergano le proposte di sanzioni (non per le agenzie *ill-performing*, ma) per gli utenti del mercato che abbiano fatto affidamento sui rating delle agenzie. Si veda l'High-Level Group on Financial Supervision nell'Ue (il gruppo de Larosière), Report, Brussels, febbraio 2009, [ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf), 32 («investors and in particular asset managers must not rely (as has too often been the case) on credit rating agencies assessments; they must exercise informed judgment; penalties should be enforced by supervisors when this is not applied»); oppure la Financial Services Authority, DP09/2: *A regulatory response to the global banking crisis*, marzo 2009, [www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09\\_02.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09_02.pdf), 172 («FSA expects a penalty clause, such as that proposed, to discourage sole reliance on CRAs' ratings»). Si veda anche il regolamento europeo 1060/2009, cit., Cons. 10: «Coloro che utilizzano i

rating del credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali rating».

26. Il «*persistent mismatch between demand and supply of accountability*» per le agenzie di rating è messo in luce, per esempio, da D. KERWER, «*Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*», *International Journal of Policy, Administration and Institutions*, 18, 2005, pp. 453, 455; E. CERVONE, *Credit Rating Agencies: Do We Need Draconian Oversight?*, settembre 2010, [www.eale2010.eu/ocs/index.php/EALE/2010/paper/viewFile/271/168](http://www.eale2010.eu/ocs/index.php/EALE/2010/paper/viewFile/271/168), spec. pp. 24 ss.

27. Sui danni meramente patrimoniali come costi sociali, F. PARISI, «*Liability for pure financial loss: revisiting the economic foundations of a legal doctrine*», in M. BUSSANI, V. PALMER (a cura di), *Pure Economic Loss in Europe*, Cambridge (U.K.), Cambridge University Press, 2003, pp. 75, 78 ss. Si veda anche S.L. SCHWARCZ, *op. cit.*, p. 406: «*[B]ecause the benefits of exploiting finite capital resources accrue to individual market participants whereas the costs of exploitation are distributed among an even wider class of persons, market participants have insufficient incentive to internalize their externalities*».

28. U. BLAUROCK, *op. cit.*, p. 22.

29. *Consultation Report. The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, International Organization of Securities Commissions (Iosco), 2008, [www.treasurers.org/node/3137](http://www.treasurers.org/node/3137), p. 6.

30. Come è invece divisato dalla Proposta della Commissione UE di cui sopra, alla nota 21. Per approfondimenti ulteriori, M. BUSSANI, *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue*, 2011, [ssrn.com/abstract=1515285](http://ssrn.com/abstract=1515285).