

1 giugno 2012

L'incontrollato potere delle agenzie di rating

di Cesare Pinelli

Ordinario di Diritto pubblico - Università "La Sapienza" di Roma

ABSTRACT Il tema delle agenzie di rating è scarsamente considerato dai giuristi, e in particolare dai costituzionalisti, nonostante il potere incontrollato che queste agenzie esercitano sul mercato finanziario globale e le conseguenti sfide sul piano del rispetto dei principi di trasparenza e responsabilità. Dopo aver esaminato le principali visioni fornite in sede scientifica delle funzioni delle agenzie, quella imperniata sulla reputazione conquistata dalle agenzie sul mercato e l'altra viceversa volta a valorizzare i poteri di certificazione ad esse attribuiti dalla normativa americana ed europea, l'A. mira a dimostrare che la seconda riesce a cogliere il ruolo delle agenzie nel mercato globale, compreso il potere di valutare i debiti sovrani. Infine l'A. si sofferma sulle recenti riforme statunitensi ed europee del rating, nell'intento di sottolineare la loro scarsa capacità di modificare le regole fondamentali che governano il settore. The issue of the credit rating agencies is scarcely considered from legal scholars, and from constitutionalists particularly, in spite of the unchecked power of such agencies in the global financial market and of the related challenges that it poses on the ground of the principles of accountability and transparency. After having examined the main theoretical accounts of the rating agencies' functions, namely the 'reputational capital' and the 'regulatory license' views, the author seeks to demonstrate that the latter captures the role played by the agencies in the financial market, including their power of evaluating the sovereign debts. Finally, the author affords a brief picture of the recent US and EU reforms of the rating, with a view to outline their inadequacy in changing the basic rules governing the whole process of rating.

1. Perché vale la pena di occuparsi del tema. 2. Funzioni delle agenzie di *rating*. 3. Finzione e realtà delle agenzie nella giurisprudenza delle corti americane. 4. I *ratings* sui debiti sovrani e la normativa europea. 5. Le riforme del *rating* dopo la crisi dei derivati. 6. Il perdurante potere delle agenzie nell'eurozona. 7. Le locuste di Tony Judt.

1. La mia percezione del potere delle agenzie di *rating* è stata sicuramente tardiva. Me ne sono accorto il 13 gennaio 2012, quando *Standard&Poor* ha declassato di due punti il debito dell'Italia, insieme a quello di altri cinque Stati europei, e di un punto il debito della Francia. La notizia veniva accompagnata

da altre che mi hanno fatto saltare sulla sedia: che secondo voci accreditate il declassamento di due punti di quei sei Stati sarebbe stato deciso per “colpire” il settimo, la Francia; che una nota del governo degli Stati Uniti considerava il declassamento “una decisione sbagliata”; che il Presidente della BCE riteneva opportuno “imparare a vivere senza le agenzie di *rating*”; che il Vicepresidente della Commissione europea dichiarava che le agenzie di *rating* non sono istituzioni imparziali ma perseguono gli interessi del capitalismo finanziario americano.

E’ folle, mi sono detto, che una società privata persegua l’obiettivo di “colpire” un qualunque Paese, come lo è il trattamento da essa riservato all’Italia, che nei mesi precedenti aveva fatto l’impossibile per “mettere in regola” i propri conti nonostante si trovasse già in fase recessiva. Lo confermavano le reazioni delle autorità citate, che però rivelavano anche, così, quanto poco si fossero spese (o potessero spendersi?) per evitare follie simili dopo il 15 settembre 2008, quando era fallita la banca *Lehman Brothers* nonostante alcuni suoi prodotti, proprio i derivati e i fondi, fossero valutati con la tripla A, al pari dei *Bund* tedeschi.

Come era possibile che nel frattempo le maggiori agenzie di *rating* (attualmente tre, controllate da grandi investitori finanziari americani (*Standard&Poor* e *Moody’s*) o francesi (*Fitch*)) non avessero perduto la loro reputazione sugli stessi mercati finanziari? E a quali responsabilità potevano dirsi assoggettati, in sede internazionale o sovranazionale, soggetti che potevano permettersi qualsiasi giudizio, e nello stesso tempo continuare così a strutturare comportamenti e aspettative tali da incidere così fortemente sulle finanze degli Stati?

Incasellate nei tradizionali ambiti disciplinari, la prima questione dovrebbe dirsi di pertinenza del diritto dei mercati finanziari, mentre l’altra, coinvolgendo il principio di corrispondenza fra potere e responsabilità, sarebbe questione di diritto costituzionale. Ma ognuno comprende quanto siano reciprocamente connesse; e la connessione è un aspetto del più ampio problema di una finanza globale non regolata sul piano internazionale, disancorata dall’economia reale, e nello stesso tempo capace di incidere enormemente sul benessere collettivo e sulla convivenza democratica^[1].

2. Le agenzie di *rating* sono società di diritto privato, nate un secolo fa negli ambienti del giornalismo finanziario degli Stati Uniti per risolvere il problema dell’asimmetria informativa che si produce nei mercati fra emittenti dei titoli di debito, privato e pubblico, e investitori: questi ultimi non sono in grado da soli di conoscere la solidità finanziaria degli emittenti se non a costi molto elevati, e hanno dunque bisogno di qualcuno che li rifornisca delle informazioni di cui hanno bisogno. Le agenzie di *rating* devono conseguentemente essere non solo specializzate allo scopo, ma soprattutto credibili; e a finanziarle provvederanno gli stessi investitori.

Questa descrizione delle funzioni delle agenzie di *rating* si basa sulla teoria “reputazionale”, che però appare incapace di spiegare episodi come quelli raccontati all’inizio. Infatti c’è dell’altro, che tale teoria finisce, consapevolmente o meno, col mettere in ombra.

In sede scientifica il punto di svolta va fatto risalire a un lungo saggio del 1999 di Frank Partnoy^[2], nel quale la teoria reputazionale veniva per la prima volta contestata sulla base di elementi difficilmente confutabili, e che a dire il vero avrebbero dovuto essere da tempo presenti perlomeno in sede scientifica. Semplicemente, Partnoy “scopriva” che dopo la crisi del ’29, e soprattutto a partire dagli anni Settanta dello scorso secolo, le agenzie di *rating* erano state investite dalla legislazione americana e dalle *rules* della *Securities and Exchanges Commission* (SEC), equivalente della nostra CONSOB, del compito di certificare tramite il loro *rating* la sussistenza dei requisiti minimi di capitale connessi alla qualità dei

titoli degli emittenti, con l'ulteriore e fondamentale specificazione che le agenzie abilitate allo scopo erano solo le *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO), così qualificate in base a un generico e discrezionale riconoscimento di una serie di indici (quali struttura organizzativa, situazione finanziaria, dimensioni e professionalità del personale), che ha portato a un immediata acquisizione di tale status da parte delle tre agenzie citate all'inizio. Da allora, sono gli emittenti dei titoli e non gli investitori ad acquistarne i servizi, per cui si può dire che le agenzie di *rating* vendono agli emittenti le “*regulatory licences*”, ossia “il diritto” di conformarsi ai requisiti fissati nelle *regulations*: sarebbe questo ad averle rese “eccezionalmente potenti”, non certo il fatto di aver mantenuto una buona reputazione grazie al contenuto informativo dei loro *ratings*[3]. Poiché Portnoy scriveva dopo che il ricorso massiccio ai derivati si era già verificato anche grazie alla pressione delle agenzie di *rating*, si comprende la sua ammonizione finale a considerare i *ratings* del credito “un eccellente esempio di come *non* privatizzare una funzione di regolazione”[4].

Sulla base della legislazione rimasta a lungo in vigore (come vedremo, non solo negli Stati Uniti), le agenzie distribuiscono dunque giudizi positivi o negativi a seconda dei propri interessi nelle società che dovrebbero valutare. Il conflitto di interessi, uno dei maggiori e più evidenti fra quelli che affliggono i mercati finanziari[5], è dunque una conseguenza strutturale della rinuncia alla regolazione. Ma la trasformazione delle funzioni delle agenzie di *rating* intervenuta negli Stati Uniti negli anni Settanta ha provocato ulteriori effetti, così da spiegare come queste siano investite del compito di attestare la solidità dei titoli emessi dagli Stati senza dover rispondere del loro operato.

3. Il tema delle agenzie di *rating* è stato a lungo trascurato dalla dottrina[6], con la conseguenza che la vecchia e, come abbiamo visto, ormai insostenibile, teoria “reputazionale” è rimasta in piedi ben oltre la comparsa del saggio di Portnoy. La circostanza consente in parte di spiegare come mai le corti americane abbiano finora sempre rigettato i ricorsi promossi contro i *ratings* emessi dalle agenzie con l'argomento che si tratta di “opinioni” protette dal I Emendamento[7]. L'argomento, se può reggere sulla base della teoria “reputazionale”, che poteva andar bene quando le agenzie costituivano il braccio operativo della stampa finanziaria, perde ogni consistenza dopo che la legislazione ha investito le agenzie di *rating* del potere che abbiamo sommariamente ricordato[8]. E' vero che l'interpretazione del I Emendamento da parte della Corte Suprema è servito anche in altre fattispecie a coprire col sacro mantello della libertà di espressione forme di straordinario condizionamento dell'esercizio del potere da parte dei privati. Penso al filone giurisprudenziale, che da *Buckley v. Valeo* (1976) a *Citizens United v. Federal Electoral Commission* (2010) giustifica il finanziamento virtualmente illimitato delle campagne elettorali da parte delle grandi *corporations* con la tesi che “*Money is Speech*”. Mentre però in questi casi la giurisprudenza è stata notevolmente contestata, la configurazione dei *ratings* come “opinioni” è rimasta indenne da critiche per parecchio tempo, giovandosi della disattenzione dei giuristi e dell'opinione pubblica qualificata.

Per altro verso, le agenzie di *rating* saranno invece a lungo avvolte da un'immagine di successo, quali protagoniste dell'universo virtuale del “*reality* globalizzante”. Questo “non è la negazione della realtà bensì, all'opposto, il consolidamento realistico dell'immaginario nella percezione collettiva. Come in un gioco di specchi la rifrazione dell'immagine positiva si autoconferma ed influenza, anzi crea, la percezione globale, mediaticamente amplificata di una economia americana solida ed in costante crescita al cui vertice l'incessante galoppata del *Dow Jones*, il principe degli indici, attesta con i numeri la continua ascesa del mercato azionario e conferma la redditività dei capitali investiti”[9].

Finché dura il *reality*, e si cerca di farlo durare il più a lungo possibile con trucchi man mano più raffinati, le agenzie di *rating* non hanno nulla da temere. La scarsa credibilità dei loro *ratings*, attestata

da frequenti scostamenti rispetto allo *spread* dei titoli[10], è infatti più che compensata dal successo dell'economia virtuale. Tantomeno contano episodi di collusione col potere politico, come il fatto che alla fine degli anni Ottanta *Moody's* decida di non modificare il *rating* dell'indebitatissimo Stato di New York dopo un colloquio dei suoi responsabili col Governatore Mario Cuomo[11].

4. Negli ultimi decenni il sistema del *rating* egemonizzato dalle tre maggiori agenzie si è progressivamente allargato al mondo, compresi i debiti sovrani: se nel 1974 esso veniva effettuato solo per Stati Uniti e Canada, nel 1990 ha riguardato 31 Stati, e nel 2007 ne ha coinvolto 113[12].

Ora, nel valutare la solidità creditizia dei titoli finanziari emessi dagli Stati, le agenzie di *rating* operano in segreto e si basano su indici volatili, poiché oltre alla capacità di ripagare il debito, esse considerano il "rischio politico", inteso come "volontà di ripagare il debito"; di converso, la loro conclamata assenza di pregiudizio ideologico è resa implausibile dalle valutazioni di politica economica che sono alla base del *rating*, fondate su un "ortodosso liberalismo" e sull'assunto che i sistemi più aperti al mercato e meglio in grado di garantire i diritti di proprietà sarebbero per ciò stesso meritevoli di *ratings* più elevati[13].

D'altra parte la tesi che i *ratings* si risolverebbero in semplici opinioni, discutibilissima in riferimento all'azione delle agenzie negli Stati Uniti, diventa grottesca in presenza del loro enorme condizionamento sulle decisioni di altri Stati, tanto che gli esponenti delle agenzie sono stati talvolta scambiati per rappresentanti del governo americano[14].

L'enorme espansione dell'area di incidenza delle agenzie non sarebbe stata però possibile senza un fondamento normativo assicurato da soggetti diversi dalle autorità statunitensi. Mi riferisco agli accordi di Basilea e alla normativa dell'Unione europea. L'accordo di Basilea II sui requisiti di capitale delle banche prevede che le banche possano determinare la copertura necessaria all'esposizione al rischio di credito avvalendosi del metodo standard, adottato da banche che non siano in grado di adottare internamente strumenti di valutazione sofisticati per determinare la probabilità di fallimento del prestatore di credito, oppure di metodi di *rating* interni, "di base" o avanzati; ma per le esposizioni derivanti dalle cartolarizzazioni anche le banche in grado di adottare *ratings* interni devono ricorrere a quelli esterni, e proprio gli strumenti finanziari emessi da veicoli societari in sede di cartolarizzazione, che beneficiavano di un *rating* da tripla A, sono stati al centro della crisi della finanza globale del 2007[15]. L'accordo affida il *rating* esterno ad *External Credit Assessment Institutions* (ECAI), riconosciute dall'autorità di vigilanza nazionale, in virtù di criteri e tramite una procedura che tende a mantenere invariata la struttura del mercato del *rating*, sia perché i costi di accesso sono eccessivamente alti per nuovi soggetti, sia perché il sistema consente alle tre agenzie dominanti di esercitare pressioni sulle autorità nazionali per elevare barriere all'ingresso nei confronti di costoro. Né la direttiva 2006/48/CE (*Capital Requirement Directive*), che ha attuato l'accordo di Basilea II nell'ambito dell'Unione europea, ha rimediato alla "situazione circolare" determinata da tale accordo, per la quale un nuovo soggetto richiedente deve essere riconosciuto come ECAI per ottenere una reputazione sul mercato del *rating*, e al tempo stesso, per essere riconosciuto come tale, deve risultare conforme al requisito di credibilità che presuppone la sua presenza nel medesimo mercato[16]. Per giunta, secondo altre direttive, gli strumenti del mercato monetario che non siano negoziati su mercati regolamentati possono essere oggetto di investimento solo se l'emittente, non appartenente ai paesi del Gruppo dei 10, disponga di un *rating investment grade*[17].

5. La crisi della finanza globale non vi sarebbe stata se i derivati non fossero stati creati e venduti, e i derivati non sarebbero stati creati e venduti se le agenzie di *rating* non ne avessero supportato attivamente le fortune[18]. Con la crisi il *reality* ha ceduto posto alla realtà, e l'incontrollato potere delle agenzie di *rating* è venuto finalmente allo scoperto. Ma i pur significativi limiti che i legislatori e le altre autorità statunitensi ed europee hanno posto ad esse, non hanno definito la partita in termini di correttezza delle transazioni e trasparenza dei mercati, né sul piano della corrispondenza fra potere e responsabilità.

Negli Stati Uniti, già il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 aveva specificato le fasi della procedura di riconoscimento delle NRSRO e previsto gli abusi che avrebbero potuto commettere nell'esercizio del *rating*. Ma solo dopo la crisi la SEC ha utilizzato gli spazi discrezionali a sua disposizione nell'ambito della riforma del 2006 per adottare regole molto più stringenti anche in ordine ai casi di conflitto di interessi, e ha soprattutto rimosso l'obbligo, previsto da varie normative, della certificazione tramite il *rating* emesso dalle NRSRO. Infine una legge del 2010 ha abilitato la SEC a individuare i casi in cui sostituire i vincoli di *rating* con standard di diversa natura. Anche se da queste misure si attendono esiti positivi, dall'intensificazione dell'azione di vigilanza a una maggior concorrenza sul mercato delle agenzie, rimangono alcune incognite, sia perché l'obbligo di certificazione non è del tutto scomparso, sia perché si prospettano talora dubbi intorno al rendimento delle misure alternative alla sua abolizione[19].

Nel frattempo il Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 ha predisposto una compiuta disciplina della materia, muovendo, fra gli altri, dai presupposti che “La maggior parte degli Stati membri non regola le attività delle agenzie di *rating* del credito né le condizioni per l'emissione del *rating*. Nonostante la loro notevole importanza per il funzionamento dei mercati finanziari, le agenzie di *rating* del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati” (Considerando 2), e che “E' opinione generale che le agenzie di *rating* del credito non siano state capaci, in primo luogo, di adeguare tempestivamente i loro *rating* al peggioramento delle condizioni del mercato e, in secondo luogo, di adattare per tempo i loro *rating* del credito in seguito all'aggravarsi della crisi del mercato. Il modo migliore per porre rimedio a queste incapacità è adottare misure in materia di conflitti di interesse, qualità del *rating*, trasparenza e governance interna delle agenzie di *rating* del credito, e sorveglianza delle attività delle agenzie di *rating* del credito. 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*” (Considerando 10).

Il Regolamento si ispira in sostanza alla disciplina adottata negli Stati Uniti all'indomani della crisi dei derivati, comprese le limitazioni degli obblighi degli emittenti di ricorrere alla certificazione emessa dalle agenzie di *rating*, ed è ritenuto persino più lungimirante là dove prevede un modello di riconoscimento delle agenzie adeguato a un mercato del *rating* più concorrenziale[20]. Nondimeno, poiché nell'Unione europea non vi sono agenzie di *rating* di dimensioni minimamente paragonabili ai colossi americani, le disposizioni più importanti del Regolamento sono quelle indirizzate “alle agenzie di *rating* di paesi terzi”, con una presa su di esse, si può ipotizzare, corrispondentemente minore. Una seconda differenza con gli Stati Uniti riguarda i *ratings* dei debiti sovrani, i quali non si riferiscono all'Unione ma agli Stati membri, con le conseguenze che avrò modo di sottolineare più avanti.

Il quadro della normativa dell'Unione in materia deve essere integrato con riferimento al Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio (UE) n. 1095/2010, istitutivo dell'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), autorità indipendente chiamata alla vigilanza nel settore degli strumenti

finanziari, e al Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 513/2011, che nel modificare il Regolamento del 2009 sulle agenzie di *rating* del credito ha attribuito all'ESMA il compito della registrazione e della vigilanza delle agenzie di *rating* del credito nell'Unione.

L'ESMA è stata collocata a Londra, con “il valore simbolico aggiunto” costituito dall'indicazione del luogo da dove provengono le regole dei mercati finanziari[21], e il 22 marzo 2012 ha prodotto un primo *Report* sulle agenzie di *rating*, nel quale si avverte un approccio decisamente morbido, in quanto incentrato sugli obblighi di trasparenza, correttezza e affidabilità dei procedimenti di formazione del *rating*[22]. Nel frattempo *Standard&Poor* aveva emesso il verdetto sui debiti sovrani di sette Stati membri dell'Unione che aveva provocato le costernate reazioni delle maggiori autorità europee, da cui ha preso le mosse questo contributo. Qualcosa continua a non tornare.

6. Ha osservato Giuseppe Guarino che a fronte di una disciplina assolutamente rigida, l'euro, l'Unione deve fare i conti con altre discipline flessibili, influenzate dalle decisioni dei governi nazionali, e che in questi interstizi del sistema euro si insinuano quotidianamente gli sguardi e l'azione degli operatori professionali della finanza privata internazionale[23]. Costoro, aggiunge più avanti, dopo aver rinunciato a guadagnare dai derivati dopo la crisi del 2009, si sarebbero spostati sulle valute, trovando terreno fertile nella disciplina costrittiva dell'eurozona, che produce diversi effetti in ragione delle singole condizioni strutturali e finanziarie degli Stati membri e si presta ad operazioni sui rispettivi titoli a lungo termine per via del metro di riferimento vincolante adottato dall'Unione al riguardo, costituito dal divario della quotazione dei titoli a lunga durata del singolo paese rispetto a quelli, più stabili, della Germania[24].

Anche Giuseppe Di Gaspare, che segue un approccio geopolitico incentrato sull'invariante del ruolo egemonico del dollaro negli andamenti della finanza internazionale, parla di “trasferimento del rischio sistemico nell'eurozona”, coinvolgendovi le maggiori agenzie di *rating*, che coi loro rigidi giudizi sui debiti sovrani avrebbero cercato di “rifarsi una reputazione tecnica di rigidi censori e far dimenticare il ruolo ed i clamorosi errori e le responsabilità della truffa sistemica del *moral hazard*”[25]. A suo avviso, “Mettere sotto tiro i debiti pubblici degli stati periferici è una attività bellica a basso costo e con alti ritorni”, come dimostra la parzialità con la quale le agenzie di *rating* concentrano l'attenzione sui debiti delle banche europeo-continentali anziché su quelle angloamericane, e sui debiti sovrani degli Stati membri dell'UE piuttosto che su quelli degli Stati membri della Federazione statunitense, nonché la diversa scelta dei tempi di comunicazione del declassamento del *rating*, retrospettivo nel caso del debito americano, prospettico in quello dei debiti europei[26]. Peraltro, senza un riscontro dei mercati, le valutazioni e i declassamenti delle agenzie non basterebbero a provocare un aumento del costo del debito pubblico: “Le agenzie hanno bisogno della speculazione così come questa ha necessità dei loro *rating*”[27].

7. Come ha scritto Tony Judt, “Gli anni dal 1989 al 2009 sono stati divorati dalle locuste”[28]. E sono ancora tutte lì. Quel che possiamo fare è smontare i meccanismi giuridici e le rappresentazioni virtuali che ne alimentano l'incontrollato potere.

- [1] Per gli studi giuspubblicistici, v. ora G.Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Cedam, Padova, 2011.
- [2] F.Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, n. 3, 1999, 619 ss.
- [3] F.Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?*, cit., 711.
- [4] F.Partnoy, op. e loco cit.
- [5] G.Rossi, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003, 59 ss.
- [6] F.Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur.comm.*, 2010, 121.
- [7] V. diffusamente F.Parmeggiani, *La regolazione*, cit., 146 ss.
- [8] V. anche L.Pianesi, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Riv.trim.dir.pub.*, 2011, 200 ss.
- [9] G.Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., XXI-XXII.
- [10] F.Portnoy, *The Syskel and Ebert of Financial Markets?*, cit., 662 ss.
- [11] F.Portnoy, *The Syskel and Ebert of Financial Markets?*, cit., 662.
- [12] C.M.Bruner, *States, Markets and Gate-Keepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization*, in *Michigan Journal of International Law*, Vol. 30:125, Fall 2008, 135.
- [13] C.M.Bruner, *States, Markets and Gate-Keepers*, cit., 137 ss.
- [14] C.M.Bruner, *States, Markets and Gate-Keepers*, cit., 141.
- [15] Cfr. L.Enriques, "Rating e regolamentazione", Intervento al Convegno dell'Università Bocconi del 3 maggio 2010 su "Mercati, agenzie di rating e regole: per un circolo virtuoso", in www.consob.it, 2.
- [16] F.Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating*, cit., 141 ss.
- [17] Cfr. art. 50 (1) direttiva 2009/56/CE e art. 6 direttiva 2007/16/CE.
- [18] F.Portnoy, "Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis", in Eleventh Annual International Banking Conference, The Federal Reserve Bank of Chicago and the European Central Bank, "Credit Market Turmoil of 2007-08: Implications for Public Policy", in www.law.yale.edu
- [19] C.M.Bruner, *States, Markets, and Gate-Keepers*, cit., 145 ss.; L.Enriques, "Rating e Regolamentazione", 15; F.Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating*, cit., 132 ss.; L.Ammannati, "Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione", Relazione al Convegno AIDA-IFLA "Controlli, certificazioni, responsabilità tra pubblico e privato", Viterbo, 2-3

dicembre 2011, in www.amministrazioneincammino.it , 8.

[20] F.Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating*, cit., 140. Analoghi adeguamenti, in particolare per quanto concerne l'obbligo per le banche di integrare i *ratings* esterni con proprie valutazioni sul rischio di credito connesso alle cartolarizzazioni, si rinvengono nei documenti del Comitato di Basilea del luglio e del dicembre 2009 (cfr. L.Enriques, "Rating e regolamentazione", cit., 7-8).

[21] G.Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., 414.

[22] *ESMA's Report on the Supervision of Credit Rating Agencies*, ESMA/2012/207, 22 March 2012, in www.esma.europa.eu

[23] G.Guarino, *L'Europa imperfetta. Ue: problemi, analisi, prospettive*, in Id., *Diritto ed economia. L'Italia, l'Europa, il mondo*, in *Quaderni di Economia italiana*, 2011, 228.

[24] G.Guarino, *L'Europa imperfetta*, cit., 254.

[25] G.Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., 430-431.

[26] G.Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., 432.

[27] G.Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., 434.

[28] T.Judt, *Guasto è il mondo* (2010), Laterza, Bari, 2011, 102.