

***DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT***

***CATTEDRA DI DIRITTO PRIVATO COMPARATO***

TITOLO

**La responsabilità civile delle agenzie di  
rating**

RELATORE

Prof. Roberto Pardolesi

CANDIDATO

Rocco Pinto

Matr. 646231

CORRELATORE

Prof. Andrea Renda

ANNO ACCADEMICO

2012/2013

Il mio elaborato ha per oggetto le agenzie di rating, approfondisce le loro origini, analizza la loro natura e l'attuale assetto societario, per poi giungere alla comparazione dell'attuale impianto normativo statunitense ed europeo in materia di responsabilità civile. Ho strutturato l'elaborato in modo tale da poter fornire una trattazione completa dei soggetti in esame, prima di giungere all'analisi di un argomento complesso e ancora freschissimo nei dibattiti dottrinali, qual è la responsabilità civile delle agenzie. Il primo capitolo percorre quindi l'evoluzione delle società di rating, con successiva analisi dei tipi di valutazione e del processo di assegnazione dell'incarico di stesura del rating. Il secondo capitolo, dal titolo "*Chi controlla le agenzie di rating*", svolge un'analisi dettagliata sulla composizione societaria delle tre sorelle, ovvero Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings, passo obbligato per capire chi si cela dietro i *gatekeepers* del mercato finanziario mondiale, e propedeutico per affrontare la parte della trattazione che ha per oggetto il conflitto di interessi largamente presente al loro interno, e largamente pregiudizievole sul loro operato. Il terzo capitolo, incentrato sulla responsabilità civile, analizza le riforme e l'attuale impianto normativo statunitense ed europeo, fornendo quindi una comparazione tra i due assetti giuridici.

## **Capitolo 1:**

### ***"Origine e caratteristiche del rating"***

#### **1.1 Introduzione alla trattazione**

#### **1.2 Origine del rating e sviluppo delle agenzie**

Lo sviluppo dei settori industriali nel XIX secolo, prettamente statunitensi, hanno fornito l'impulso decisivo all'avviamento concreto del sistema capitalistico, facendo emergere l'assoluto bisogno di uno degli elementi chiave su cui poggia l'operatività dei mercati: l'informazione. A fronte del gap tra potenziali investitori e società emittenti titoli di debito, è apparsa sin da subito necessaria l'azione di operatori in grado di soddisfare tale bisogno, e fu proprio questo l'elemento che consentì la nascita delle prime agenzie di rating.

#### **1.3 La funzione del rating**

Le agenzie operano analizzando la probabilità di default per gli emittenti oggetto di valutazione, esprimendo con il rating il livello di affidabilità relativamente alla

capacità di solvenza dell'emittente stesso. Oggetto della valutazione non è quindi il rendimento dei titoli emessi, la valutazione prodotta non fornisce un giudizio di merito riguardo la convenienza ad impiegare capitali in una determinata società quotata, bensì il rischio di insolvenza insito nei titoli stessi. L'oggetto è quindi la *genuinità* del titolo, non la *redditività*.

Il rating assolve quindi tre tipi di funzioni:

- **Funzione di informazione**
- **Funzione di certificazione**
- **Funzione di normalizzazione**

#### **1.4 Tipi di rating, scale, livelli**

Il rating è assegnato contrassegnando la valutazione tramite diverse scale di valori, le quali si differenziano a seconda dell'agenzia che si occupa di emettere il rating stesso. Il linguaggio base delle valutazioni è su scala alfabetica, tuttavia all'interno delle stesse troviamo valori che possono essere espressi in chiave alfanumerica.

Il rating viene suddiviso in due grandi blocchi:

- 1. Investment Grade**
- 2. Speculative Grade**

Questa prima categorizzazione si basa esclusivamente sulla natura del titolo analizzato, tenendone in considerazione il rischio di credito, senza includere parametri di natura temporale o simili. L'*investment grade* include indicatori dell'affidabilità di azioni od altri strumenti finanziari, posizionandoli nei gradi di giudizio dal 1° al 10°.

Lo *speculative grade*, al contrario, raduna gli indicatori di rating dalla 11° alla 26° posizione, classificando tutti i giudizi relativi a società che evidenziano una struttura economico finanziaria non solida, che lascia presagire una possibile insolvenza sulle posizioni debitorie sottoscritte.

Seconda categorizzazione:

- 1. Breve termine**
- 2. Lungo termine**

Questa seconda categoria di classificazione operata dalle agenzie prevede una suddivisione dei giudizi elaborati secondo un parametro temporale. La particolarità di questa suddivisione sta nel fatto che le categorie non sono isolate l'una dall'altra e, soprattutto, per ogni emittente valutato possono essere espressi più giudizi, considerando molteplici riferimenti temporali.

Nella parte finale del paragrafo ho poi descritto cosa si intenda per *unsolicited rating*, ed ho introdotto il *rating outlook*, ovvero la valutazione protratta nel tempo che consente di ottenere una valutazione prospettica dell'emittente.

### **1.5 Procedura di assegnazione del rating**

Articolata in 4 fasi:

#### **1. Attivazione o richiesta del processo di rating:**

Il processo di rating si attiva a seguito di tre possibilità:

- Richiesta da parte di un emittente
- Richiesta da parte degli investitori
- Unsolicted rating

#### **2. Accordo contrattuale tra le parti**

Tramite il contratto vengono pattuiti gli obblighi delle parti coinvolte nella valutazione. Il processo coinvolge attivamente sia le agenzie di rating, sia l'emittente valutato, dal momento che la valutazione richiede che ci sia un costante e quanto più completo scambio di dati ed informazioni. Oltre agli estremi di natura economica, in sede di sottoscrizione di un contratto di prestazione avente come fine l'emissione di un rating, vengono generalmente pattuite le modalità cooperative necessarie per la produzione di una corretta valutazione: è il momento in cui l'accordo prende la sua vera forma.

#### **3. Processo, formulazione e pubblicazione**

Il processo di valutazione vero e proprio si apre sempre con una seduta assembleare, tra i membri del CDA dell'emittente e il team di analisi dell'agenzia di rating. Il responsabile del team dell'agenzia procede a selezionare un *lead analyst*, ed un *back up analyst*. Il team viene di solito

formato prestando notevole attenzione al settore di competenza del cliente, in modo tale da garantire un risultato ottimale. Il gruppo di lavoro vero e proprio viene definito *analytical team*. Nella riunione introduttiva vengono trattati molteplici temi, successivamente il team procede nello studio dei vari elementi ed avvia definitivamente il processo valutativo. Il lavoro svolto dall'*analytical team*, guidato dal *lead analyst* viene poi passato al *rating committee*, il quale approva, modifica o relaziona sul lavoro del primo team arricchendo il giudizio di parametri espositivi. Per tutti i settori, il processo di valutazione è guidato da una serie comune di principi base di analisi, tra cui la coerenza globale, l'accento sui fattori qualitativi, ed un focus sul lungo termine. Nel corso della strutturazione del rating è usanza comune, da parte dei lead analyst quella di convocare un *evaluation committee*, organo specializzato che precede la revisione finale del rating committee, nel momento in cui viene terminata la raccolta e la catalogazione delle fonti informative. Il termine temporale di elaborazione di un rating è di circa 60-90 giorni. Dal momento che sia l'*analyst team* che il *rating committee* considerano conclusa l'elaborazione del rating, viene redatta una relazione finale, nella quale il lead analyst e il back up analyst tracciano le conclusioni del lavoro svolto dai team. Prima della pubblicazione viene offerta al cliente la possibilità di avvalersi di una "formal review", ovvero una revisione formale dell'elaborato, senza però poter chiedere una rivisitazione qualitativa del rating stesso. Con la pubblicazione del rating sui mezzi di comunicazione di settore, si ritiene conclusa la fase di produzione.

#### **4. Attività di monitoraggio post rating**

L'ultima fase dell'iter prevede il mantenimento di un rapporto di consulenza costante tra agenzia ed emittente. Accanto al giudizio originario compaiono quindi delle previsioni, che possono essere di tre tipi:

- *Negative*
- *Positive*
- *Developing*

## **Capitolo 2**

### **“Chi controlla le agenzie di rating”**

#### **2.1 Controllo delle agenzie di rating e commistioni societarie**

L'analisi dettagliata dell'assetto societario delle maggiori agenzie di rating, dal momento che consente di evidenziare gli interessi espressi dai gruppi detentori delle partecipazioni azionarie, è utile per poter valutare quale sia l'effettivo peso delle commistioni societarie e politiche presenti all'interno di questi organismi. In questo paragrafo ho condotto un'analisi della struttura societaria delle tre maggiori agenzie di rating, evidenziando quali sono i principali azionisti che le partecipano. I grafici consentono di avere una immediata lettura della composizione societaria.

##### **2.1.2 Commistioni societarie**

Ho illustrato come dall'analisi svolta nel 2.1 siano emersi risultati che mostrano chiaramente come a possedere quote rilevanti e a governare di fatto le agenzie siano 4 fondi di investimento, che possiedono quote partecipative in tutte le tre maggiori agenzie. Di fatto, il paragrafo è un preludio al paragrafo 2.2, inerente il conflitto di interesse interno alle agenzie.

##### **2.1.3 Il caso BlackRock**

Analisi del fondo d'investimento BlackRock, detentore di investimenti su scala mondiale per più di 3.600 miliardi di dollari.

#### **2.2 Attività di rating e conflitto di interessi**

Una problematica cruciale legata all'attività delle agenzie sono i possibili conflitti di interesse, frutto di più parametri che necessitano di essere attentamente monitorati ed analizzati.

Sono stati individuati in 4 elementi:

- **Struttura di remunerazione**
- **Struttura proprietaria**
- **Partecipazione alla strutturazione di strumenti finanziari**
- **Attività e relazioni dei dipendenti**

Nel corso del paragrafo ho svolto un'analisi dettagliata dei 4 elementi indicati, chiarendo quali sono le criticità che determinano e le conseguenze sull'attività delle agenzie e sulla qualità dei loro servizi.

### **2.3 Possibili Soluzioni**

La presenza di un'intrinseca situazione di conflitto di interesse tra agenzie di rating ed emittenti valutati rappresenta il più grave tra i problemi che affliggono la regolazione del settore. Il problema può essere contenuto stabilendo una intensa attività di vigilanza sulle agenzie stesse, che imponga loro un regime di maggiore trasparenza in relazione alle procedure di valutazione e agli obblighi previsti. Un'adeguata attività di disclosure consentirebbe al mercato di farsi un'opinione in merito all'attendibilità delle capacità di analisi e previsione delle agenzie. Nel prosieguo del capitolo ho elencato ed analizzato le possibili soluzioni individuate dalla dottrina, così riassumibili:

- Soluzione 1: clausole obbligatorie di rimborso
- Soluzione 2: piano di retribuzione incentivante per le agenzie
- Soluzione 3: ciclicità e rotazione delle agenzie
- Soluzione 4: agenzia di rating pubblica
- Soluzione 5: ricostituzione del modello *investor paid*

### **2.4 Regolamentazione delle agenzie di rating: comparazione USA/UE**

#### **2.4.1 La regolamentazione statunitense in materia di conflitto d'interesse**

La necessità di interventi regolatori è divenuto un imperativo inderogabile per il governo degli Stati Uniti, non solo a fronte dei vari dissesti, ma anche per poter mettere in atto un tentativo di riconquista della fiducia verso le proprie istituzioni finanziarie decisamente screditate dal 2008 ad oggi. Due sono stati gli interventi regolatori statunitensi che hanno cercato di arginare gli spazi di manovra della speculazione finanziaria: il "*Credit Rating Agencies Reform Act*" del 2006, e il "*Dodd Frank Act*", del 2009. Per avere un quadro completo dei provvedimenti statunitensi, ho riportato nel paragrafo la parte introduttiva del "*Summary Report 2011*", relazione annuale redatta dalla SEC. Il *summary* consente infatti di avere un quadro cronologico preciso relativamente all'introduzione del CRARA del 2006 e del DFA del 2010, evidenziando altresì le

conseguenze giuridiche, le posizioni della SEC e l'adozioni di leggi specifiche, quali le Rules appartenenti alla matricola 17, tratte dall'Exchange Act.

#### **2.4.2 Credit Rating Agencies Reform Act, 2006**

Il "*Credit Rating Agencies Reform Act*" è una legge federale statunitense, il cui obiettivo è quello di incrementare la qualità dei rating emessi dalle agenzie, nonché il miglioramento effettivo della concorrenza all'interno del settore.

Per quanto riguarda il conflitto di interessi, il principale apporto del provvedimento federale è stato l'incremento dei requisiti per il riconoscimento da parte della SEC del titolo "*nationally recognized rating agency*", attribuito alle agenzie che vengono considerate idonee ad operare nel mercato del rating.

Come si può leggere nel testo, i requisiti formali per le agenzie di rating vengono chiaramente espressi, e devono essere certificati.

Viene apportata una precisa elencazione dei parametri generali, delle informazioni richieste obbligatoriamente per adempiere alla procedura di registrazione, certificazione ed anche le eccezioni consentite.

Oltre a questo provvedimento di apertura del mercato, e all'abolizione di etichette che consentivano di operare a pieni poteri nel mercato del rating senza un effettivo apparato normativo intellegibile e chiaro, un ulteriore e precisa norma, varata dalla SEC con la stesura della *Rule 17g-5*, esprime in maniera chiara i provvedimenti adottati per sciogliere il conflitto di interessi tra agenzie ed emittenti.

#### **2.4.3 Sistema sanzionatorio**

La normativa statunitense prevede due elementi all'interno dell'apparato sanzionatorio:

- Una misura *ex ante*, consistente in un'attività di *disclosure*
- Una misura *ex post*, che prevede sanzioni da applicare a fronte della violazione dei principi esposti

Per quanto riguarda l'attività di *disclosure*, l'obiettivo di questa impostazione è di promuovere in capo agli investitori una conoscenza quanto più chiara possibile delle attività e dei metodi di valutazione delle agenzie, in modo da creare una antologia di giudizi che arricchiscano le conoscenze reperibili sul mercato.



Per quanto riguarda le sanzioni ex post, il CRARA ha modificato il regolamento della section 15 E paragrafo D del Security Exchange Act del 1934, attribuendo alla SEC poteri sanzionatori diretti.

#### **2.4.4 Dodd Frank Act**

Con l'istituzione della *Financial Crisis Inquiry Commission*, il governo statunitense ha avviato una procedura d'indagine volta a mettere in evidenza quali siano state le cause e le conseguenze dei dissesti finanziari che hanno portato il sistema economico mondiale sull'orlo della crisi. Sono state catalogate e registrate numerose testimonianze, atti e *reports*, che hanno consentito di ricostruire il quadro complessivo, con attenzione ai dettagli che hanno caratterizzato le varie fasi del dissesto.

Proprio dai risultati il legislatore americano ha mosso i primi passi per la stesura del *Dodd Frank Act*, che incarna il più grande processo di riforma del sistema finanziario dagli anni '30 del secolo scorso ad oggi.

Un intero capitolo di questa riforma interessa direttamente le agenzie di rating, e viene attuato il tentativo di incrementare le riforme promosse dal CRARA del 2006.

I principali campi di intervento del DFA sono:

- **Corporate governance**
- **Compliance**
- **Provvedimenti in materia di conflitto di interessi:**
  - Limitazione del business delle agenzie.
  - Riforma e ristrutturazione del modello di pagamento
  - Procedure di elaborazione dei ratings

### 2.5.1 La regolamentazione europea in materia di conflitto d'interesse

Gli interventi dell'unione europea in ambito anticoncorrenziale sono stati determinati dalla necessità di assicurare che l'attività delle agenzie di rating offrissero giudizi indipendenti, obiettivi e della massima qualità possibile.

L'iter regolamentatore ha avuto inizio nel 2009, con delle tappe precise che hanno segnato pietre miliari nell'evoluzione dell'apparato normativo<sup>1</sup>:

- **Reg. 1060/2009 (CRA 1)**
  - Con il regolamento 1060/2009 si è imposto alle agenzie di rispettare le norme strutturate con il fine di evitare conflitti di interesse, nonché l'obbligo di mantenere un'adeguata attività di *disclosure* per tutelare la qualità e la trasparenza dei metodi e delle procedure alla base della formulazione di un giudizio di rating. Il regolamento si applica alle valutazioni emesse dalle agenzie registrate nella UE, e che sono comunicati al pubblico, o distribuiti tra gli emittenti tramite abbonamento.
  
- **Reg. 513/2011 (CRA 2)**
  - Il regolamento 513/2011, ha ampliato il raggio di azione del 1060/2009, operando in un'ottica di rafforzamento del sistema finanziario. Tra le novità principali vi è la centralizzazione, con conseguente maggiore ingerenza, dei compiti di supervisione affidati alla *European Securities and Markets Authority*, **ESMA**, che prende il posto della sciolta *Committee of European Securities Regulators*, **CESR**, a seguito della riorganizzazione della vigilanza europea finanziaria.
  
- **Proposta di regolamento per la modifica del reg. 1060/2009, Parlamento e Consiglio dell'Unione Europea, 15/11/2011 (CRA 3)**
  - La proposta ha l'obiettivo di contribuire e continuare a ripristinare una condizione di mercato finanziario europeo in grado di incrementare la fiducia degli investitori interni ed esterni

---

<sup>1</sup> Fonte: sito istituzionale della Camera dei Deputati, <http://leg16.camera.it>

- **16/01/2013 seduta del parlamento e approvazione del “testo di compromesso”**
  - L’ultimo step della regolamentazione europea avente ad oggetto l’attività delle agenzie di rating è del Gennaio 2013, con l’approvazione di una riforma del rating che ha come target principale l’istituzione di una normativa in grado di regolare l’emissione di valutazione sulla solvibilità dei paesi in relazione ai propri debiti sovrani

## **Capitolo 3**

### **La responsabilità civile delle agenzie di rating**

#### **3.1 Natura e Funzione della responsabilità civile delle agenzie**

La dottrina della responsabilità civile è una branca del diritto privato in continua evoluzione, che, relativamente alla sua applicazione per i contenziosi legati all’attività delle agenzie di rating, attraversa un periodo particolarmente intenso. Le vicissitudini finanziarie contribuiscono ad arricchire la tematica con continue mutazioni direttamente derivanti dalle azioni legali mosse da diversi soggetti ed enti, a fronte del danno subito dalla valutazione espressa dalle agenzie stesse. Iniziando la trattazione in materia, ritengo sia necessario effettuare immediatamente una precisa distinzione tra le due possibili origini della suddetta responsabilità, per poi analizzare le funzioni che lo stesso istituto ricopre.

#### **3.1.2 Natura Aquiliana e Contrattuale della Responsabilità Civile**

La responsabilità extracontrattuale, anche detta “aquiliana”, è quella che consegue allorché un soggetto viola non un dovere specifico derivante da un preesistente rapporto obbligatorio, bensì un dovere generico che quindi rientra nel principio giuridico del *neminem laedere*, per il quale ognuno è tenuto ad agire evitando di perseguire condotte nocive per l’interesse altrui. La responsabilità extracontrattuale viene, di norma, messa a raffronto con la responsabilità contrattuale, della quale condivide l’obbligazione risarcitoria ma dalla quale si distingue in ordine alla fonte dell’obbligazione, dal momento che in questo caso non è presente un accordo contrattuale, e per quanto riguarda la relativa disciplina giuridica. La responsabilità extracontrattuale infatti nasce ex novo per

effetto del fatto illecito produttivo del danno ingiusto, la responsabilità contrattuale per inadempienza all'obbligazione contrattuale sottoscritta.

### **3.1.3 Investitore istituzionale, o professionale**

### **3.1.4 Investitore *retail***

In questi paragrafi ho illustrato le differenze tra i vari tipi di investitori che si servono delle analisi delle agenzie, evidenziando come la dottrina abbia previsto diversi gradi di responsabilità a seconda della natura del cliente danneggiato.

### **3.1.5 Funzione della responsabilità civile**

La funzione della responsabilità civile per le agenzie è quella di tutelare soprattutto gli investitori medio-piccoli e non istituzionali, costituisce un elemento aggiuntivo di tutela nei confronti dei probabili fallimenti negli investimenti effettuati, dovuti all'informazione fuorviante che può essere reperita nelle valutazioni.

Si possono distinguere due funzioni della responsabilità civile:

- **funzione preventiva/deterrente**
  - La presenza di una **funzione preventiva/deterrente** dovrebbe produrre l'effetto di fornire alle agenzie un incentivo ad emettere rating affidabili e veritieri, dal momento che il costo del risarcimento del danno potenzialmente arrecabile, moltiplicato per le possibilità che l'azione risarcitoria venga condotta con successo dai soggetti danneggiati, potrebbe superare di gran lunga il costo necessario per rendere le procedure di produzione delle valutazioni effettivamente affidabili, senza considerare il danno da immagine e reputazionale insito nel subire, perdendo, una mozione per causata *economic loss*.
  
- **funzione risarcitoria**
  - La presenza di una **funzione preventiva/deterrente** dovrebbe produrre l'effetto di fornire alle agenzie un incentivo ad emettere rating affidabili e veritieri, dal momento che il costo del risarcimento del danno

potenzialmente arrecabile, moltiplicato per le possibilità che l'azione risarcitoria venga condotta con successo dai soggetti danneggiati, potrebbe superare di gran lunga il costo necessario per rendere le procedure di produzione delle valutazioni effettivamente affidabili, senza considerare il danno da immagine e reputazionale insito nel subire, perdendo, una mozione per causata *economic loss*.

### **3.2 La responsabilità civile delle agenzie di rating nell'ordinamento giuridico statunitense**

L'ordinamento giuridico statunitense è stato a lungo carente per quanto riguarda adeguati impianti normativi che regolassero le agenzie sotto il punto di vista della responsabilità, causando un vuoto che, come ho avuto modo più volte di evidenziare, ha portato a conseguenze critiche sotto vari aspetti. Nel 2006 e nel 2010 sono stati però compiuti i primi passi concreti verso un assetto normativo più preciso, rispettivamente con il *Credit Rating Agency Reform Act*, ed il *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Nel paragrafo sono riportate voci della dottrina che analizzano in maniera completa l'effettiva efficacia e delle riforme apportate, e le carenze rimaste insolute.

### **3.3 La responsabilità civile delle agenzie di rating nell'ordinamento giuridico comunitario europeo**

Il diritto comunitario europeo ha a lungo operato in presenza di un vuoto normativo riguardo la responsabilità civile delle agenzie. Tuttavia, la rilevanza e l'incidenza del rating hanno imposto un cambio di rotta, dando inizio al tentativo di istituire un quadro giuridico di riferimento in grado di bilanciare il gap tra l'iniziativa dei privati ed un adeguato controllo pubblico. Anche in Europa l'intento principale è stato quello di promuovere un rating giusto e veritiero, avente come fine la tutela reale degli investitori e degli emittenti. **La prima risposta concreta è arrivata grazie all'emanazione del regolamento n.1060/2009**, che ha apportato una serie di elementi all'interno della legislazione europea, ed è proprio partendo dall'analisi dei tratti più salienti del regolamento stesso che si può improntare un'analisi che consenta di estrapolare qualche elemento utile relativamente ad eventuali azioni risarcitorie. Nel

prosieguo del paragrafo ho analizzato in maniera esaustiva i seguenti elementi, che forniscono un quadro completo della normativa europea:

- **considerando 69°**
- **Allegato I, sezione D, paragrafo 4:**
- **Considerando 25°**

## **Conclusioni**

Il quadro delineato evidenzia lo sforzo intrapreso dai legislatori per fronteggiare concretamente la situazione critica dell'attuale sistema di rating. Le difficoltà e gli accadimenti trascorsi sottolineano l'assoluta necessità di costruire un impianto legislativo che riesca ad essere efficace su scala mondiale, con il fine di fronteggiare le necessità espresse dai mercati e dalla società. A fronte dell'analisi svolta, credo si possa affermare che, se da un lato il valore informativo del rating va tutelato e reso idoneo alle aspettative che su esso vengono riposte, dall'altro risulta altresì evidente come le agenzie abbiano operato in un regime oligopolista che troppo poco spazio ha lasciato alla chiarezza e all'affidabilità, rendendo difficile il recupero della situazione. Nonostante i tentativi perseguiti, sembra che si sia ancora ben distanti dal sanamento delle principali esternalità negative legate all'azione delle agenzie, ovvero il conflitto di interessi presente al loro interno e la presenza di una regolamentazione blanda in chiave di responsabilità civile. Se a questo si somma la natura delle agenzie stesse, partecipate da soggetti possessori di un enorme potenziale economico e molteplici interessi interconnessi su scala mondiale, si capisce come il quadro delineato abbia bisogno di interventi incisivi e precisi. La difficoltà che emerge si posiziona proprio tra questi due elementi: da un lato un sistema solido e ben rodato, basato su una rete di relazioni finanziarie di difficile mappatura, dall'altro le conseguenze che i *gatekeepers* dei mercati producono con effetti domino di difficile gestione. Se a lungo ci si è ciecamente affidati alle agenzie di rating, risulta ormai evidente che il *laissez faire* è improduttivo e dannoso, e che il bisogno di informazione, appunto perché elemento fondamentale per la finanza e l'economia, non può essere abbandonato a se stesso, e la sua cura riposta nelle mani di pochi eletti.

