

I SERVIZI DI RATING TRA CONCORRENZA E REGOLAZIONE

Venezia, 5.10.2012

SOMMARIO:

1. Rating e concorrenza: un ossimoro ? Definizione e caratteristiche principali del mercato del credit rating –
2. Origine e ragioni della scarsa concorrenza tra CRA's. Il rating come oligopolio naturale e le barriere all'ingresso di nuovi competitors. I modelli di business (investor vs. issuer pay) in un mercato two-sided. –
 - 2.1. Il ruolo della regolamentazione (overreliance; licenze regolatorie) –
 - 2.2. Mancanza di meccanismi sanzionatori efficaci. Il ruolo della responsabilità civile e tutela della libertà di pensiero. –
3. I problemi collegati alla insufficiente concorrenza tra le società di rating: a) inefficacia del meccanismo reputazionale; b) accentuazione del conflitto d'interessi con gli emittenti; c) scarso incentivo alla innovazione, alla efficienza e alla riduzione dei prezzi. –
 - 3.1. Progressiva emersione del problema a livello istituzionale.-
4. I possibili rimedi al deficit di concorrenza: i limiti insiti nel diritto antitrust.-
5. L'ingresso di nuovi competitors: rischi e opportunità della creazione di CRA pubbliche –
6. Modifiche alla regolazione del rating e rimozione dei principali ostacoli alla concorrenza.-
7. Conclusioni: i rapporti tra concorrenza e regolazione del rating secondo il modello comunitario.

1. Secondo un'opinione largamente condivisa, la concorrenza tra le società che attualmente operano nel mercato globale del rating creditizio (*Credit Rating Agencies*, o CRA's) sarebbe scarsa, se non addirittura assente. Altrettanto diffuso è il convincimento che proprio la mancanza di concorrenza sarebbe all'origine di alcuni dei più evidenti malfunzionamenti riscontrabili in questo mercato.

Nel mio intervento, dedicato ai rapporti tra concorrenza e regolazione nel settore del rating, vorrei verificare la fondatezza – o se preferite, la corrispondenza tra mito, realtà e narrazione, come suggerito dal titolo del nostro convegno - di tali assunti affrontando, nell'ordine, tre questioni fra loro intimamente connesse:

- I) - le ragioni che sono alla base della scarsa pressione concorrenziale fra le imprese che operano sul mercato del rating;
- II) le principali ricadute negative che la mancanza di concorrenza determina per i fruitori dei servizi offerti dalle agenzie di rating;
- III) il ruolo della regolazione nel sopperire a tali inconvenienti, ovvero alla mancanza di concorrenza tra le agenzie di rating ed alle distorsioni che ne discendono.

Peraltro, trattandosi di un argomento relativamente nuovo e poco esplorato, credo sia utile fornire, preliminarmente, qualche coordinata generale per definire il mercato del rating sotto il profilo concorrenziale.

Dal punto di vista del (mercato del) prodotto, si può accogliere – in prima approssimazione – la definizione proposta del Fondo Monetario Internazionale (IMF), secondo la quale le agenzie di rating forniscono informazioni standardizzate sul merito creditizio di un soggetto debitore, ovvero sulla sua capacità relativa di rimborsare un determinato debito alle scadenze prefissate (IMF, 2010; analoga definizione di rating è contenuta nell'art. 3, par. 1, lett. a), del reg. CE n. 1060/2009).

Così facendo, esse riducono le asimmetrie informative tra gli investitori e gli emittenti che fanno ricorso al capitale di credito abbassando i costi d'informazione e favorendo l'incontro tra la domanda e l'offerta (Petit,

2011). Inoltre, grazie all'adozione di una scala di misurazione standardizzata e semplificata, esse favoriscono, da un lato, la comparazione del grado di rischio insito nei vari prodotti finanziari; dall'altro, l'adozione di un linguaggio comune facilmente incorporabile nei contratti e nella regolazione dei mercati finanziari (OCSE, 2010).

Ad un esame più attento è possibile, tuttavia, individuare, all'interno dei servizi offerti dalle agenzie di rating, diverse categorie di prodotti a seconda delle tipologie di debito di volta in volta oggetto di analisi (corporate bond; derivati; CDO; titoli del debito pubblico ecc.).

La dimensione geografica del mercato sul quale operano le agenzie di rating varia anch'essa in ragione dell'ambito nazionale ovvero mondiale nel quale esse operano. Sebbene la diversa ampiezza del mercato di riferimento si accompagni, non di rado, a differenze non trascurabili nei metodi di lavoro e di raccolta delle informazioni da parte delle agenzie (Ferri-Lacitignola, 2009), ai nostri fini è sufficiente rilevare il dato complessivo, ovvero l'esistenza, a livello mondiale, di circa 79 CRAs (IMF, 2010). Di queste, le prime tre – le cc.dd. *Big Three* (S&P; Moody's; Fitch) - detengono quasi il 95% del mercato globale dei servizi di rating con quote, rispettivamente, del 40% (S&P e Moody's) e del 15% (Fitch). L'indice di concentrazione di questo mercato, dunque, si presenta assai elevato (3400 HHI), confermando l'esistenza di un oligopolio, se non addirittura di un duopolio, in capo alle principali imprese che in esso operano.

Un altro dato significativo sotto il profilo concorrenziale è rappresentato dal fatto che quote di mercato così elevate sono rimaste sostanzialmente stabili nel tempo. Ciò nonostante le crisi finanziarie che si sono succedute negli ultimi quindici anni (da quella asiatica del 1997 a quella dei mutui subprime passando per il fallimento delle banche islandesi e di Lehman Brothers) ed il ruolo certo non marginale che in ciascuna di esse hanno avuto le principali agenzie di rating. Degno di nota è, inoltre, che non solo le quote di mercato delle *Big Three* sono rimaste sostanzialmente invariate, ma anche l'andamento dei loro titoli in borsa e del loro conto economico non sembrano aver risentito, se non in misura assai ridotta, di tali vicende. Il che ha indotto alcuni ad affermare che esse godono di un

significativo potere di mercato e di una altrettanto rilevante rendita di posizione (Petit, 2011).

Il confronto con le performances di altri “gatekeepers” (banche d'affari, società di revisione) confermerebbe tale assunto (Partnoy, 2006).

2. Se quote di mercato elevate e stabili nel tempo sono sicuramente indice di un significativo potere di mercato (SMP), ciò ancora non significa che la competizione tra le imprese che quella posizione detengono sia impedita o, addirittura, assente. Vi sono esempi di mercati a struttura oligopolistica, come ad esempio quello delle comunicazioni mobili, dove la progressiva concentrazione dal lato dell'offerta non ha impedito lo sviluppo di una vivace concorrenza fra i diversi operatori sia in termini di prezzo che d'innovazione; e lo stesso potrebbe dirsi per altri mercati “two-sided”, come quello delle carte di credito o della televisione a pagamento.

Alla luce di quanto precede, dunque, neppure la constatazione – da più parti condivisa (Petit, 2011; Partnoy 2006) – che il mercato del rating sia pensabile come un oligopolio naturale destinato inevitabilmente alla concentrazione costituisce, di per sé, un argomento risolutivo.

Occorre allora indagare più a fondo per individuare quali siano le peculiari caratteristiche presenti nel mercato globale dei servizi di credit rating che impediscono alla concorrenza di disciplinare efficacemente il potere degli incumbents.

Le risposte fornite dalla dottrina a questo interrogativo sono (almeno) di tre tipi: il primo, collegato alla funzione del rating ed al modello di business adottato dalle principali CRAs; il secondo alla regolazione del settore finanziario; il terzo alla mancanza di adeguati meccanismi sanzionatori. Sotto il primo profilo, si fa notare come la domanda di rating si basi su un meccanismo relazionale - tipico dei cc.dd. “experience goods” - che induce a selezionare a tal fine solo le imprese che abbiano alle spalle una solida reputazione di serietà e d'indipendenza. Una siffatta reputazione si costruisce, a sua volta, solo attraverso una lunga e consolidata esperienza di rating accurati. Ciò si traduce, però, in una barriera all'ingresso per i nuovi entranti, i quali si trovano di fronte ad un

paradosso che, parafrasando il noto romanzo di J. Heller “Comma 22”, si potrebbe così descrivere: “per conquistare nuovi clienti bisogna avere una buona reputazione; ma per avere una buona reputazione bisogna conquistare molti clienti”.

Un ulteriore ostacolo alla concorrenza nel mercato del rating è rappresentato, a detta di molti, dal modello di business adottato dalle Big Three. Fino agli anni '70 del secolo scorso, sia Moody's che Standard&Poor's avevano operato secondo il modello “investor-pays”, accettando di essere pagate da coloro che utilizzavano il rating per orientare le proprie scelte d'investimento. Un modello che, pur essendo certamente meno remunerativo per le agenzie, risolveva virtuosamente uno dei principali conflitti d'interesse insiti in questo mercato. Invece, con il passaggio al modello “issuer-pays”, il rischio di valutazioni poco accurate e, soprattutto, favorevoli all'emittente si acuisce, inserendo nel sistema un meccanismo di selezione avversa (Ponce, 2009). Non è un caso che l'ingresso di un nuovo competitor credibile come Fitch alla fine degli anni '80, anziché tradursi in un maggior rigore nei giudizi della CRAs, abbia determinato – secondo studi recenti - un innalzamento nella media ed un tendenziale allineamento nel livello dei rating rilasciati dalle Big Three (OCSE, 2010). A rafforzare il vincolo, non sempre virtuoso, tra emittenti e imprese dominanti nel mercato del rating avrebbe poi contribuito, in misura secondo alcuni non trascurabile, la pratica dei c.d. “unsolicited ratings” (Partnoy, 2006). Attraverso la divulgazione di rating non richiesti, infatti, l'agenzia di rating tende a condizionare la scelta dell'emittente, inducendolo a chiedere, questa volta a pagamento, un secondo rating con la promessa di migliorare, attraverso informazioni più dettagliate che solo l'emittente è in grado di fornire, la precedente valutazione. L'utilizzo di tale strumento per finalità (anti) concorrenziali è attestato nella giurisprudenza americana (*Jefferson County School vs. Moody's Inv.*), dove peraltro i giudizi si sono sempre conclusi a favore delle agenzie di rating.

2.1. Ad avviso di molti, la regolamentazione pubblica avrebbe svolto un ruolo determinante nel distorcere i meccanismi concorrenziali all'interno del mercato del rating garantendo e rafforzando le posizioni dominanti già acquisite dagli incumbents.

Come ben illustrato da Enriques e Gargantini in un articolo pubblicato sulla rivista che oggi celebriamo (AGE, 2/2010), numerose regole dei mercati finanziari – a tutti i livelli – fanno leva sul rating come condizione per poter accedere a determinati mercati o forme di finanziamento, creando in tal modo una domanda artificiale di quei servizi. Si tratta peraltro di un fenomeno risalente, che trae origine da una prassi instaurata dalla SEC verso la metà degli anni '70, con il riconoscimento di un ruolo privilegiato ai rating delle c.d. *Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)*, e che arriva fin quasi ai giorni nostri con Basilea II.

Tra i numerosi esempi che si potrebbero fare a questo proposito, a me sembra che uno dei più significativi sia rappresentato dai rating emessi dalle Big Three in relazione ai prodotti di finanza strutturata e, in particolare, ai CDO. Nella costruzione e nella diffusione di tali prodotti le CRAs hanno svolto senza dubbio un ruolo determinante, offrendo ai soggetti emittenti un vero e proprio servizio di consulenza finalizzato ad attribuire a tali strumenti un rating determinato ex ante che ne consentisse la negoziazione sul mercato. In questo contesto, dunque, le agenzie di rating - secondo l'impetoso giudizio di Partnoy - avrebbero agito come "gate openers", piuttosto che come "gatekeepers" (Partnoy, 2006). Ed in effetti, come rileva il citato A., "*no other gatekeeper has created a dysfunctional multi-trillion dollar market built on its own errors and limitations*" (Partnoy, 2006).

In ogni caso, quale che sia il giudizio circa il ruolo svolto dalle CRAs nella creazione e commercializzazione dei prodotti di finanza strutturata, appare difficile negare che la regolazione adottata dai mercati finanziari internazionali a partire dagli anni '80 del secolo scorso abbia favorito, nel suo complesso, le principali agenzie di rating globali iscritte all'albo delle NRSRO, rendendole non solo di fatto, ma anche di diritto, il partner

obbligato di tutti i maggiori emittenti di strumenti di debito a livello mondiale (Petit, 2011). Il che spiega, fra l'altro, l'improvviso incremento dei dati di fatturato e di utili registrati da S&P e da Moody's a partire dagli anni '90 (Partnoy, 2006).

Dal punto di vista concorrenziale, i rating "investment grade" delle Big Three diventano così lo strumento per soddisfare i requisiti legali imposti dal regolatore ed acquistano un valore "di per sé", in tutto o in parte svincolato dalle informazioni che essi incorporano. In questo senso ed entro questi limiti appare dunque condivisibile l'affermazione secondo cui le CRAs, attraverso i loro rating, attribuiscono delle "regulatory licences" (Partnoy, 2006; Enriques-Garagantini, 2010). Non solo, ma l'attribuzione di un rilievo regolatorio al rating emesso dalle CRAs contribuisce ad accrescerne la reputazione presso gli investitori (istituzionali e non), ingenerando il convincimento che le informazioni in essi contenute siano più attendibili di quelle fornite, o comunque ricavabili, da altre fonti ritenute (a torto o a ragione) meno "titolate" (Partnoy, 2006).

L'eccessivo rilievo attribuito al rating dai regolatori dei mercati finanziari si traduce, poi, nella difficoltà di rivedere tempestivamente al ribasso le valutazioni originariamente attribuite all'emittente (downgrading) nel timore, spesso fondato, che una decisione siffatta possa contribuire a determinare, o comunque ad accelerare, l'insolvenza del debitore.

Last but not least, la regolazione pubblica appare suscettibile di creare un ulteriore effetto restrittivo della concorrenza nel mercato di cui trattasi ogni qual volta impone, in relazione ad un medesimo prodotto, di richiedere il rating di almeno due diverse agenzie, rendendo così di fatto infungibile il ruolo delle Big Three al punto che, secondo alcuni, ciascuna di esse sarebbe partecipe di una posizione dominate collettiva (Petit, 2011). Si tratta, peraltro, di una prassi che risulta diffusa anche a prescindere dall'esistenza di un vero e proprio obbligo giuridico.

2.2. Per completare il quadro delle peculiarità che caratterizzano il mercato del rating e lo differenziano da quello di altri *gatekeepers*, non si può non menzionare la mancanza di adeguati strumenti sanzionatori in

grado di supplire alla scarsa concorrenza tra i suoi principali players e di costringere le agenzie responsabili di ratings poco accurati a risarcire i danni causati dal proprio comportamento negligente.

Sul fondamento di tale eccezione, peraltro superata dalla più recente regolamentazione in materia, non è il caso in questa sede d'indugiare anche perché ad essa sarà dedicata un'apposita relazione. Qui val la pena soltanto rimarcare come – tralasciando ogni considerazione di vertice circa la presunta equivalenza dei due rimedi (i.e.: sanzione economica del comportamento negligente con conseguente perdita di quote di mercato, da una parte; e risarcimento del danno provocato da tale comportamento, dall'altra) -, l'esenzione di fatto dalle regole della responsabilità civile di cui hanno sin qui goduto le CRAs appellandosi al *First Amendment* ed alla libertà di opinione che quel principio costituzionale garantisce nell'ordinamento nordamericano abbia contribuito ad acuire gli effetti (negativi) derivanti dalla scarsa concorrenza nel mercato del rating, privando gli utilizzatori di quei servizi di un ulteriore, importante (ancorché imperfetto) mezzo di reazione contro le inefficienze delle imprese dominanti (Petit, 2011; Partnoy, 2006).

3. L'analisi sin qui condotta sembra quindi confermare che la concorrenza nel mercato globale del rating è ostacolata non solo – o non tanto – da posizioni di mercato consolidate nel tempo in capo a due/tre imprese leader che, nell'insieme, detengono la quasi totalità delle quote di quel mercato; quanto anche, e soprattutto, dagli interventi dei regolatori nazionali e internazionali, i quali hanno contribuito in misura determinante a rallentare – se non addirittura ad impedire – il corretto funzionamento dei meccanismi concorrenziali che dovrebbero operare in quel mercato, a cominciare da quello reputazionale.

Questa prima, parziale conclusione, appare generalmente condivisa dalla letteratura economica e giuridica che si è occupata dell'argomento. Allo stesso tempo, gli osservatori più attenti non hanno mancato di cogliere la correlazione esistente tra il deficit di concorrenza in precedenza

evidenziato ed alcuni dei principali problemi emersi nel funzionamento del mercato globale del rating.

Ferri e Lacitignola, ad esempio, segnalano come la scarsa concorrenza possa avere effetti negativi non solo “sullo sviluppo di nuove metodologie da parte delle agenzie”, ma anche sulle dinamiche dei prezzi. In particolare, gli incumbents potrebbero determinare un prezzo monopolistico (o al più oligopolistico) che si riflette negativamente sull’innovazione e sulla qualità del rating. Inoltre, i citati Autori ritengono “abbastanza plausibile che la scarsa concorrenza tra le agenzie e la mancanza di trasparenza tipica dei prodotti di finanza strutturata abbiano potuto minare l’integrità del processo di rating per questi prodotti” (Ferri-Lacitignola, 2009).

In un altro noto studio sull’argomento si legge che “credit rating agencies have benefited from an oligopoly market structure that is reinforced by regulations that depend exclusively on credit rating issued by Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs). These regulatory benefits (..) generate economic rents for NRSROs that persist even when they perform poorly and otherwise would lose reputational capital” (Partnoy, 2006).

Enriques e Gargantini osservano, dal canto loro, come l’attuale assetto del mercato del rating non abbia fornito “incentivi particolari al miglioramento dei modelli di valutazione, gli acquirenti del rating (i.e. gli emittenti) essendo disposti a preferire modelli con lacune ben individuabili al fine di ottenere un giudizio quanto migliore possibile sul proprio merito di credito”. In questa prospettiva, la minore concorrenza potenziale che deriva dalle elevate barriere poste dalla regolazione all’ingresso di nuovi competitors “non può che rappresentare un ulteriore freno all’innovazione dei modelli di valutazione”.

Ancor più esplicita è la conclusione alla quale giunge Petit il quale, muovendo dalla constatazione che “the reputational harm mechanism which should discipline CRAs in the event of rating errors is ineffective”, ritiene che “the key explanatory factor for this lies in the existence of SMp

and in the weak degree of competition that prevails on the market” (Petit, 2011).

Interessante anche il punto di Coffee il quale osserva che “ For a variety of reasons – including the shared oligopoly that the major rating agencies enjoy, their virtual immunity from liability, and the conflicts of interest surrounding their common “issuer pays” business model – the major credit rating agencies (“CRAs”) simply had too little incentive to “get it right.” Indeed, the margin by which they did not “get it right” now seems extraordinary.² By one estimate, 36% of all Collateralised Debt Obligations (“CDOs”) that were based on US asset-backed securities had defaulted by July 2008” (Coffee, 2010).

3.1. Da ultimo, la consapevolezza delle interrelazioni esistenti fra (scarsa) concorrenza e (bassa) qualità del rating sembra emergere, sia pure timidamente, anche a livello di istituzioni internazionali e nella più recente normativa comunitaria sulle società di rating.

Nel 2010 l’OECD ha dedicato un convegno ai rapporti tra “Competition and Credit Rating Agencies” giungendo alla conclusione che “The credit rating market is a **natural oligopoly** and therefore increased competition is challenging”.

Quanto alle autorità comunitarie, va detto che il primo regolamento UE n. 1060/2009 sulle società di rating non affrontava espressamente l’argomento né conteneva, secondo i primi commentatori, meccanismi idonei a contrastare l’elevato livello di concentrazione presente su quel mercato (Amttenbrink- de Haan, 2009).

Invece, nel successivo regolamento UE n. 513/2011, che a sua volta modifica il regolamento CE n. 1060/2009, si legge, al considerando n. 7, che “la trasparenza delle informazioni fornite dall’emittente uno strumento finanziario oggetto di rating all’agenzia di rating del credito designata potrebbe rappresentare potenzialmente un forte valore aggiunto per il funzionamento del mercato e per la protezione degli investitori”. Si ritiene infatti “ probabile che comunicare tali informazioni ad altre agenzie di rating registrate o certificate rafforzi la concorrenza fra le agenzie, in

particolare poiché potrebbe portare ad un aumento dei rating non sollecitati”.

L’emissione di tali rating non sollecitati dovrebbe promuovere l’utilizzo di più rating per ciascuno strumento finanziario contribuendo in tal modo a evitare i possibili conflitti d’interesse derivanti dall’applicazione del modello “issuer-pays” ed a migliorare la qualità del rating.

Ancor più esplicita è l’analisi d’impatto contenuta nella recente proposta di regolamento presentata dalla Commissione nel novembre del 2011 (COM(2011) 747 final 2011/0361), dove si rileva che “high concentration in the credit rating market, high barriers to entry into the market of credit ratings and lack of comparability of ratings result in limited choice and competition in the credit rating market”. Da qui l’inclusione, fra gli obiettivi della proposta, “to improve credit rating market conditions, since there is limited choice and competition in the credit rating market, with a view to improving the quality of ratings”.

4. Meno univoco è invece l’orientamento manifestato dalla dottrina e dai regolatori in merito ai rimedi più idonei a riattivare un circolo virtuoso tra concorrenza e qualità dei rating. Due, in particolare, appaiono i profili controversi sui quali attualmente si discute e che meritano di essere in questa sede quanto meno menzionati prima di concludere.

Il primo riguarda il ruolo che, in questo contesto, dovrebbe (o potrebbe) svolgere il diritto antitrust. Il secondo attiene alla individuazione dei benefici attesi da una maggiore concorrenza nel mercato del rating e delle misure più idonee a conseguirli.

Cominciamo dal diritto antitrust che, secondo alcuni, potrebbe essere utilmente applicato per disciplinare il potere di mercato delle Big Three (Petit, 2011; Lannoo, 2010). In questa prospettiva, potrebbe rivestire particolare interesse l’art. 102 del trattato FUE che vieta lo sfruttamento abusivo della posizione dominante detenuta sul mercato da una o più imprese attraverso comportamenti atti ad escludere concorrenti (attuali o potenziali), ovvero a sfruttare i consumatori mediante l’imposizione di prezzi e altre condizioni economiche non eque.

La possibilità d'inquadrare nella descritta fattispecie alcuni comportamenti delle CRAs non sembra in principio da escludere, come dimostra la procedura aperta dalla Commissione UE nei confronti di Standard & Poors ai sensi dell'art. 102 TFUE (COMP/39.592) e recentemente conclusa con l'accettazione degli impegni presentati dall'impresa (Decisione 15.11.2011).

Si trattava, in quel caso, dell'applicazione di prezzi non equi da parte dell'agenzia di rating, la quale faceva pagare agli intermediari finanziari una fee per poter utilizzare i codici identificativi degli strumenti finanziari (ISIN record) che essa stessa attribuiva e gestiva in esclusiva in base ad un accordo di standardizzazione (ISO Standard 6166).

Del pari non credo si possa escludere, in principio, la possibilità di valutare come intese restrittive della concorrenza eventuali scambi d'informazioni sensibili tra le CRAs volti a coordinare ed allineare i rispettivi ratings.

Tuttavia, ciò detto, ritengo sia lecito esprimere un cauto scetticismo circa l'idoneità dello strumento antitrust a disciplinare in maniera efficace i comportamenti delle principali agenzie di rating ed a favorire lo sviluppo di una concorrenza effettiva su quel mercato. Le ragioni di tale scetticismo possono essere, in estrema sintesi, così riassunte:

- la normativa antitrust, almeno quella europea, non vieta la posizione dominante in quanto tale, ma solo il suo abuso;
- le principali distorsioni concorrenziali rilevate sul mercato globale del rating non dipendono da uno sfruttamento abusivo del potere di mercato degli incumbents, ma da scelte (in alcuni casi sbagliate) del regolatore.

Pertanto, pur apprezzando gli sforzi argomentativi di chi propone di configurare come altrettanti abusi di posizione dominante ai danni degli investitori alcune delle pratiche di malfunzionamento del rating, come quella del down-grading selettivo nei confronti di determinati emittenti, non credo ci si possa spingere su questa strada fino al punto di configurare come un abuso di sfruttamento a danno del mercato “the structural failure of dominant firms to supply efficient (rating) services”

(Petit, 2011). L'inefficienza (ammesso che di mera inefficienza si tratti) è certamente uno dei frutti più avvelenati delle rendite di posizione, ma non può essere considerata illecita di per sé, almeno per diritto antitrust.

Se invece si vuole smantellare la posizione dominante delle Big Three - come pure in passato si è fatto negli USA attraverso il break-up di alcuni grandi incumbents (si pensi a Bell nel settore della telefonia) - allora bisognerebbe introdurre un divieto di posizione dominante, anche collettiva, nel mercato del rating munendolo di adeguate misure di deconcentrazione; ma non mi sembra sia questa la direzione dell'intervento riformatore avviato sulle due sponde dell'Oceano Atlantico da Europa e Stati Uniti.

5. E' altrettanto evidente che la soluzione al deficit di concorrenza e di efficienza riscontrabile nel mercato del rating non può essere neppure rappresentata dal semplice aumento del numero dei competitors operanti su quel mercato. E ciò per almeno tre buoni motivi:

- in primo luogo, l'ingresso di nuovi concorrenti potrebbe addirittura abbassare la qualità media dei rating, come alcune ricerche empiriche sembrerebbero dimostrare, con conseguente rischio di una concorrenza al ribasso;
- in secondo luogo, in presenza di forti barriere all'entrata e di un consolidato potere di mercato in capo alle Big Three, i new comers non avrebbero alcun incentivo economico a sostenere gli investimenti necessari ad entrare in quel mercato, tanto più se i margini di profitto sono destinati a calare per effetto della crisi economica e delle modifiche regolamentari di recente introduzione;
- in terzo luogo, gli acquirenti dei servizi di rating, ovvero i grandi investitori istituzionali, non hanno alcun interesse a cambiare fornitore in quanto si trovano benissimo a "fare affari" con le Big Three. A regolazione invariata, dunque, essi non avrebbero alcun incentivo a sostituire Standard & Poor's e Moody's con un nuovo entrante

Analogo scetticismo, sia pure per ragioni in parte diverse, suscita la proposta di istituire delle agenzie di rating nazionali o comunitarie da

affiancare a quelle private già presenti sul mercato. Sia la Commissione UE (Proposta regolamento 2011) che il Governo USA (Sec. 939E Dodd Franck Act) stanno valutando tale ipotesi, ma i rischi di conflitto d'interessi nella valutazione del debito sovrano e delle imprese operanti nel Paese di origine sono così elevati da rendere problematica la sua percorribilità e assai dubbia la sua utilità sotto il profilo concorrenziale.

6. Da quanto precede emerge, dunque, come l'obiettivo d'incrementare concorrenza e qualità dei servizi di rating possa essere realizzato solo attraverso una riforma della regolamentazione che rimuova le principali "zavorre" anticompetitive in essa presenti, a cominciare da quelle che attengono al modello di business ed alla rilevanza normativa del rating.

Tra le numerose proposte a tal fine avanzate in letteratura, alcune sono state già accolte e trasformate in regole vigenti; altre stentano ancora ad entrare nell'agenda dei legislatori nazionali e sovranazionali.

Non rientra all'evidenza tra gli scopi del mio intervento quello di fornire o anche solo di tentare una valutazione d'impatto della riforma tuttora in progress che ha interessato le agenzie di rating in questi ultimi anni sia in Europa che negli stati Uniti. Qualche rapida considerazione di carattere generale credo tuttavia sia consentita.

Tra le misure che potrebbero riverberarsi a vantaggio della concorrenza menzionerei, in primo luogo, quelle volte a ridurre il peso regolatorio del rating. Su questa strada – come riferiscono Enriques e Gargantini - qualcosa è già stato fatto, soprattutto negli Stati Uniti, ma molto resta ancora da fare per alleggerire il peso della regolazione nazionale e comunitaria. Ben venga, dunque, una disposizione di carattere generale come quella recata dalla proposta di modifica del regolamento n. 1060/2009 attualmente in discussione, che – nell'intento limitare l'effetto di over-reliance dei rating - impone alle autorità di regolazione dei mercati finanziari di rimuovere dai rispettivi ambiti di competenza ogni riferimento ai credit ratings "where such references have the potential to trigger

mechanistic reliance on credit ratings by competent authorities or financial market participants” (art. 5b).

Del pari importante per (ri)stabilire un terreno di gioco livellato sotto il profilo concorrenziale è quella che viene definita come “equal access” rule (Coffee, 2010). Questa regola, introdotta a livello comunitario dal regolamento UE n. 1060/2009 (art. 10) e dalla Sec (Rule 17g-5) “is a response to the complaints raised by the few “subscriber pays” rating agencies that issuers will not give them access to the material facts about their deals. From the issuer’s perspective, it does not need to hire every available credit rating agency, and many issuers may regard the few existing “subscriber pays” rating agencies as unwelcome nuisances because they arguably have an incentive to distinguish themselves by giving lower ratings than the Big Three. As a result, issuers had generally declined to release confidential data to them, and, particularly in the field of structured finance, this chilled competition”.

Degno di nota, soprattutto nella prospettiva dell’ordinamento statunitense, appare inoltre il definitivo abbandono del privilegio accordato alle società di rating per le opinioni espresse e la loro riconduzione nell’ambito dei principi della responsabilità civile in caso di danni causati dalla violazione delle regole della diligenza professionale.

Tra le proposte in cantiere a più forte contenuto proconcorrenziale segnalerei, ancora, quella d’imporre una durata massima del rapporto tra emittente ed agenzie di rating contenuta nella proposta di regolamento comunitario pubblicata nel novembre 2011. Ne discende un obbligo di rotazione dell’incarico simile a quello a suo tempo introdotto per le società di revisione che, almeno nelle intenzioni del legislatore comunitario, dovrebbe agevolare l’apertura del mercato ad una maggiore concorrenza limitando nel contempo i conflitti d’interesse. Una proposta che, com’è agevole comprendere, non ha incontrato il favore delle Big Three, al pari della possibilità, anch’essa ventilata di recente, d’introdurre limiti azionari alla partecipazione al capitale delle società di rating al dichiarato fine di limitare i rischi di conflitto d’interesse.

Mentre, per i motivi già in precedenza esposti, non mi sembra lecito attendersi grandi vantaggi dalla proposta di prevedere, in caso di emissione di prodotti di finanza strutturata, l'obbligo di un “double credit rating” da parte di altrettante agenzie tra loro indipendenti (art. 8b).

7. In conclusione, sembra di poter affermare che se qualche importante passo in avanti è stato fatto per sciogliere i nodi della regolazione che impediscono il libero dispiegarsi della concorrenza nel mercato del rating, il percorso da compiere è ancora lungo.

In particolare, il legislatore comunitario - e ancor più quello nord-americano - non sembrano intenzionati a mettere in discussione il modello di business “investor-pays” adottato dalle imprese leader del settore, né a favorire con idonei incentivi l'adozione di modelli alternativi che pure in dottrina sono stati suggeriti, come ad esempio:

- quello di Ponce, noto come “platform pays” model, che attribuisce ad un soggetto pubblico la scelta dell'agenzia di rating da utilizzare su richieste ed a spese dell'investitore;
- quello di Coffee, il quale ritiene che “ a quicker route to robust competition might be to require institutional investors to obtain their own credit rating from an approved “subscriber pays” rating agency. This would subsidise a new market, without requiring the government to choose the rater. Nor could a “fly by night” rater that was ready to give inflated ratings to institutions desiring such ratings easily enter this market if the institutional investor were required to choose an NRSRO rating agency that met minimum governmental standard.

All'opposto, la via scelta dal legislatore comunitario - a ben vedere, non molto diversa da quella adottata nell'ordinamento statunitense con le recenti modifiche del Dodd Frank Act - sembrerebbe quella di non mettere in discussione le caratteristiche di fondo del business, né i consolidati assetti concorrenziali di quel mercato, ma di arginarne le principali deviazioni attraverso un organismo di vigilanza che imponga alle agenzie di rating di “comportarsi bene” e che, in difetto, irroghi loro quelle sanzioni

(amministrative pecuniarie e reputazionali) che la scarsa concorrenza non è in grado di rendere effettive.

Insomma, un approccio molto “europeo” alla definizione dei rapporti tra mercato, concorrenza e regolazione (Monti, 2000); un approccio che potrà forse non piacere ai “puristi” del diritto antitrust ma che, in ogni caso, appare di gran lunga preferibile al “quiet life” di cui hanno beneficiato per oltre un secolo i signori del rating nella patria dello Sherman Act.

APPENDICE BIBLIOGRAFICA

AMMANNATI, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, relazione al convegno AIDA-IFLA “Controlli, certificazioni, responsabilità tra pubblico e privato, tra domestico e globale”, Viterbo 2-3 dicembre 2011;

AMTENBRINCK-DE HAAN, *Regulating credit ratings in the European Union: a critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies*, in *Common Market Law Review*, 46, 2009.

BECKER-MILBOURN, *Regulation and competition: evidence from the credit rating industry*, HBS Finance Working Paper 09-051, 2008;

CARBONE, *The impact of the Dodd-Frank Act's Credit Agencies Reform on Public Companies*, in *Insights*, vol. 24, n. 9/2010;

COFFEE, *Ratings reform: the good, the bad, the ugly*, *Discussion Paper* presentato in occasione del seminario organizzato dall'OECD a Parigi nel giugno 2010;

ENRIQUES-GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia (AGE)*, 2/2010;

FERRI-LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Il Mulino, 2009;

FISHMAN-FREGET-GABATHULER, *U.S. and EU antitrust enforcement: what role in a more heavily regulated financial sector ?*, in Competition Policy International (CPI), vo. 7, n. 2/2011;

LANNOO, *What reforms for the credit rating industry ? A European perspective, Discussion Paper* presentato in occasione del seminario organizzato dall'OECD a Parigi nel giugno 2010;

MONTI, *Concorrenza e regolazione nell' Unione Europea*, in AA.VV., *Regolazione e concorrenza*, a cura di G. Tesauro e M. D'Alberti, Il Mulino, 2000

OECD, *Competition and credit rating agencies*, (DAF/comp(2010)29), ottobre 2010;

PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, in University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper, May 2006;

PETIT, *Credit rating agencies, the sovereign debt crisis and competition law*, in European Competition Journal, 2001, n. 3, p. 587;

PONCE, *The quality of credit ratings: a two-sided market perspective*, in Quaderni BCU, n. 2/2009;