

## La sovranità degli Stati, il *rating* e le regole sulla concorrenza

di Glauco Nori  
(26 marzo 2012)

### Premesse

Le agenzie di rating hanno raggiunto una posizione di primo piano nella finanza internazionale in una luce non sempre favorevole.

Il mercato è diventato così complesso che anche chi vi opera professionalmente, malgrado le sue conoscenze specialistiche, non sempre è in grado di arrivare a verifiche o valutazioni soddisfacenti. Grazie anche ai loro apparati, che consentono analisi più approfondite, gli spazi di intervento delle agenzie di rating si sono per questo sempre più ampliati.

Malgrado errori di valutazione tanto clamorosi da farne mettere in dubbio l'accidentalità, le agenzie, la cui affidabilità reale non sempre corrisponde a quella supposta, di fatto continuano ad esercitare sui mercati finanziari internazionali un potere condizionante sempre più spesso ritenuto eccessivo.

La qualificazione come *agenzie* può dare l'impressione, e talvolta l'ha data, che siano soggetti terzi ed imparziali, che operano in un'atmosfera di piena neutralità. Non è così o, per lo meno, non lo è sempre. Le agenzie sono società per azioni con fini di lucro di cui alcuni soci, con partecipazioni rilevanti, hanno interessi nei settori che restano influenzati dai rating. I conflitti di interesse, ipotetici o reali, nei quali possono venirsi a trovare sono stati messi in evidenza più volte anche dalla stampa non specializzata ed il pericolo di incorrervi è stato riconosciuto implicitamente dalle stesse agenzie quando si sono premurate di indicare gli accorgimenti adottati per non farli diventare attuali.

Il mercato è occupato quasi integralmente da tre di esse, una delle quali di dimensioni e giro di affari notevolmente inferiori rispetto alle altre due. Si è così costituito un oligopolio, in pratica da sempre. Le altre, anche per i tempi della loro costituzione, occupano spazi di mercato limitati che non consentono la forzatura di quello che potrebbe essere definito come tripolio. I loro giudizi sulla affidabilità dei bilanci e della situazione finanziaria, all'origine limitati alle imprese, oggi sono estesi a soggetti pubblici, compresi gli Stati.

In quanto imprese, l'attività che svolgono all'interno dell'Unione Europea è soggetta alla normativa comunitaria anche se la loro sede si trova altrove.

### 1 – La nascita delle agenzie e l'evoluzione del rating

E' stato John Moody che per primo ha valutato l'affidabilità dei *bonds*, quelli delle compagnie ferroviarie che all'epoca, nel 1909, erano protagoniste del mercato. Nel 1916 si aggiunse la Poor's Publishing Company, seguita dalla Standard Statistic Company nel 1922 e dalla Fitch Publishing Company nel 1924. Nel 1962 Moody's è stata comprata da Dun & Bradstreet. Poor's e Standard si sono fuse nel 1941 per poi essere incorporate nella McGraw-Hill nel 1966. Fitch nel 1997 si è fusa con IBCA (società inglese sussidiaria della FMILAC, conglomerata francese di servizi finanziari).

Nel 2000, quando prese piede il mercato dei *subprime residential mortgages*, Moody's, Standard & Poor's e Fitch erano le sole agenzie il cui *rating* veniva richiesto.

La legislazione statunitense, se non è stata decisiva per la costituzione del loro oligopolio, certamente lo ha favorito.

All'inizio il giudizio sull'affidabilità dei titoli era richiesto dagli investitori. Dopo il 1934, secondo la normativa introdotta dalla Securities and Exchange Commission (SEC),

appena istituita, il riconoscimento dell'affidabilità dei titoli emessi è stata condizionata al rilascio di rating di un certo livello. Le agenzie legittimate ad emetterli non erano individuate, ma le destinatarie della disciplina non potevano essere che le tre che esaurivano il mercato. La forma di *rating* adottata da Standard & Poor's ed utilizzata ancora oggi (AAA, AA, A, BBB e così via) è diventata nel frattempo di applicazione generale.

Con lo stesso criterio si è proceduto nel mercato bancario. Secondo un decreto del 1936 le banche non potevano più investire in *speculative investment securities*, vale a dire in titoli al di sotto dell' *investment grade*, desumibile dai *recognized rating manuals*, che erano dei soli Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Quando poi è stato esteso al settore assicurativo è diventato in pratica di applicazione generale all'intero mercato finanziario.

Come qualcuno ha subito rilevato, l'Amministrazione statunitense ha adottato una forma di *outsourcing* attraverso la quale le valutazioni delle tre agenzie, in base alla normativa che le ha richieste, hanno assunto in pratica la forza di legge.

Negli anni '70 fu creata la Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO). Secondo la SEC solo il *rating* delle agenzie riconosciute poteva certificare i requisiti di capitale richiesti nel mercato finanziario (dei *broker-dealers*). Le banche e le altre istituzioni finanziarie si sono sentite così dispensate dal valutare direttamente il margine di rischio dei loro investimenti perché potevano soddisfare le richieste dei regolatori attraverso il *rating* di una delle tre agenzie.

La posizione delle tre agenzie maggiori per questo non è mutata<sup>1</sup>. Anche se altre hanno ricevuto il riconoscimento, la loro posizione è restata del tutto marginale.

Mentre il loro potere andava aumentando, per precauzione adottavano clausole secondo le quali sui rating e su ogni opinione che vi era riportata non si doveva fare affidamento nel decidere gli investimenti<sup>2</sup>. Le agenzie, alle quali la regolazione rimetteva il giudizio sull'affidabilità di certi investimenti, si premuravano dunque di avvertire che i loro rating non andavano utilizzati per investire. La situazione era sicuramente singolare<sup>3</sup>.

## 2 - Dall'Investor Pays all'Issuer Pays

<sup>1</sup> Come ha rilevato L.J. White, *The Credit Rating Agencies*, in Journal of Economic Perspectives, "the Security and Exchange Commission created a new category - 'nationally recognized statistical rating organization' (NRSRO) - and immediately grandfathered Moody's, Standard&Poor's, and Fitch into the category".

<sup>2</sup> "Any user of the information contained herein should not rely on any credit rating or other opinion contained herein in making any investment decision". E' la clausola adottata da Standard & Poor's; Mood's ne ha adottata una analoga.

<sup>3</sup> Secondo l'art.2.4 della legge n.130/1999 "nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi".

Per il legislatore italiano gli investitori professionali sono in grado di valutare direttamente i rischi. La dottrina ha proposto l'ampliamento della sfera del rating ritenendo che la valutazione sia necessaria quando l'investitore professionale acquista i titoli per collocarli successivamente presso il pubblico (v. Rodford, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in Società, 2000, p.1167).

La CONSOB, come richiesto dal comma 5 dello stesso art.2, con deliberazione n.12175 del 2 novembre 1999 ha stabilito i requisiti di professionalità ed i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione

L'art.2.1, lett.b) dispone che "alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a tre anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti". Questi requisiti (comma 2) "si considerano posseduti dagli operatori attivi nel mercato dell'Unione Europea da almeno tre anni nell'attività di valutazione del merito di credito alla entrata in vigore del presente regolamento".

In pratica anche in Italia è stata confermata la posizione preminente delle tre società operanti da tempo nel mercato internazionale. V. in proposito De Vitis, *Le società di rating*, in Ferro-Luzzi, *La cartolarizzazione, commento alla legge n.130/99*, 2005, p.232 e ss.

Sempre negli anni '70 nel mercato del rating è intervenuta un'altra innovazione. Sin da quando Moody aveva cominciato ad operare il pagamento era stato a carico dell'investitore, che lo aveva richiesto, per il quale era utile qualunque valutazione, positiva o negativa che fosse, purchè affidabile. Il suo interesse era, pertanto, non orientato cosicché il fatto che il pagamento fosse a suo carico non faceva sorgere dubbi sulla affidabilità del giudizio.

Negli anni '70 le posizioni si sono invertite. Il pagamento ha cominciato ad essere a carico dell'emittente il cui interesse era per un rating favorevole, quindi orientato. La neutralità del rapporto economico è venuta così ad incrinarsi.

Per questo cambiamento sono state prospettate diverse ragioni. Secondo alcuni il vecchio sistema avrebbe favorito il *free-riding* perchè le fotocopiatrici, da poco entrate in uso, avevano consentito di avere rapidamente copie da chi aveva richiesto il rating, riducendo così le operazioni di mercato. Per altri sarebbe stato decisivo lo shock provocato dal fallimento nel 1970 del Penn-Central Railroad<sup>4</sup>.

Sono queste ed altre solo ipotesi, nessuna del tutto convincente. Quello che non sembra contestabile è che chi ne poteva trarre beneficio erano le agenzie.

La ragione è stata già accennata. Mentre l'interesse degli investitori era per un giudizio attendibile, positivo o negativo che fosse, per gli emittenti non era lo stesso. Avrebbero pagato volentieri qualcosa di più per un giudizio favorevole, che comportava una riduzione del costo del loro debito.

Non è questo un sospetto dovuto a diffidenza preconcetta.

Nel 2008 davanti alla Commissione Banking del Senato degli Stati Uniti si sono avute diverse audizioni in materia.

Può essere lasciata da parte quella di Eric Kolchinsky, già analista presso Moody's, con la quale ha avuto un contenzioso. Non possono, invece, essere trascurate le dichiarazioni di Arturo Cifuentes<sup>5</sup> e di Mark Froeba<sup>6</sup>.

L'esperienza del primo era vasta. Aveva lavorato in pratica in tutti i settori nevralgici: agenzie di rating, compagnie di riassicurazione, hedge funds, banche di investimento. In particolare, era stato Senior Vice-Presidente di Moody dal 1996 al 1999. A suo giudizio alle agenzie erano stati attribuiti troppi poteri, in particolare: definire il significato del rating adottato (come esempio ha richiamato il BBB, dove era fissato l'*investment grade*); stabilire le condizioni per l'assegnazione del rating; verificare se nei titoli esaminati ricorressero le condizioni volute; in tutti e tre i casi con la possibilità di cambiare a discrezione i criteri.

Ha indicato come particolarmente pericolosa la mancanza di quella che ha definito la Muraglia Cinese, vale a dire la separazione tra il *rating business* ed il *rating analysis*, per evitare che gli analisti fossero soggetti alla supervisione dei managers, il cui compenso dipende dall'entità dei ricavi e, quindi, degli utili. Il giro di affari non è di poco conto. Solo per fare un esempio, nel 2008 Moody's ha dichiarato ricavi per un miliardo ed ottocento milioni di dollari ed un utile di \$ 458 milioni<sup>7</sup>.

Cifuentes ha, pertanto, concluso che, in mancanza della separazione tra i due settori (la Muraglia Cinese) c'era il pericolo reale che i manager finissero con l'esercitare una

<sup>4</sup> Le ragioni di volta in volta addotte sono richiamate da **W. J. While**, op.cit. p.214-215, che ha rilevato come il cambiamento del modo di pagamento ha aperto la porta al potenziale conflitto di interessi.

<sup>5</sup> [banking.senate.gov/public\\_files/opgstnet/Cifuentes/US Senate Hearings 222008.pdf](http://banking.senate.gov/public_files/opgstnet/Cifuentes/US_Senate_Hearings_222008.pdf)

<sup>6</sup> [Banking.senate.gov/public/index.cfm](http://Banking.senate.gov/public/index.cfm)

<sup>7</sup> **I. Fender –J. Mitchell**, *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating* in Rassegna trimestrale BRI, giugno 2005, p.79, richiamano la relazione annuale di Moody's per il 2003 secondo la quale solo per le operazioni di finanza strutturata è indicato un giro di affari di \$460 milioni, vale a dire oltre il 40% dei proventi da commissioni per l'assegnazione di rating.

influenza indebita sugli analisti, le cui promozioni, i cui aumenti salariali ed i cui bonus si sarebbero dovuti legare alla esattezza delle analisi e non all'incremento degli utili della società e della sua quota di mercato.

Cifuentes, a quest'ultimo proposito, ha richiamato l'opinione di Mark Froeba, anche lui sentito dalla Commissione, avvocato a New York, dopo aver lavorato presso Moody's per un decina di anni nel CDO group, lasciando l'agenzia nel 2007, anche lui come Senior Vice President.

La sua dichiarazione ha preso le mosse dalla situazione normativa anteriore alla crisi finanziaria.

Le agenzie godevano di un monopolio *effective* nel mercato del rating, rafforzato dal fatto che la domanda per il loro prodotto monopolistico era non solo stimolata, ma addirittura imposta dalla normativa in vigore, mentre la giurisprudenza escludeva la loro responsabilità per danni. Segnalava, pertanto, alla Commissione la necessità di verificare che cosa non avesse funzionato perchè solo a questa condizione si sarebbero potuti predisporre rimedi efficienti.

Per l'indagine, secondo il suo parere, sarebbe stato indispensabile accertare la reale situazione di fatto attraverso informazioni assunte non a livello teorico o con colloqui con i managers delle agenzie, ma interpellando gli analisti incaricati. Solo attraverso interviste di questo genere con il maggior numero di analisti di ciascuna agenzia sarebbe stato possibile arrivare a sapere che cosa in effetti fosse successo e non quello che solo si supponeva.

Il primo rimedio anche per Froeba era la predisposizione di un *fire wall*, quella che Cifuentes ha poi chiamato Muraglia Cinese. In secondo luogo il divieto per i dipendenti delle agenzie di possedere azioni delle società *interessate*. Il possesso di azioni – sono sempre osservazioni di Froeba - anche se non avesse condizionato i singoli ratings, avrebbe potuto provocare dubbi negli investitori, che invece non dovrebbero mai domandarsi se chi opera per le agenzie sia più sensibile agli interessi degli azionisti che a quelli degli investitori. Per la stessa ragione la qualità delle analisi e non la loro incidenza sugli utili dell'agenzia avrebbe dovuto incidere sulla remunerazione degli analisti. Froeba ha così confermato le perplessità di Cifuentes.

Questi interventi sarebbero stati tanto più necessari per il fatto che le agenzie non erano ritenute responsabili per i danni prodotti dalle loro previsioni sbagliate. La previsione di rimedi in caso di danni – ha tenuto a precisare - soprattutto se rilevanti, sarebbe servita non a fare un regalo agli investitori, ma a ripristinare la loro fiducia una volta che fosse chiaro che le agenzie non avrebbero potuto più assegnare rating sbagliati impunemente (*with impunity*).

Quando il rating di un certo livello è richiesto per la valutazione dei rischi di istituzioni finanziarie, come dalla SEC per i broker-dealers, dalla Federal Reserve per le banche e dalla NAIC per le società di assicurazione, secondo Froeba c'è un *compelling* interesse ed anche il dovere di disciplinare rigorosamente la materia. La delega alle agenzie non avrebbe, comunque, dovuto dispensare il governo dal provvedere ad un controllo serio.

A sostegno dell'utilità di sanzioni ha richiamato anche il parere di altri esperti.

Il valore di queste osservazioni non può essere svilito solo perché espresse in forma dubitativa. In particolare una delle domande dovrebbe mettere sull'avviso tra quelle che secondo Froeba si sarebbero dovute rivolgere agli analisti in sede di indagine, se cioè fossero state esercitate pressioni, dirette o indirette, per tenere conto, nel condurre le analisi, degli interessi dell'agenzia.

Proposta da chi era stato Senior Vice President di una delle maggiori agenzie, assumeva un significato al di là della forma<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Circa i timori sui potenziali conflitti di interessi quando il servizio è prestato su incarico dell'emittente v. I. Fender –J. Mitchell, *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating*, già richiamato, p.79 e L.



### 3 - Il rating sui bilanci statali

L'indagine condotta dal Senato riguardava il mercato ordinario del rating, quello a richiesta.

I termini della questione sono diversi quando si passa al rating sui bilanci statali. Da parte degli Stati non c'è richiesta. Ci si dovrebbe, pertanto, domandare se le agenzie abbiano il diritto di valutare, senza richiesta, l'affidabilità di un bilancio statale e soprattutto di pubblicare la propria valutazione.

I giudici statunitensi, ai quali si sono rivolti alcuni soggetti (non lo Stato) per essere risarciti dei danni risentiti da rating non richiesti, hanno respinto la domanda in base al primo emendamento della Costituzione, secondo il quale "il Congresso non potrà fare alcuna legge... per limitare la libertà di parola o di stampa...". Le domande non erano fondate sulla illegittimità della valutazione per il solo fatto che non fosse stata richiesta, quindi in violazione della riservatezza, quanto sul carattere negativo del rating che aveva prodotto i danni.

Se il rating è espresso a richiesta, tra le parti si instaura un rapporto contrattuale alla stregua del quale vanno risolte le questioni che possono sorgere. La parti vi avranno inserito tutte le clausole alle quali avevano interesse. Quando, in mancanza di richiesta, tra le parti non c'è un rapporto preconstituito, diventano applicabili i principi sulla responsabilità extracontrattuale.

Non è il caso di soffermarsi ad esaminare la motivazione delle sentenze. Può essere sufficiente qualche osservazione di principio.

L'emendamento pone un limite al potere legislativo. Nei casi decisi, senza che fosse in discussione la legittimità di una norma, il giudice era chiamato a verificare se nell'esercizio della libertà di espressione, non messa in dubbio, l'agenzia si fosse spinta al di là del consentito.

Questo aspetto della questione, rilevante per la giurisprudenza europea, non lo è stato nella stessa misura per i giudici statunitensi, che per tradizione hanno una visione diversa dei rapporti tra libertà (la libertà di espressione e la tutela della sfera personale).

Nel giudizio non era coinvolto lo Stato la cui posizione particolare, se fosse stata interessata, avrebbe probabilmente comportato un'indagine almeno parzialmente diversa. Sulla questione di diritto statunitense non è necessario proseguire.

### 4 - La funzione economica del rating sui bilanci degli Stati

Il giudizio è espresso dalle agenzie nello svolgimento della loro attività economica, rivolta al mercato. Non costituisce, pertanto, pura espressione di pensiero, ma, come si vedrà, strumento per realizzare un utile economico.

Quelli utilizzati dalle agenzie sono dati personali, ai sensi dell'art.4.1, lett.b) d. lgs. n.196/2003. Poiché provengono da documenti conoscibili da tutti non è richiesto il consenso per il trattamento (art.24.1, lett.c). Non è necessario soffermarsi sulla applicabilità della normativa richiamata alle persone giuridiche e, in particolare, allo Stato perché quello praticato dalle agenzie non sembra classificabile come *trattamento* dei dati perché non sono sottoposti alle operazioni elencate nell'art.4.1, lett.a), ma solo utilizzati come informazioni per arrivare ad un giudizio secondo criteri che in gran parte sono tecnici.

Forse anche per questo, a quanto risulta, la questione non è finita all'esame del Garante<sup>9</sup>.

**J. White**, *The Credit Rating Agencies*, già richiamato, p.215.

<sup>9</sup> Il Garante si è occupato delle agenzie di rating con provvedimento del 19 maggio 2010, n 1736161 (Boll. n. 116/maggio 2010). I dati riguardavano il personale dell'agenzia e soggetti comunque in rapporto con essi.

Esclusa l'applicabilità del d. lgs. n.196/2003, ci si deve domandare se sia consentito, per svolgere un'attività economica a fini di lucro, interferire nella sfera altrui, producendo danni all'interessato.

La particolarità della questione richiede qualche ulteriore precisazione anche attraverso il richiamo di quanto è stato già detto.

Se il rating è a richiesta, si instaura tra le parti un rapporto contrattuale, che può essere modellato secondo le esigenze rispettive. L'agenzia avrà diritto ad un compenso, variabile da caso a caso, e il cliente potrà inserire anche la clausola di riservatezza del rating, che l'agenzia non potrà mettere in circolazione.

Nel caso di rating sui bilanci statali con lo Stato non c'è nessun rapporto preconstituito. L'iniziativa è della stessa agenzia, che di conseguenza non ha corrispettivi. Le operazioni, alle quali l'agenzia deve procedere, sono in genere complesse e costose. Se non ricavasse nessun'utilità, nemmeno in via indiretta, potrebbe sorgere qualche dubbio sulla legittimità dell'iniziativa. Si riproporrebbe la questione se sia consentito ad una società, che per definizione ha fini di lucro, svolgere un'attività per sua natura in perdita.

Non è necessario mettere in evidenza che in questo caso non si tratta di elargizioni per fini di interesse pubblico o di beneficenza. Non sembra facile far passare come fini di interesse pubblico la pubblicazioni di giudizi che interessano il mercato finanziario e che comportano lo spostamento di grandi quantità di risorse.

Va pertanto verificato se le agenzie trovino, o sperino di trovare, una compensazione per le spese che affrontano in qualcosa di diverso da un corrispettivo diretto.

In quanto prestatrici di servizi le agenzie hanno un loro mercato di riferimento, che è quello del rating a pagamento. Si può ritenere che quello del rating sui bilanci degli Stati costituisca un mercato autonomo?

*Mercato*, secondo la nozione ormai tradizionale, è quell'ambiente funzionale in cui si realizza il valore di scambio dei beni e dei servizi, dove la domanda si incontra con l'offerta. Senza la richiesta non si può instaurare nessun rapporto con il soggetto interessato, che *interessato* non può nemmeno essere definito perché nella maggioranza dei casi ha un interesse a non avere un rating. Il fenomeno resta del tutto unilaterale e la funzione di scambio va esclusa per definizione.

Se fosse configurabile un mercato autonomo, come gli amministratori potrebbero giustificare di fronte agli azionisti un'attività, svolta in perdita sicura, impegnando le strutture societarie specializzate in indagini costose? Non risulta che sia stata mai prospettata una responsabilità degli amministratori per danni alla società o agli azionisti e certamente non si può pensare che l'omissione sia dovuta a spirito altruistico.

Il *mercato* andrebbe escluso anche se l'attività, per ipotesi solo di scuola, fosse classificata di beneficenza, svolta per fine altruistico. Da una parte non ci sarebbe una *domanda* in senso tecnico, ma solo una posizione passiva di ricezione delle prestazioni, la cui natura e la cui entità sono lasciate alla valutazione di chi vi provvede; dall'altra la prestazione non sarebbe rivolta ad avere una utilità economica, ma eventualmente solo a dare a chi la effettua una collocazione sul piano etico.

In proposito la giurisprudenza comunitaria ha già avuto occasione di pronunciarsi.

-----

##### 5 - Il rating sui bilanci sovrani ed il mercato di riferimento

Se l'attività di rating sui bilanci statali, considerata autonomamente, non va collocata in un mercato autonomo, non significa che sia estranea a ogni mercato.

---

La finalità del trattamento era la prevenzione di conflitti di interessi che si sarebbero potuti verificare se il personale avesse posseduto i titoli sottoposti ad analisi. Non erano prese in considerazione le posizioni di conflitto in cui si potrebbero trovare le agenzie e non i loro dipendenti, posizioni centrali nelle dichiarazioni rese alla Commissione del Senato degli Stati Uniti.

Al mercato, quello dei rating a pagamento, gli Stati sono rimasti sinora estranei per una ragione che sembra evidente: la loro condotta finanziaria è condizionata da scelte di politica sociale, economica ed internazionale, assunte nell'esercizio della propria sovranità. Non avrebbe senso che ne richiedessero la convalida a soggetti privati, come le agenzie, che applicano (o che dovrebbero applicare) criteri solo economici o di finanza. Ciò malgrado, subiscono rating ad iniziativa delle agenzie. Per questo è stato affacciato il dubbio che i rating, proprio perchè non richiesti, siano tenuti bassi per esercitare una sorta di ricatto sugli emittenti privati in modo da indurli a richiederli a pagamento, prevedibilmente migliori<sup>10</sup>.

Un rating *unsolicited* negativo può produrre al soggetto emittente danni molto maggiori dei vantaggi di uno positivo. Che sia o non fondato il dubbio, non può negarsi che di fatto ci sia una spinta per le società a richiedere rating a pagamento, che statisticamente sono più favorevoli di quelli *unsolicited*<sup>11</sup>.

La situazione che si è venuta a creare è tale che soggetti, che già per operare nei mercati finanziari devono affrontare in ogni caso dei rischi, si trovano esposti ad iniziative altrui tanto più frequenti quanto più possono riuscire dannose, senza la possibilità di impedirle e, almeno secondo la giurisprudenza statunitense, senza nemmeno la possibilità di essere risarciti dei danni prodotti da rating sbagliati.

Intenzioni più o meno ricattatorie possono essere escluse nei confronti degli Stati che non richiedono rating sui loro titoli e che pertanto non possono essere indotti a farlo, qualunque sia il mezzo adottato. I rating negativi che subiscono non sono, peraltro, senza effetti per le tre agenzie che attraverso di essi, per i danni che sono capaci di produrre, vedono rafforzata la loro posizione di mercato<sup>12</sup>. Da qui l'interesse ad emettere rating non richiesti, soprattutto se sono negativi. Più negativi essi sono, maggiori sono gli effetti, più temibili diventano le agenzie.

E non è senza significato che i rating unilaterali, prevalentemente negativi, siano emessi anche nei confronti degli operatori economici, potenziali soggetti del mercato, che possono per questo essere indotti a richiederli<sup>13</sup>.

<sup>10</sup> V. **Christina E. Banner, Patrick Behr, André Guttler**, *Do unsolicited ratings contain a strategic rating component?* p.3 e ss. (2008), [www.frankfurt-school.de/content/eu/fipema/research/publications.html](http://www.frankfurt-school.de/content/eu/fipema/research/publications.html). Degli stessi Autori v. anche *Rating opaque borrowers: why are unsolicited ratings lower?* (2009), <http://hdl.handle.net/10419/30175>. V. anche **L. White**, op. cit. p.216. Qualche accenno si trova anche nella dichiarazione di Froeba alla Commissione senatoriale.

**P. Van Roy**, *Is there a difference between solicited and unsolicited ratings and if so, why?*, NBB, Working paper n.79, February 2006, p.1- 2, dopo aver richiamato le statistiche SEC, secondo le quali i rating *unsolicited* non risultavano altrettanto favorevoli di quelli *solicited*, ne ha prospettato anche una ragione alternativa. Quando il rating è richiesto gli emittenti procedono ad una *self-selection*, nel senso che l'interesse è soprattutto di quelli che, consapevoli della propria buona condizione, possono fare affidamento su un rating elevato. In questo caso, inoltre, le agenzie ottengono più informazioni da parte del richiedente, mentre i rating non richiesti nella maggior parte dei casi sono fondati su informazioni desumibili dalle relazioni annuali pubblicate e quindi tendono ad essere *more conservative*.

<sup>11</sup> In **Banner, Behr e Guttler**, op. cit., p.2 è richiamata un'indagine della SEC del 2005 secondo la quale i rating non richiesti risultavano più bassi di quelli emessi a pagamento. V. le tabelle che vi sono riportate. In particolare è messo in evidenza l'interesse della agenzia ad operare nei paesi in via di sviluppo: "In developing countries, unsolicited ratings are even more common, thus corroborating the 'business expansion' argument. Interestingly, however, particularly the biggest rating agencies seem to use the concept of unsolicited ratings to penetrate new markets. As such, unsolicited ratings are often criticized as additional barriers to entry into the rating industry by increasing the market power of the already large rating agencies rather than opening up competition".

<sup>12</sup> Thomas L. Friedman, in una intervista riportata dal *New York Times* (richiamata da White, citato, p.216) già nel 1996 sosteneva: "Secondo me ci sono oggi nel mondo due superpotenze. Ci sono gli Stati Uniti, e Moody's Bond Rating Service. Gli Stati Uniti possono distruggerti buttando delle bombe, e Moody's ti può distruggere degradando i tuoi bonds. E credetemi, spesso, non è chiaro chi è più potente".

<sup>13</sup> Nel 1998 la Hannover Re, società tedesca di riassicurazione, dopo aver rifiutato il servizio di rating da parte di Moody's, si è vista assegnare dall'agenzia un pessimo rating *unsolicited* (v. **Banner, Behr e Guttler**,

Le agenzie sono andate anche oltre. Hanno ideato l'*outlook* negativo. Se non sono in grado o non hanno temporaneamente interesse ad emettere un nuovo rating peggiorativo, cominciano ad annunciare che negative sono le previsioni. Lo Stato, che ne è destinatario, si viene così a trovare in una situazione ambigua, ma già produttiva di danni, destinata a durare per un tempo non prevedibile.

Se limitarsi ad un *outlook*, se emettere un rating, quando emetterlo e nei confronti di chi, vale la pena di ripeterlo, sono tutte iniziative lasciate alla scelta, ed agli interessi, delle agenzie, che decidono anche, sempre autonomamente se, quando ed in quale forma pubblicarli.

-----

## 6 - La pubblicazione del rating *unsolicited*

Se le agenzie si fermassero alla redazione dei rating non sorgerebbero questioni o, se sorgessero, sarebbero di interesse minore. Potrebbero costituire materiale di ricerca, utile per avere una visione complessiva dei mercati finanziari della quale tenere conto nella elaborazione dei rating richiesti.

Che gli obiettivi siano ben diversi è dimostrato dal fatto che tutti i rating vengono pubblicati, scegliendo anche il tempo in cui possano produrre i danni maggiori.

Se ce ne fosse stato bisogno, una prova ulteriore si è avuta recentemente. Dopo che la Grecia, ricevuta una valutazione ben al di sotto dell'*investment grade*, aveva provveduto a misure di notevole rigore finanziario, le agenzie hanno subito peggiorato ulteriormente la loro valutazione.

Che il nuovo rating e, soprattutto la sua pubblicazione, fossero rivolti agli investitori per metterli al corrente dei rischi che avrebbero potuto correre, va escluso senz'altro. Non solo i rating precedenti, ma soprattutto le lunghe discussioni intergovernative nell'ambito dell'Unione Europea, erano state anche in eccesso per avvertirli. L'obiettivo non può essere stato che un altro: sottolineare presso l'opinione pubblica specializzata che le agenzie erano giudici assoluti dell'affidabilità anche politica degli Stati, al di sopra degli organi nazionali e della stessa Unione. Il rating, infatti, non era rivolto solo alla Grecia, ma anche alle misure finanziarie disposte dall'Unione, considerate inefficienti.

Quali erano gli interessi in gioco?

Da una parte la Grecia, le cui misure già prese, fortemente penalizzanti nei confronti dei contribuenti e soprattutto dei lavoratori subordinati, secondo la maggioranza dei commentatori avrebbero provocato un aggravamento della recessione e che, a seguito del nuovo rating, poteva essere costretta a prendere ulteriori provvedimenti restrittivi. Dall'altra le agenzie, il cui solo interesse era al consolidamento della loro posizione, quasi di giudici di ultima istanza, anche a costo di provocare danni forse insostenibili ai contribuenti di uno Stato già in difficoltà.

Che il loro scopo fosse di produrre i danni maggiori è dimostrato dal tempo della pubblicazione.

La pubblicazione immediata dopo le misure della Grecia e dell'Unione non era necessaria. Ha giovato non agli investitori, che erano in allarme da tempo, ma solo alle agenzie stesse che, per consolidare la loro posizione di mercato, sono passate sopra agli interessi di un'intera nazione.

Prima della prudenza, la correttezza avrebbe dovuto suggerire di aspettare i possibili effetti dei provvedimenti già presi per valutarli a consuntivo.

Il rating, ulteriormente negativo e pubblicato a breve scadenza, era fondato più che su argomenti di finanza, su di una valutazione politica della capacità, oltre che della Grecia di attuare le misure già prese, anche dell'Unione di essere in grado di sostenerla nelle forme e nella misura sufficienti. Le agenzie, da soggetti che sul mercato forniscono servizi tecnici

op. cit. p.3). Un caso analogo è richiamato da L. J. White, cit. p.216.



a richiesta, si sono così investite da sole del potere di sottoporre a giudizi definitivi di politica economica e finanziaria tutti gli operatori mondiali, Stati compresi. Tra questi ultimi anche gli Stati Uniti che sono stati avvertiti del rischio di un ritocco al ribasso del loro rating.

-----

## 7 - La situazione attuale

L'attività del rating ha, dunque, assunto un funzione ben diversa dall'originaria per iniziativa delle tre agenzie che occupano il mercato quasi per l'intero e che del tutto autonomamente hanno deciso di estenderla al settore pubblico, compreso quello statale, senza esserne richieste.

Da soggetti privati, hanno svolto tradizionalmente attività di valutazione dell'affidabilità di titoli di natura diversa, negoziati sui mercati di riferimento. Questa loro attività si è svolta per lungo tempo nella sua forma propria. Il servizio era reso all'investitore interessato a comprare i titoli, a carico del quale era di conseguenza il corrispettivo.

Col tempo – non è necessario ricercarne le ragioni - si sono avuti mutamenti sostanziali. Il corrispettivo è finito a carico dell'emittente dei titoli il cui interesse era per una valutazione positiva. E' arduo pensare che l'emittente potesse essere interessato anche ad un rating negativo, come se non fosse già al corrente dei punti di debolezza dei titoli emessi o che si stava preparando ad emettere.

Come si sa, il mercato più esteso e più rischioso è diventato quello dei derivati che sono meglio valutabili da chi li ha costruiti o a contribuito a costruirli, che ne conoscono a fondo la struttura.

Una volta che l'interesse non era più bifronte come quello degli investitori (positiva o negativa che fosse la valutazione), ma era orientato verso un rating positivo, poteva sorgere il dubbio che l'emittente per averlo fosse disposto a pagare anche qualcosa di più. Chi nella nuova situazione restava estraneo al rapporto era l'aspirante sottoscrittore, quello che all'origine aveva stimolato il mercato.

Fino a qui si potrebbe dire che erano affari degli interessati, di chi chiede e paga il rating e di chi se ne fida.

Nel frattempo è intervenuto anche un altro mutamento, che con i meccanismi di mercato ha poco a che fare. Sempre le stesse tre agenzie si sono messe a valutare anche i bilanci di chi non ne aveva fatto richiesta, compresi gli Stati. Per questi ultimi si è creata una situazione realmente singolare. Il bilancio di uno Stato – l'osservazione è banale – non è formato con criteri soltanto economici. Vi sono voci - quelle più rilevanti- per i servizi che lo Stato deve prestare necessariamente. Fino a quale limite le spese possano essere sostenute e fino a quale limite in corrispondenza possa essere portata la pressione tributaria per farvi fronte è rimesso alla valutazione dello Stato, che deve tenere conto della situazione complessiva.

Anche questa è un'osservazione banale che viene fatta perché sembra trascurata.

Ogni giudizio sui bilanci degli Stati, non a caso definiti nel gergo degli addetti ai lavori come *sovrani*, non può essere condotto con criteri soltanto economici o finanziari. Di questo sono ben consapevoli le agenzie. Recentemente, esprimendosi su alcune misure prese dall'Italia, ritenute corrette, alcune delle tre agenzie hanno abbassato il rating precisando che era fondato su valutazioni politiche, vale a dire sui dubbi, legati alla situazione interna, che quelle misure possano essere attuate correttamente.

A questa affermazione non si è avuta una reazione appropriata o, se c'è stata, è rimasta un po' nell'ombra.

Non mancano motivi per essere quanto meno perplessi. Da una parte ci sono soggetti privati, con fini di lucro, che ricavano i loro utili da rating che emettono a richiesta, con i corrispettivi a carico della parte che non sembra proprio la più titolata. Dall'altra ci sono gli

Stati, enti sovrani che svolgono una serie di attività economiche con criteri ben diversi da quelli di chi persegue fini di lucro. Ebbene i primi giudicano dell'affidabilità dei bilanci dei secondi senza che nessun glielo abbia chiesto, scegliendo i tempi in cui farlo, le fonti delle informazioni, i criteri secondo i quali valutarli e gli indici di valutazione. E questo senza che gli Stati, benché enti sovrani ed interessati in senso contrario, possano impedirlo.

-----

### 8 - La posizione dominante delle agenzie nel mercato dell'Unione Europea

Per la mancanza di qualsiasi rapporto tra agenzie e Stato, quest'ultimo, come si è già accennato, potrebbe fondare pretese risarcitorie solo sulle norme in materia di illecito extracontrattuale.

Il giudizio presenterebbe difficoltà di non poco conto per la complessità delle questioni che sorgerebbero.

Andrebbe accertato.

- se le agenzie possano a discrezione procedere alla emissione di rating ed alla loro pubblicazione;
- se rispondano già per il fatto di aver proceduto unilateralmente, indipendentemente dalla natura dei rating;
- se un danno sia profilabile solo in caso di rating negativi;
- se per la risarcibilità sia necessaria la prova della loro inattendibilità.

Se la risposta fosse positiva per il primo quesito e negativa per il secondo, la prova a carico dello Stato non sarebbe agevole.

Il rating è fondato sulla previsione del rischio. Il rischio non significa che il danno si verifichi sicuramente, ma solo che ce ne è la probabilità. Il rimborso dei titoli senza difficoltà non sarebbe un dato sufficiente. Bisognerebbe accertare che la previsione del rischio sia stata sbagliata, quindi attraverso una indagine tecnica con tutte le complicazioni conseguenti.

Piuttosto che risarcire i danni una volta prodotti sarebbe più utile ed equo cercare di evitarli con mezzi preventivi. In prima fila si troverebbero quelli approntati dalla normativa sulla concorrenza.

Data l'estensione del mercato rilevante non c'è dubbio che andrebbe applicata la normativa comunitaria, oggi dell'Unione Europea.

Ponendosi dal punto di vista dell'art.101 TFUE la figura di intesa sulla quale vale la pena di indagare è la pratica concordata.

Non mancano elementi indicatori. Tutte le agenzie hanno adottato non solo il rating, ma anche l'outlook negativo. L'outlook poteva rappresentare una innovazione introdotta dall'agenzia che l'aveva adottato per prima. Le altre, utilizzandolo a loro volta, hanno dimostrato di volersi conformare alla iniziativa della prima realizzando così l'elemento tipico della pratica concordata.

I loro rating negativi si inseguono a breve distanza di tempo. Tutte e tre, una volta abbassato il rating allo Stato, assegnano lo stesso anche alle imprese, in particolare alle banche, che operano all'interno dello Stato. E' questo in criterio la cui validità è stata sinora solo affermata, ma non dimostrata. Che, in mancanza di una valida dimostrazione, sia seguito da tutte e tre le agenzie è anche questo un indice significativo della *cooperazione consapevole* che realizza la pratica concordata<sup>14</sup>.

E' fuori discussione che sia interessato il commercio comunitario.

A quello dei rating *unsolicited*, non essendo un mercato, non possono essere applicate le norme sulla concorrenza. L'emissione coordinata di rating negativi non solo induce i possibili *clienti* a richiederli per la maggiore probabilità che siano positivi, ma contemporaneamente rafforza la posizione delle tre agenzie perché, attraverso l'entità dei danni che sono capaci di produrre agli Stati, dimostrano la efficacia delle loro valutazioni.

<sup>14</sup> Come noto, è la formula adottata dalla Corte di Giustizia nella sentenza 14 luglio 1972, *ICI* (n.48/69).

Le condizioni sarebbero più che sufficienti per domandarsi se l'art.101 TFUE sia stato violato. Ma è

l'art.102 TFUE che sembra meglio applicabile, tenendo presente che la sua applicazione non sarebbe incompatibile con quella dell'art.101.

Alla costituzione dell'oligopolio, come si è visto, ha contribuito la normativa statunitense che ha richiesto rating di un certo livello per classificare affidabile un numero sempre maggiore di investimenti. L'oligopolio non è stato scalfito, ma confermato con la istituzione della NRSRO<sup>15</sup>.

Sin dall'inizio, e sicuramente negli ultimi tempi, hanno raggiunto una posizione dominante collettiva, rafforzata dopo che tutte insieme hanno cominciato ad emettere rating *unsolicited* sui bilanci statali.

Questa loro posizione si proietta anche sul mercato comunitario. Negli ultimi tempi i bilanci statali presi di mira sono stati in prevalenza quelli dell'Unione tanto da far pensare che le agenzie stessero contribuendo ad un attacco all'euro piuttosto che alle finanze degli Stati.

Il coordinamento che costituisce la condizione perché possa riscontrarsi una posizione dominante collettiva è riscontrabile nei fatti. I rating *unsolicited* di tutte e tre sono nella maggior parte negativi. L'iniziativa è presa a turno. Dopo il primo, stando ai dati disponibili, non risulta che siano stati emessi rating contrastanti da parte delle altre agenzie che, al massimo, si sono limitate a tacere.

La spiegazione non può essere trovata nel fatto che le analisi sono condotte secondo principi di tecnica economica e finanziaria che, se applicati correttamente, portano alle stesse conclusioni. Lo hanno smentito le stesse agenzie. Dopo che alcuni Stati hanno preso misure serie di risanamento dei bilanci, per confermare i loro rating negativi hanno riconosciuto di aver adottato parametri politici.

C'è quanto è sufficiente per ritenere che la loro sia da tempo una posizione dominante collettiva anche nel mercato dell'Unione.

-----

### 9 - La configurabilità di un abuso ai sensi dell'art.102 TFUE

Resta da vedere se siano incorse in un abuso.

La situazione presenta alcune particolarità. Non è consueto che in un mercato, del quale sono soggetti le agenzie e coloro che richiedono rating sui titoli emessi o da emettere, restino coinvolti degli Stati, che non solo non hanno fatto richiesta di valutare i loro bilanci, ma che, se lo potessero, lo impedirebbero.

Il rapporto tra gli interessi in gioco è squilibrato. Da una parte imprese, quindi con fini di lucro, che prendono iniziative a loro discrezione per rafforzarsi nella posizione dominante nel mercato di riferimento, dall'altra soggetti che perseguono interessi generali, che non sono in grado di sottrarsi ai danni conseguenti.

A questo proposito c'è da sottolineare che le agenzie scelgono non solo come e quando intervenire e nei confronti di chi, ma anche il tempo della pubblicazione dei rating, che può incidere, e non poco, sull'entità dei danni. Non può essere considerato un caso che la pubblicazione intervenga quasi sempre quando sono prevedibili danni maggiori.

Se poi si guarda ai soggetti che ne possono trarre dei vantaggi le perplessità aumentano. I rating, stando alla situazione attuale, non si possono più considerare emessi nell'interesse degli investitori, che non li richiedono e non li pagano. Che il loro interesse non sia tenuto in considerazione è confermato dalle stesse agenzie, che hanno avuto la cura di precisare che sulle loro valutazioni non si può fare affidamento per investimenti.

<sup>15</sup> "...the Security and Exchange Commission created a new category – 'nationally recognized statistical rating organization' (NRSRO) – an immediately grandfathered Moody's, Standard & Poor's, and Fitch into the category" (L. J.White, loc cit. p.214.) Le tre agenzie hanno così continuato a trovarsi in posizione dominante (v. p.217)

Su questo mutamento del mercato è necessario insistere.

Non è stato possibile verificare se in coincidenza con il passaggio dell'onere agli emittenti l'ammontare dei corrispettivi sia aumentato<sup>16</sup>. Il fatto che i rating *unsolicited* non fossero emessi quando l'onere economico era a carico degli investitori (almeno non è stato possibile trovarne; se anche ce ne fossero stati, sono restati poco noti al pubblico) e che siano andati aumentando dopo l'inversione economica, non può ugualmente essere considerato una semplice coincidenza.

Per l'accertamento di un eventuale abuso di posizione la competenza è della Commissione dell'Unione Europea, il cui intervento sarebbe utile sia perché consentirebbe di chiarire la situazione con tutte le garanzie del contraddittorio sia perché già il solo su inizio potrebbe suggerire una maggiore prudenza.

Sarebbe questa non una minaccia odiosa, ma un tentativo di rimediare ad una situazione alla quale non è stata prestata forse l'attenzione che meritava.

Nella giurisprudenza della Corte di Giustizia si trovano già gli elementi utili.

*"In mancanza di espresse disposizioni, non si può ritenere che il Trattato, il quale vieta all'art.85 talune decisioni di semplici associazioni di imprese che alterino la concorrenza senza eliminarla, ammetta tuttavia all'art.86 come lecito il fatto che determinate imprese, collegandosi in un'unità organica, possano raggiungere una posizione dominante tale da escludere in pratica qualsiasi seria possibilità di concorrenza. ... Qualora infatti fosse sufficiente, per eludere i divieti di cui all'art.85, che nell'ambito delle intese i rapporti tra imprese siano così stretti da sottrarle all'applicazione del suddetto articolo senza ch'esse ricadano sotto l'art.86, diverrebbe lecito, in contrasto con i principi fondamentali del mercato comune, l'isolamento di una parte sostanziale di questo mercato"*<sup>17</sup>.

*"La nozione di sfruttamento abusivo è una nozione oggettiva, che riguarda il comportamento dell'impresa in posizione dominante atto ad influire sulla struttura di un mercato in cui, proprio per il fatto che vi opera detta impresa, il grado di concorrenza è già sminuito e che ha come effetto di ostacolare, ricorrendo a mezzi diversi da quelli su cui si impernia la concorrenza normale tra prodotti e servizi, fondata sulle prestazioni degli operatori economici, la conservazione del grado di concorrenza ancora esistente sul mercato o lo sviluppo di detta concorrenza)"*<sup>18</sup>.

Che i mezzi utilizzati dalla agenzie siano "diversi da quelli su cui si impernia la concorrenza normale" non sembra che abbia bisogno di essere dimostrato.

La Corte di Giustizia in più di un'occasione ha anche chiarito che il comportamento dell'impresa può produrre i suoi effetti anche su un mercato distinto da quello nel quale l'impresa ha la sua posizione dominante.

*".... Il giudice comunitario ha definito illeciti taluni comportamenti su mercati diversi dai mercati dominati, che producevano effetti su questi ultimi." " E' esatto dire che l'applicazione dell'art.86 presuppone l'esistenza di un nesso tra la posizione dominante e il comportamento che si asserisce abusivo ...."*<sup>19</sup>.

Nel caso in esame, dove il mercato è solo uno, l'indagine viene ad essere più facile. Il comportamento da valutare presenta un'anomalia maggiore perché tenuto fuori mercato e con criteri che con quelli di mercato hanno poco a che fare.

Considerato di per sé, un comportamento del genere, in quanto svolto in perdita e con danni allo Stato il cui bilancio è valutato, andrebbe evitato dall'agenzia nel suo stesso

<sup>16</sup> Secondo alcuni, come si è visto, il mutamento si sarebbe reso necessario perché il rating attraverso le fotocopie sarebbe potuto pervenire anche a soggetti diversi dai richiedenti. Una volta che il pagamento è passato a carico dell'emittente ed è diventato necessariamente unico, tutto lascia presumere che l'ammontare del corrispettivo sia aumentato.

<sup>17</sup> Si è trascritto dalla sentenza 21 febbraio 1973, *Continental Can*, (n.6/72), punto 25.

<sup>18</sup> Sentenza 13 febbraio 1979, *Hofmann - La Roche*, (n.85/76), punti 90-91.

<sup>19</sup> Sentenza 14 novembre 1996, *Tetra Pack* ( C-333/1994), punti 25 e 27.



interesse. Se visto in connessione con il mercato del rating, si coglie il pregiudizio alla concorrenza.

La richiesta di rating, stimolata dal timore di riceverne uno non richiesto, produce due effetti, entrambi distorsivi: nella maggior parte dei casi il rating sarà più favorevole di quello che sarebbe in condizioni normali, come è confermato dai dati statistici già richiamati; chi lo ha richiesto, e pagato, si mette al sicuro da un rating *unsolicited* e quindi dalla probabilità, anche essa confermata dalle statistiche, che sia negativo. Gli investitori finiscono così con avere indicazioni inattendibili, di cui sono consapevoli le stesse agenzie, che non a caso sono ricorse alle clausole di garanzia richiamate<sup>20</sup>.

Se l'abuso fosse accertato, gli effetti dannosi potrebbero essere evitati imponendo, ad esempio, alle agenzie di astenersi da rating *unsolicited*, a secondo dei casi nei confronti di tutti o solo di alcune categorie di soggetti.

Una volta che i danni si fossero prodotti, chi li ha subiti, compresi gli Stati, ne potrebbero chiedere il risarcimento.

E' un principio ormai consolidato che chi viola il diritto dell'Unione è tenuto al risarcimento nei confronti di chi ha subito i danni prodotti dalla violazione<sup>21</sup> ed è tenuto secondo le norme comunitarie.

In sede europea non sarebbe agevole la difesa fondata sulla libertà di espressione, fatta valere con successo davanti ai giudici statunitensi. Sarebbe in discussione non la libertà, garantita sia dall'ordinamento dell'Unione che da quelli nazionali, ma il modo in cui viene esercitata. Se si possa correttamente far valere quella libertà quando il fine reale perseguito non è la espressione del proprio pensiero, ma il conseguimento di un beneficio con danni per altri, sarebbe rimesso alla Corte di Giustizia.

Una considerazione finale, che può sembrare banale, ma che vuole cogliere l'aspetto concreto della questione. La normativa antitrust, per prima quella statunitense, mira a tutelare la *fair competition*. Sembra piuttosto azzardato definire *fair* quella praticata dalle tre agenzie.

---

<sup>20</sup> La posizione degli investitori è ulteriormente pregiudicata dal fatto che le tre agenzie sono *somewhat reluctant* a rendere noto se il rating pubblicato è stato commissionato o non (v. **Bannier, Behr e Guttler**, cit. p.2), impedendo così di conoscere su quale tipo di informazioni il rating sia fondato.

<sup>21</sup> Il principio risale alla sentenza 16 dicembre 1969, *Humblet*, 6/60, punto2. Ha trovato poi conferma definitiva nella sentenza 19 dicembre 1991, *Francovich*, C-6 e C-9/ 1990.