



Procura della Repubblica Tribunale di Trani

REQUISITORIA DEL PUBBLICO MINISTERO *proc. pen. n. 3942.11 R.G.N.R.-21 // 276/15 R.G. Trib.*

1. L'informazione nei mercati finanziarie e il ruolo delle Agenzie di Rating: la manipolazione "informativa" del mercato

1.a Importanza dell'informazione nei mercati finanziari

Illustre Presidente, illustri Giudici,

nel presente processo discutiamo del **reato di manipolazione del mercato** e di un caso particolare – ma soprattutto inedito – di manipolazione "informativa" del mercato addebitata (per la prima volta in sede penale, in Italia e non solo) ad una **agenzia di rating**, protagonista assoluta e professionale della "informazione" (finanziaria) ai mercati finanziari.

Ci occupiamo di "manipolazione informativa": tanto di "diffusione di notizie false", quanto di utilizzo di "artifici" riguardanti la diffusione di notizie, quindi di "artifici informativi" commessi da **analisti e manager apicali** dipendenti dalla più nota agenzia di rating al mondo, **Standard &**

Poor's, che elaboravano e divulgavano ripetutamente nel 2011 (da maggio 2011 a gennaio 2012) valutazioni negative sull'affidabilità creditizia dell'Italia (valutazioni costituenti e contenenti informazioni finanziarie rilevanti per gli investitori) solo apparentemente (ecco l'artificio informativo ex art. 185 T.U.F. che connota sempre e comunque tutte le condotte) in conformità alle regole poste a tutela della c.d. "integrità" dei mercati finanziari (ossia a tutela della correttezza e trasparenza delle transazioni nei mercati finanziari costituenti bene giuridico protetto dall'art. 185 T.U.F.) ed ai canoni regolamentari europei sull'attività di rating del credito (a presidio della tutela del mercato e degli investitori), ma in realtà scientemente e continuativamente elaborate e divulgate in "sostanziale aggiramento" delle suddette regole, con conseguente "falsificazione" e "manipolazione" sia dell'informazione finanziaria (fornita agli investitori presenti sul mercato), sia del mercato finanziario stesso nei termini che appresso meglio spiegheremo.

Per comprendere appieno le articolate dinamiche sottese ai fatti che tratteremo occorre svolgere qualche riflessione preliminare.

Cominciamo col dire che viviamo in un mondo dominato dall'informazione e dalle informazioni.

L'informazione è necessario presupposto di ogni attività dell'uomo: è, infatti, necessario presupposto della sua partecipazione alla vita culturale, sociale, politica ed economica.

Essere informati, però, non è solo acquisire una molteplicità di “*notizie*”, ossia di *nuove informazioni rilevanti* su fatti o su avvenimenti precisi (di cronaca, politica, economia, finanza ed altro), ma è anche (e, forse, soprattutto) gestire il patrimonio di “*notizie*” acquisite al fine di operare scelte consapevoli.

Essere informati ed essere **correttamente informati** è indispensabile per il consumatore, per il risparmiatore, per l’investitore ed è – si usa dire – “**strategico**” soprattutto in quei luoghi dove è possibile acquistare o vendere **strumenti finanziari** (azioni, obbligazioni, derivati, quote di fondi ecc.): luoghi denominati **mercati finanziari**, non più ormai luoghi fisici, ma piattaforme informatiche (“*sedi di negoziazione*”) dove si incrociano proposte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari immesse telematicamente nel sistema.

Essendo, peraltro, i mercati finanziari luoghi dove si scambiano denaro e valori economici, il loro regolare e trasparente funzionamento – anche e soprattutto sotto il profilo dell’**informazione** – costituisce fattore essenziale di crescita e di sviluppo.

Il motivo per il quale è proprio l’**informazione** a rivestire un **ruolo strategico** in quei mercati è dato dalla **tipicità dei beni** oggetto di negoziazioni: **strumenti finanziari** privi di utilità finale, ma dotati di utilità solo strumentale ed il cui valore non è determinato dall’intrinseca realtà merceologica.

Ecco, allora, come nei mercati finanziari in cui i prodotti in vendita non si pesano, non si toccano, non si assaggiano, non si apprezzano con lo sguardo, ma il cui valore dipende in larga misura da vicende e prospettive

retro/sottostanti a tali prodotti, è di tutta evidenza che solo chi sarà **correttamente informato** su quelle vicende e prospettive, sarà nelle condizioni di **valutare correttamente** il **valore** del bene negoziato – quindi, il corrispondente **prezzo** – ed operare scelte di investimento oculate, tutelando razionalmente i propri interessi.

Come si vede, nei mercati finanziari si maneggiano e si scambiano non solo danaro e valori ma, anzitutto, informazioni posto che gli operatori finanziari basano ed orientano le rispettive scelte di investimento sulle notizie in loro possesso.

Per le ragioni fin qui illustrate, la “**pre-condizione**” di un mercato finanziario realmente efficiente e concorrenziale è un’informazione completa, rigorosa, corretta, trasparente e tempestiva.

In questa prospettiva, è interesse del Legislatore scongiurare eventuali asimmetrie, scompensi e distorsioni “informative” tra gli operatori/investitori presenti sul mercato.

Un concetto inestricabilmente intrecciato a quelli appena introdotti è il concetto – essenziale ai fini del presente processo – di **notizia “rilevante”**.

Tra le “**notizie/informazioni**” di interesse nel mercato finanziario, ve ne sono alcune particolarmente “**rilevanti**”: tali sono – secondo il “glossario” di Borsa Italiana – quelle notizie **suscettibili di influenzare il prezzo del titolo/strumento** oggetto di emissione e successiva negoziazione, poiché riguardano i soggetti che emettono gli strumenti finanziari o direttamente questi ultimi. Al riguardo si parla di

notizie/informazioni “*price sensitive*” o di notizie/informazioni dotate di “*price sensitivity*” (concetto presente anche nel Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria – T.U.F. – laddove si fa riferimento a quelle informazioni al pubblico su dati o statistiche idonee *a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari*).

1.b Abusi di mercato e manipolazione “informativa” del mercato

Al fine di assicurare la correttezza e la trasparenza delle transazioni nei mercati finanziari in un clima di reciproca fiducia – il che equivale a garantire quella che si denomina la “*integrità del mercato*” – è intervenuta, in ambito europeo, la *Direttiva 2003/6/CE* – “*Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato – Abusi di mercato”.*

Nel rimarcare il principio secondo cui (testuale) “*un mercato finanziario efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l’integrità*”, la direttiva in parola si focalizza su quelle condotte che, ostacolando la reale e piena trasparenza delle contrattazioni, danno luogo ai c.d “*abusi di mercato*” ed individua **due fattispecie** tipiche: l’*abuso di informazioni privilegiate* e la *manipolazione del mercato*.

Obiettivo delle previsioni normative contemplate in queste fattispecie di abuso è tutelare la correttezza delle negoziazioni in relazione ai meccanismi di formazione del prezzo dei titoli oggetto di negoziazione: **prezzo** che, nell’ottica di un mercato efficiente, dovrebbe costituire il valore di equilibrio determinato dall’incontro della domanda e dell’offerta sulla base delle informazioni disponibili.

La suddetta direttiva comunitaria 2003/6/CE è stata recepita dal nostro Legislatore con l'art. 9 della Legge 18/4/2005 n. 62 (c.d. legge comunitaria 2004).

Si sono, così, introdotte diverse modifiche al nostro Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria di cui al D. Lgs.vo 24/2/1998 n. 58 (sinteticamente denominato con la siglia T.U.F.) ed abrogate le norme contenute negli artt. da 180 a 187 bis con corrispondente inserimento, nella Parte V (del citato T.U.F.), di un **Titolo I Bis** rubricato “*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato*”.

E' stato, quindi (fra le altre cose), reintrodotta il reato di *manipolazione del mercato* (art. 185 del T.U.F.), cui si è accompagnata la riscrittura del reato di *aggiotaggio* di cui all'art. 2637 del codice civile, accanto ad una previsione di illecito amministrativo (art. 187-ter del T.U.F.).

Il reato di cui si discute in questo processo è quello di **manipolazione del mercato** (c.d. aggiotaggio finanziario, previsto e punito dall'art. 185 del T.U.F.) che, come riscritto dopo la menzionata direttiva 2003/6/CE, punisce “*chiunque diffonde notizie false, o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari*”.

Il reato ex art. 185 T.U.F. può essere, dunque, realizzato da **chiunque** (si parla perciò di “reato comune”) mediante due tipi di condotte: la **manipolazione operativa** (*market based manipulation*) e la **manipolazione informativa** (*information based manipulation*): fattispecie, quest'ultima (che viene in rilievo nel presente processo) che si realizza – si badi bene – attraverso la “*diffusione di notizie false*”, ovvero attraverso il ricorso ad “*artifici*” che, laddove

abbiano ad oggetto proprio la diffusione di notizie/informazioni,
possono denominarsi (come si è fatto nell'inedito caso che qui ci occupa)
“*artifici informativi*”.

In linea generale deve rammentarsi che il reato di manipolazione di mercato ha, quale **oggetto giuridico**, la tutela dell'*integrità del mercato finanziario* (nel senso di cui si è detto in precedenza), nonché la tutela degli *investitori* da quelle condotte “manipolative” in grado di alterare la regolare formazione del prezzo degli strumenti finanziari.

La questione della competenza territoriale del giudice nella manipolazione “informativa” del mercato (questione oggetto di ampia ed approfondita discussione nel presente processo, sia in udienza preliminare sia in dibattimento, definitivamente risolta con ordinanze che hanno affermato la piena competenza del Tribunale di Trani), va affrontata alla luce della “struttura” propria del reato e delle considerazioni svolte dalla Suprema Corte di Cassazione la quale ha chiarito che in questa fattispecie «l'illecito si consuma nel momento stesso in cui la notizia, foriera di scompenso valutativo del titolo, viene comunicata e diffusa e, cioè, esce dalla sfera del soggetto attivo» (Cass., sez. V, 20 luglio 2011, ud. 4 maggio 2011, n. 28932).

Non sarebbe corretto, a parere dei supremi giudici, distinguere *«il momento dell'invio della notizia rispetto a quello della possibilità della rilevante alterazione del corso dei valori»*, prendendo in considerazione *«un successivo tempo della condotta illecita»*.

Tale soluzione – ragione sempre la Suprema Corte di Cassazione (che, si badi bene, non si è mai finora occupata di manipolazione informativa di

mercato con riguardo all'informazione finanziaria fornita ai mercati dalle Agenzie di rating) – discende dalla **struttura del reato** in oggetto: un reato di c.d. **mera condotta** (per la cui consumazione, cioè, non si richiede il verificarsi di un evento, bastando la concretizzazione della semplice condotta) e **di pericolo concreto** (non occorrendo che si realizzi un danno per il bene giuridico protetto, essendo sufficiente che tale bene venga posto in condizioni di concreto pericolo di subire un danno) che si consuma nel momento in cui ha luogo la diffusione della notizia; un reato, dunque, unisussistente, senza evento naturalistico (in specie, senza produzione necessaria di un “inganno” nei confronti dei destinatari), bensì con una sorta di *«evento giuridico [...] costituito dalla distorsione del gioco della domanda e dell'offerta sul mercato mobiliare, dipendente da situazione volutamente incidente sul corretto processo di formazione dei prezzi»*, accertabile in base ad una prognosi postuma.

A differenza dell'**illecito “amministrativo” di manipolazione informativa** (art. 187 ter T.U.F.), l'accertamento del “reato” di manipolazione informativa richiede che la verifica del requisito di “idoneità” della falsa notizia a produrre gli effetti distorsivi sul mercato finanziario sia attuata in termini di concretezza come impone la norma (il che comporta un'analisi della situazione complessiva del mercato).

In questa prospettiva di differenziazione della fattispecie di rilievo penale da quella di rilievo solo amministrativo, deve evidenziarsi come la fattispecie di reato di cui qui si tratta si caratterizza per la necessaria ricorrenza di due elementi:

1. La **concreta idoneità** della condotta a influire sul prezzo degli strumenti finanziari (proprio detta idoneità consente di parlare di reato di pericolo concreto);
2. la **sensibile** alterazione del prezzo degli strumenti finanziari come effetto concretamente possibile della condotta.

Questi due elementi caratterizzano la manipolazione di mercato come illecito penale marcandone la differenza dalla figura, pur sostanzialmente omogenea, dell'illecito amministrativo (art. 187 ter T.U.F.) che, invece, si caratterizza come fattispecie di *pericolo astratto* sanzionabile a titolo (non già di dolo, ma) di *mera colpa*.

A ben riflettere, deve ritenersi che quella “*idoneità ad alterare in modo sensibile il prezzo degli strumenti finanziari*” evochi proprio il concetto di cui si è parlato prima a proposito della c.d. **price sensitivity**.

Si è detto – e lo si ribadisce nuovamente – che sono ***price sensitive*** (o dotate di ***price sensitivity***) quelle informazioni/notizie particolarmente “rilevanti” la cui divulgazione e successiva conoscenza da parte di una platea di soggetti (gli investitori) può “concretamente” incidere sui processi valutativi degli strumenti finanziari emessi e, conseguentemente, sul prezzo dei medesimi.

E' fondamentale, poi, rammentare come la **manipolazione “informativa” di mercato** possa avvenire – come recita il testo normativo – **non solo attraverso la diffusione di notizie false, ma anche con la realizzazione di artifici che, giova ripetere, laddove abbiano ad oggetto la diffusione di notizie/informazioni (finanziarie), potranno denominarsi “artifici informativi”:** in questi casi non occorre una condotta oggettivamente fraudolenta, potendo venire in rilievo anche una

condotta di per sé lecita, ma che tragga il carattere ingannatorio dal contesto in cui si colloca o dalle modalità di realizzazione.

A tal riguardo, si è già detto che il presente processo tratta di “*artifici informativi*” ed affronta il caso di analisti e manager apicali dell’agenzia di rating Standard & Poor’s che elaboravano e divulgavano ripetutamente nel 2011 (da maggio 2011 a gennaio 2012) valutazioni negative sull’affidabilità creditizia dell’Italia (valutazioni costituenti informazioni price sensitive per gli investitori internazionali) solo apparentemente (ecco l’artificio informativo ex art. 185 T.U.F.) elaborate in modo (da apparire) **conforme alle regole** poste a presidio dell’integrità del mercato (oggetto giuridico e bene protetto dal reato ex art. 185 T.U.F.) **e ai canoni regolamentari europei del rating**, ma in realtà **consapevolmente e sistematicamente** elaborate in modo scorretto e divulgate ai mercati secondo tempistiche selettive e pilotate, con conseguente violazione del Regolamento di settore e “falsificazione/manipolazione” tanto dell’informazione (al mercato), quanto del mercato stesso.

Deve, infine, precisarsi con riguardo alle caratteristiche della fattispecie di cui qui si tratta che, sul piano dell’**elemento soggettivo del reato**, la norma rubricata all’art. 185 T.U.F. si limita a richiedere il c.d. **dolo generico**, non rilevando il perseguimento di finalità particolari per l’integrazione del reato.

Sarà, cioè, sufficiente ad integrare l’elemento psicologico della manipolazione di mercato la coscienza e la volontà della condotta tipica (diffondere notizie false, oppure porre in essere operazioni simulate o altri artifici), unitamente alla piena consapevolezza dell’idoneità di tali

condotte a cagionare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Può qui anticiparsi come l'istruttoria dibattimentale abbia dimostrato la palese ricorrenza del richiesto "**dolo**" in capo agli imputati (analisti e *manager* apicali dell'Agenzia di rating Standard & Poor's) nei quali è agevole apprezzare, oltre ogni ragionevole dubbio, la **piena ed evidente consapevolezza che svolgere quel delicatissimo ruolo** di intermediari di informazioni ai mercati finanziari **in sostanziale aggiramento (artificio ex art. 185 T.U.F.) delle regole** a tutela dell'integrità dei mercati finanziari, **nonchè delle regole** sul rating **comportava, in considerazione della loro elevata qualifica professionale, la** **previsione e rappresentazione** di **trasmettere al Mercato valutazioni** sull'affidabilità creditizia dell'emittente Repubblica italiana (valutazioni **costituenti e contenenti informazioni finanziarie "price sensitive"**) **non coerenti** con i dati e le informazioni conosciute e conoscibili da un operatore qualificato come S&P'S's, quindi **falsate, illegittime** (per contrasto con lo strumento regolamentare) ed **artificiose**: informazioni **concretamente idonee a deprimere il valore degli strumenti finanziari di quell'Emittente** (sia titoli di Stato italiani, che titoli di banche italiane) e, come tali, **manipolative del mercato.**

Le emergenze processuali hanno, dunque, evidenziato come **gli imputati,** segnatamente gli **analisti** dell'agenzia di rating Standard & Poor's – con il tacito consenso dei loro **responsabili apicali** – **resero consapevolmente e continuativamente,** da maggio 2011 a gennaio 2012, nei confronti della Repubblica Italiana – **vuoi attraverso la diffusione di notizie/informazioni finanziarie (sull'Italia)**

oggettivamente “false” (ossia incoerenti sia con dati ufficiali universalmente conosciuti/conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s, sia con nozioni/categorie economiche universalmente conosciute/conoscibili ed utilizzate/utilizzabili da investitori, emittenti ed operatori economici e del mercato), vuoi attraverso “artifici” informativi di vario genere (specialmente collegati alla tempistica) – **rating ben più sfavorevoli di quanto avrebbero dovuto essere sulla base di una valutazione indipendente, corretta e rispondente alle prescrizioni del Regolamento europeo di settore n. 1060/2009.**

Ed allora, avuto riguardo ai sopra delineati elementi strutturali del reato di manipolazione informativa del mercato, giova anticipare in questa sede che sono risultate provate in corso di istruttoria:

- 1) la (condotta) di diffusione continuativa di informazioni finanziarie price sensitive false/artificiose, concretamente idonee a incidere sul prezzo dei titoli di Stato italiani (diffusione attraverso azioni di rating, report macroeconomici o commenti, costituenti e contenenti notizie/informazioni “rilevanti” sull’affidabilità creditizia di un emittente sovrano, nella fattispecie sul merito di credito della Repubblica Italiana) elaborate in sistematico sostanziale aggiramento delle prescrizioni regolamentari di settore, anche con riguardo alla tempistica: condotta provata irrefutabilmente dall’intercettazione delle conversazioni intercorse tra analisti e manager, dalle loro mail, dalle censure della CONSOB, dai dati estratti dalle tabelle contenute nei rapporti di Banca d’Italia e di altre organizzazioni internazionali, oltre che dalle testimonianze di autorevoli testi citati dal P.M. e sfilati dinanzi al Collegio giudicante;

- 2) l'idoneità concreta di quelle condotte a falsare l'informazione al mercato, con conseguente concreto pericolo di sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari (segnatamente, dei titoli di Stato italiani) negoziabili sul medesimo mercato finanziario.
- 3) la consapevolezza degli imputati – analisti e manager apicali (questi ultimi responsabili dei medesimi analisti e “garanti” del rispetto delle prescrizioni regolamentari di settore) – che porre in essere la condotta di cui al punto che precede determinava sui mercati finanziari e tra gli investitori uno scompenso informativo foriero (con elevata probabilità, prossima alla certezza) di un deprezzamento dei titoli di Stato della Repubblica Italiana (consapevolezza provata irrefutabilmente dalla lettura congiunta di intercettazioni e mail intercorse tra analisti e manager apicali di S&P’S’s).

1.c Le condizioni economiche ed i “fondamentali” dell’Italia all’epoca dei fatti di causa

Dopo avere fatto cenno alle previsioni normative di tutela contro le condotte abusive e manipolative del mercato finanziario, giova tornare al tema dell’informazione per comprendere quale sia la principale informazione che, in mercati integrati e globalizzati, gli investitori richiedono e si attendono per operare scelte consapevoli.

Si è già detto – e giova a questo punto ribadirlo – che tra le tante “**informazioni**” circolanti, ve ne sono alcune particolarmente “**rilevanti**” (“*price sensitive*”): quelle (riguardanti i soggetti emittenti strumenti finanziari, o riguardanti direttamente questi ultimi, ossia azioni, obbligazioni, derivati, quote di fondi ecc.), capaci di influenzare il prezzo dei titoli emessi poiché, una volta pubbliche a seguito di divulgazione,

incidono sensibilmente sui processi valutativi degli investitori e, conseguentemente, sul livello della domanda e dell'offerta dei medesimi strumenti finanziari oggetto di negoziazione.

Ebbene, un'**informazione finanziaria** sicuramente dotata di *price sensitivity* nei mercati è quella sulla “**affidabilità creditizia**” (o “**merito di credito**”) di un emittente: ebbene, essa è fornita **professionalmente** dalle **Agenzie di rating**.

Cosa si intende per affidabilità creditizia (o “merito di credito”) di un emittente e perché tale informazione è così importante al punto di essere concretamente capace di influenzare il prezzo dei titoli di quell'emittente ?

Per rispondere compiutamente a questi interrogativi – cruciali nel presente processo – occorre brevemente chiarire talune nozioni e termini che con tutta probabilità ci capita di ascoltare quotidianamente e che vanno chiariti per una migliore comprensione dei fatti in deliberazione.

Trattasi di nozioni di carattere macro-economico, peraltro, indispensabili anche per una lettura consapevole e critica dei dati inerenti i “fondamentali economici” (ossia la situazione economica) del nostro Paese nell'anno 2011: dati riportati nelle tabelle prodotte dal Pubblico Ministero e dai difensori in corso di istruttoria e che vale qui la pena esaminare.

Partiamo, allora, dalle nozioni di **affidabilità creditizia** o **merito di credito** e di **emittente**.

Emittente è un'entità (una società privata o uno Stato sovrano) che per finanziarsi si “indebita” emettendo titoli obbligazionari, cioè chiedendo in prestito agli investitori denaro che si obbliga a restituire con gli interessi.

L'affidabilità creditizia (o "merito di credito") di un Emittente è, allora, la **capacità** di quest'ultimo di rimborsare regolarmente, alle scadenze prefissate, i titoli di debito sovrano emessi: orbene, ad "informare" il mercato e gli investitori sull'affidabilità creditizia di un Emittente sono proprio le **Agenzie di rating** che, all'uopo, esprimono delle valutazioni (*rating*) attraverso l'assegnazione di punteggi.

Nel presente processo a venire in rilievo è l'affidabilità creditizia di un emittente sovrano, ossia la capacità di uno Stato sovrano (nella fattispecie, la Repubblica Italiana) di rimborsare a scadenza i propri titoli obbligazionari (titoli di Stato, appunto) che emette per finanziarsi e che costituiscono la gran parte di quello che si denomina debito pubblico o debito sovrano.

Il debito pubblico o debito sovrano può definirsi come il valore nominale delle passività finanziarie lorde di tutte le amministrazioni pubbliche (ne fanno parte depositi e monete, titoli obbligazionari, prestiti; non ne fanno parte i debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche, ossia le somme dovute ai fornitori in cambio di beni o servizi e ancora non pagate).

Detto più semplicemente, il debito sovrano è il debito contratto dallo Stato nei confronti di soggetti residenti e di soggetti non residenti (individui, imprese, banche, Stati esteri) che hanno acquisito un credito nei confronti dello Stato sottoscrivendo titoli obbligazionari da esso emessi (i c.d. titoli di Stato) e destinati a coprire il fabbisogno di cassa statale.

L'affidabilità creditizia dell'emittente sovrano (e del suo corrispondente debito sovrano) viene fatta oggetto di "valutazione" (*rating*) da parte delle Agenzie di rating e di successiva informazione ai Mercati.

Ma perché e quando si fa ricorso al debito pubblico ed all'emissione di titoli di Stato?

L'emissione di debito pubblico (quindi, di titoli di Stato) ha lo scopo di procurare al settore pubblico mezzi di pagamento necessari a finanziare (“coprire”) l'eccesso di spesa pubblica (compresi gli interessi sul debito pubblico) rispetto alle entrate dello stesso settore pubblico, ossia il *deficit o disavanzo pubblico*.

Il *deficit pubblico* o *disavanzo pubblico* è la situazione contabile dello Stato che si verifica quando, nel corso di un esercizio finanziario, le uscite superano le entrate.

Il disavanzo, dunque, è un'eccedenza delle uscite rispetto alle entrate; al contrario ricorre un *avanzo pubblico* quando le entrate sono maggiori delle uscite.

La differenza tra entrate ed uscite è detta saldo e se tale saldo è negativo si parla di deficit, mentre se è positivo si parla di avanzo; se, infine, esso è pari a zero, si parla di *pareggio di bilancio*.

Si denomina saldo primario la differenza tra entrate ed uscite al netto delle spese per gli interessi passivi (pagati dallo Stato sui titoli di debito emessi): se tale differenza è negativa, si parla di “disavanzo primario”, mentre se è positiva di “avanzo primario”.

Si denomina saldo primario (o avanzo primario) la differenza tra entrate ed uscite al netto delle spese per gli interessi passivi (quelli, cioè, pagati dallo Stato sui titoli emessi).

Se uno Stato sovrano gode sui mercati e tra gli investitori di “**affidabilità creditizia**”, nel senso di essere “giudicato” – dalle Agenzie di rating (che gli assegnano un punteggio) – “capace” di rimborsare “regolarmente” alla scadenza i propri titoli di debito pubblico, si alimenterà la **fiducia** generale verso quell’emittente: a quel punto molti investitori affideranno i loro capitali a quell’Emittente investendo nei corrispondenti titoli di Stato e l’aumento di domanda di quei titoli comporterà un vantaggio per l’Emittente; quest’ultimo, infatti, potrà collocare (agli investitori) quei titoli a prezzi maggiori e – per converso – offrire agli investitori rendimenti (costituenti interessi passivi per l’Emittente) più bassi.

Ecco la grande importanza dei “giudizi” espressi dalle Agenzie di rating che, dunque, forniscono **informazioni finanziarie** estremamente rilevanti ai mercati.

Con riferimento al nostro Paese, la massima parte del debito pubblico è rappresentato da titoli di Stato, ossia titoli obbligazionari emessi dal Tesoro sia sul mercato interno (BOT, CTZ, CCT, CCTeu, BTP e BTP Italia), sia sul mercato estero: titoli che si differenziano per durata (da 3 mesi a 30 anni e più) e rendimento (fisso o variabile).

E’ pure importante rammentare che il debito pubblico è espresso nella valuta del Paese (quindi, nel caso dell’Italia, in euro) e che, normalmente, il suo ammontare viene misurato in rapporto al **prodotto interno lordo**, il c.d. **PIL** – ossia la ricchezza di un Paese, il risultato finale dell’attività produttiva dei residenti in un Paese in un dato periodo – con una **percentuale** per valutarne la **sostenibilità**: sostenibilità che ricorre quando lo Stato è in grado – non solo nell’immediato, ma anche in prospettiva – di fare fronte al pagamento dei titoli emessi (capitale in scadenza ed interessi), o di sostituire quei titoli con nuove emissioni.

Nel 2011 il PIL dell'Italia ammontava a **circa 1.600** miliardi di euro, mentre il debito pubblico a **circa 1.900** miliardi, di tal che il debito pubblico era pari a **circa il 120% del PIL**.

Proseguiamo con altre fondamentali nozioni-chiave di questo processo.

Della massa di debito pubblico, una quota è detenuta da creditori (cioè sottoscrittori dei titoli di debito emessi dallo Stato) residenti nello Stato (e si parla di debito pubblico interno, che è la quota assolutamente maggiore quanto al debito pubblico italiano), altra da creditori non residenti (e si parla di debito pubblico estero/esterno, cioè contratto con creditori residenti in altri Paesi).

Anche il settore bancario italiano, che svolge attività di raccolta del risparmio (per i successivi “impieghi”, ossia per poi prestarlo a famiglie ed imprese) e di emissione di titoli obbligazionari, presenta un proprio debito complessivo, una quota del quale è detenuta da creditori residenti (e si parla di debito bancario interno, che è la quota assolutamente maggiore quanto al debito bancario italiano), altra da creditori non residenti (e si parla di debito bancario estero/esterno, cioè contratto con creditori residenti in altri Paesi).

Altra nozione che giova comprendere con chiarezza ai fini della comprensione dei temi trattati nel presente processo è quella di **posizione patrimoniale sull'estero** di un Paese: nozione cui si ricollegano i concetti di **posizione netta verso l'estero** e di **debito lordo estero**.

Per l'approfondimento di queste nozioni, un po' più tecniche delle precedenti, si fa riferimento alla pubblicazione della Banca d'Italia "Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia" – Marzo 2016 prodotta al Collegio giudicante dal P.M. (cfr. pag. 8 e ss. e pag. 114), ma liberamente accessibile e consultabile *on line* dal sito istituzionale di Banca d'Italia.

In questo manuale si chiarisce anzitutto il concetto di **bilancia dei pagamenti**, che è uno schema contabile che registra le transazioni tra i residenti in un'economia e i non residenti, in un dato periodo di tempo.

Si indica, poi, come **posizione patrimoniale sull'estero** lo "schema statistico che mostra, al termine di ogni periodo di riferimento, il valore delle attività e delle passività finanziarie dei residenti in un'economia nei confronti dei non residenti".

La differenza tra attività e passività finanziarie dei residenti in un'economia nei confronti dei non residenti è la **posizione netta sull'estero (PNE)** che rappresenta, a seconda del segno del saldo (positivo o negativo, cioè un + o un -), un credito netto ovvero una passività netta verso i non residenti.

Una "componente della posizione patrimoniale sull'estero è il **debito lordo estero** che è costituito dall'ammontare del debito contratto dai residenti in un Paese verso i non residenti. L'impegno assunto dal debitore deve essere effettivo e non eventuale e si sostanzia nella restituzione a una futura scadenza di capitale e/o interessi."

La consistenza del debito estero lordo è coerente con il passivo della posizione patrimoniale sull'estero, della quale rappresenta un

sottoinsieme: il debito estero ne esclude la componente azionaria, gli utili reinvestiti e la posizione in strumenti derivati.

A pag. 114 del manuale in questione si chiarisce ulteriormente che **debito estero lordo** consiste nell'ammontare complessivo delle passività di un Paese (dunque, debito pubblico, debito bancario, debito di famiglie e imprese, N.d.A.) che prevedono il pagamento effettivo e non eventuale di un capitale e/o interessi ad una data futura a controparti non residenti.

Sempre con riferimento al concetto (di cui si è ampiamente discusso in dibattito) di debito estero/esterno lordo, giova evidenziare quanto indicato nella **nota 3 di pag. 9** del predetto “*Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia*” – Marzo 2016, ove si dice che “*per maggiori informazioni sul concetto di debito estero cfr. IMF (2014) External Debt Statistics Guide for Compilers and Users*”.

Ebbene, cliccando su tale *link* (che richiama la Guida dell'International Monetary Found IMF) si apre una Guida (in estratto prodotta al Tribunale) composta di vari capitoli, il secondo dei quali intitolato “*The Measurement of External Debt: definition and core Accounting Principles*” contiene un secondo paragrafo che definisce il debito estero/esterno “*Definition of External Debt*” ed indica il debito estero/esterno lordo con le parole “**gross external debt**”: tre parole che tornerà utile rammentare allorché si esamineranno le valutazioni operate dai consulenti di parte dell'agenzia di rating S&P's sulla motivazione ufficiale del declassamento dell'Italia del 13/1/2012.

Hanno sostenuto su quel punto detti consulenti – anticipiamolo qui per comodità – che il riferimento fatto dall'agenzia di rating (per giustificare il declassamento) alla “*elevata titolarità del debito estero/esterno*”

dell'Italia (debito indicato con le sole due parole *external debt*, senza l'aggiunta di alcun aggettivo), indicava il debito estero/esterno "lordo" che invece, come emerge dalla definizione summenzionata, viene indicato con l'aggiunta – alle due parole "*external debt*" – dell'altra "*gross*".

Torniamo al concetto di **debito lordo estero** per chiarire ulteriormente che esso individua una quota del debito totale di un Paese, sia pubblico (cioè emesso dal Governo/Tesoro) che privato (cioè emesso da Banche o contratto da Società e Famiglie) contratto dai residenti in un paese (Stato, Banche, Società, Famiglie) verso i non residenti ed avente ad oggetto l'effettivo pagamento di capitale e/o interessi ad una data futura (in favore, appunto, dei creditori non residenti).

Nel nostro Paese le componenti maggiori del debito lordo estero sono rappresentate dal debito "estero" pubblico/governativo (che identifica la quota di debito pubblico detenuta da creditori non residenti) e dal debito "estero" bancario (che identifica la quota di debito bancario detenuta da creditori non residenti) che più avanti tratteremo più approfonditamente.

Sono, invece, componenti minori del debito lordo estero il debito estero delle famiglie e quello delle imprese non finanziarie: famiglie ed imprese che – come emerge dai dati (che appresso analizzeremo) contenuti nel Rapporto sulla stabilità finanziaria dell'Italia del novembre 2011, pubblicato da Banca d'Italia ed acquisito all'incanto processuale – si indebitavano all'epoca dei fatti (e si indebitano tuttora) prevalentemente verso soggetti residenti, ossia all'interno dell'Italia.

Periodicamente (trimestralmente e semestralmente) la Banca Mondiale effettua un calcolo stilando una graduatoria dei Paesi in relazione al debito estero lordo.

Ebbene, secondo le informazioni ufficiali disponibili (conosciute e conoscibili) in cima a tale graduatoria vi erano – negli anni **2011/2012** – gli Stati Uniti, seguiti dalla Gran Bretagna, dalla Germania, dalla Francia, dal Giappone, dall’Olanda, quindi dall’Italia: **Italia** che, a quell’epoca, si caratterizzava per avere una **quota di debito pubblico** e una **quota di debito bancario in mano a creditori non residenti** “**bassa**” **ed al di sotto della media nell’area dell’euro**: ciò, contrariamente a quanto sostenuto – come vedremo – da S&P’S’s nella motivazione ufficiale del Research Update (R.U.) del doppio declassamento dell’Italia decretato il 13/1/2012 sul presupposto (**assolutamente falso ed incoerente con i dati ufficiali, conosciuti e conoscibili**) che l’Italia avesse una “elevata titolarità estera di debito pubblico e di debito bancario”.

Esaminiamo ora – a riscontro dell’ipotesi accusatoria e per una migliore lettura di tutte le informazioni sui “fondamentali” dell’economia italiana a tutto il 2011 trattate in questo processo – alcuni importanti **dati** tratti da fonti ufficiali (Banca d’Italia, FMI, BCE, Commissione Europea, Eurostat) e richiamati nel “**Rapporto sulla stabilità finanziaria**” **n. 2 del novembre 2011** pubblicato dalla **Banca d’Italia** ed acquisito per estratto al fascicolo dibattimentale su produzione del Pubblico Ministero (udienza 29/9/2016): dati che – come ha chiarito il teste della difesa, nonché Capo del comitato del rating sovrano per S&P’s John Chambers all’udienza dell’1/12/2016 – l’Agenzia di rating S&P’s utilizzava nelle sue analisi.

Da quel Rapporto emerge un **quadro** – a quella data (**novembre 2011**) – dei c.d. *fondamentali economici dell'Italia* **assolutamente antitetico** rispetto a quello tratteggiato dall'agenzia di rating S&P's agli investitori di tutto il mondo sull'Italia nelle azioni di rating, nei report macroeconomici e nei commenti per cui è causa.

Di seguito riportiamo la tabella “*Indicatori di sostenibilità finanziaria*” (pag. 13 del Rapporto in questione) da cui si evince **una condizione dell'Italia migliore** – **si badi bene** – **di tutti gli altri Paesi dell'area euro** (fa, in alcuni punti, meglio di noi solo la Germania), oltre che in confronto con gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone.

LA SOSTENIBILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Il deterioramento delle prospettive di crescita globale e l'aumento dell'avversione al rischio hanno fortemente accresciuto l'attenzione posta dagli investitori sul livello dei debiti sia pubblici sia privati, a scapito dell'analisi prospettica della solvibilità degli emittenti. Un tale orientamento ha contribuito a rendere più onerose le condizioni di finanziamento per lo Stato italiano; esso potrebbe tuttavia non tenere pienamente conto dei punti di forza della nostra economia, quali la prudenza seguita nella conduzione della politica fiscale negli anni recenti, la salda situazione patrimoniale di famiglie e imprese, il basso indebitamento estero, l'assenza di squilibri nel settore immobiliare e la solidità del sistema bancario (cfr. anche il par. 1.3 e i capitoli 2 e 3).

Indicatori di sostenibilità finanziaria

(in percentuale del PIL)

	Disavanzo pubblico (1)			Avanzo primario (1)			Debito pubblico (1)		
	2010	2012	2013	2010	2012	2013	2010	2012	2013
Italia	4,6	2,4	1,1	-0,1	2,6	4,1	118,4	121,4	120,1
Germania	4,3	1,1	0,8	-1,8	0,8	1,2	83,2	81,9	81,0
Francia	7,1	4,6	4,0	-4,6	-2,1	-1,4	82,3	89,4	90,8
Spagna	9,3	5,2	4,4	-7,4	-3,1	-2,1	61,0	70,2	72,8
Grecia	10,6	6,9	5,2	-5,0	0,8	3,3	144,9	189,1	187,9
Portogallo	9,8	4,5	3,0	-6,8	0,1	1,9	93,3	111,8	114,9
Irlanda	31,3	8,6	6,8	-28,2	-4,4	-1,5	94,9	115,4	118,3
Area euro	6,2	2,3	....	....	....	....	85,4	....	....
Regno Unito	10,3	7,0	5,1	-7,3	-4,1	-2,2	79,9	84,8	85,9
Stati Uniti	10,3	7,9	6,2	-8,4	-6,3	-4,6	94,4	105,0	108,9
Giappone	9,2	9,1	7,8	-8,1	-7,7	-6,2	220,0	238,4	242,9

	Caratteristiche del debito pubblico			Indicatori di sostenibilità			Debito privato a fine 2010		Posizione verso l'estero a fine 2010	
	Quota in scadenza più disavanzo nel 2012	Vita media residua dei titoli di Stato nel 2011 (anni)	Quota detenuta da non residenti nel 2011 (2) (in percentuale del debito)	Indicatore S2 (3)	Indice di vulnerabilità (4)	Indicatore FMI (5)	Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di conto corrente	Posizione netta sull'estero
Italia	23,5	7,2	42,4	2,3	0,41	4,1	45,0	81,1	-3,5	-24,0
Germania	10,5	5,6	50,1	5,0	0,18	4,6	61,6	65,4	5,7	38,4
Francia	20,8	7,0	57,9	5,5	0,32	7,9	55,1	104,7	-1,7	-10,0
Spagna	20,8	6,2	42,1	12,0	0,52	10,4	85,8	140,5	-4,8	-89,5
Grecia	16,5	6,9	55,1	....	0,60	19,0	60,7	62,9	-10,1	-95,8
Portogallo	22,3	6,0	50,3	....	0,61	13,8	95,2	152,2	-10,0	-107,4
Irlanda	13,9	6,2	55,6	15,2	0,48	13,5	119,0	185,9	0,5	-90,9
Area euro	....	....	52,1	6,4	....	....	86,3	101,4	-0,5	-13,4
Regno Unito	14,7	13,9	23,1	9,6	0,41	13,3	114,2	100,1	-2,5	-13,5
Stati Uniti	30,4	5,1	29,6	....	....	17,0	91,7	74,3	-3,2	-17,0
Giappone	58,6	5,8	6,5	....	....	14,3	62,2	96,6	3,6	52,5

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, conti finanziari e bilanci dei pagamenti nazionali.

(1) I dati del 2010 dei paesi della UE sono tratti dal comunicato stampa dell'Eurostat del 21 ottobre 2011 e incorporano le più recenti revisioni apportate sia ai dati di bilancio sia al PIL. Le previsioni per il 2012 e per il 2013 (FMI, *Fiscal Monitor*, settembre 2011) si fondono su valori di consumo per il 2010 precedenti quest'ultimo aggiornamento. - (2) La quota relativa all'area dell'euro si riferisce al 2010. - (3) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2010) necessario, dato le proiezioni demografiche e macroeconomiche, a soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale dalle Amministrazioni pubbliche; la stima tiene conto del livello del debito, delle prospettive di crescita dell'economia, dell'evoluzione dei tassi di interesse e del flusso degli avanzi primari futuri, su cui influisce la dinamica delle spese legate alla demografia. I dati sono tratti dalle valutazioni della Commissione europea dei più recenti programmi di stabilità e di convergenza, che riportano aggiornamenti dei valori presentati nel *Sustainability Report 2009*. - (4) Indice costruito sulla base di un ampio insieme di variabili fiscali e macrofinanziarie: un valore superiore a quello soglia (stimato, sulla base di episodi passati, pari a 0,51) segnala la possibilità di una crisi fiscale, oltre previsioni della Commissione europea, *Report on Public Finances in EMU 2011*. - (5) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL, che deve essere conseguito entro il 2020 (e mantenuto per un altro decennio) per portare il rapporto debito/PIL al 60 per cento entro il 2030. Il valore include l'aumento previsto delle spese in campo sanitario e pensionistico tra il 2010 e il 2030.

Nella **presentazione** (a **pag. 5**) di quel Rapporto del novembre 2011 (antecedente alle azioni di rating di S&P'S's del dicembre 2011 e del

13/1/2012!) il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco scriveva (pag. 5) in ordine ai “*numerosi punti di forza della nostra economia*” (fra i quali un “**contenuto debito estero**”: dato, quest’ultimo, cruciale nel presente processo con riguardo al declassamento dell’Italia del 13/1/2012).

Queste le parole del Governatore Visco: “*Il sistema finanziario internazionale è attraversato da tensioni profonde...le tensioni hanno investito l’Italia...nel giudizio degli investitori **la nostra economia** risente dell’alto debito pubblico e della bassa crescita. **Ma essa presenta elementi di forza** esaminati in questo Rapporto: la tendenza al riequilibrio dei conti pubblici; il basso indebitamento privato; l’assenza di squilibri sul mercato immobiliare; il **contenuto debito estero**. Il sistema bancario italiano non è fonte di instabilità. La sua posizione patrimoniale è solida...”.*

A **pag. 8**, nella sintesi del Rapporto in questione, si rimarcano e valorizza nuovamente “*il contenuto livello del disavanzo di bilancio rispetto ad altre maggiori economie, il basso indebitamento del settore privato, la solidità delle banche, il **limitato debito estero**...la situazione finanziaria delle famiglie è nel complesso solida. Il grado di indebitamento è contenuto...”.*

In ordine al sistema bancario si chiarisce che “*le difficoltà che il sistema bancario italiano si trova oggi a fronteggiare hanno origine al di fuori di esso. L’esposizione verso i paesi oggetto di programmi di sostegno finanziario è molto bassa, sia sul mercato dei titoli, sia su quello dei credit default swap...”.*

Sul tema (affrontato lungamente da testi a discarico e dai consulenti tecnici degli imputati) della raccolta di provvista da parte del sistema bancario e della crisi di liquidità esterna, si sostiene nel Rapporto, a seguire con le enunciazioni precedenti (e con argomenti che contraddicono le conclusioni di S&P's), che *“la provvista al dettaglio si espande a ritmi costanti, ma l'illiquidità dei mercati internazionali dei capitali condiziona la capacità di raccolta delle banche. Nel fronteggiare queste tensioni gli intermediari italiani traggono sostegno dall'alto peso della raccolta al dettaglio, caratterizzata da elevata stabilità; dall'assenza di titoli in scadenza con garanzie pubbliche; dalla posizione di liquidità equilibrata, pur se in calo”*.

A **pag. 9** del Rapporto, con riferimento al Mercato dei titoli di Stato si dice che *“sul mercato secondario dei titoli di Stato la liquidità si è ridotta significativamente nelle fasi di tensione. Sul mercato primario il collocamento dei titoli è avvenuto con regolarità. Il rapporto fra quantità domandata ed offerta di titoli è stato costantemente superiore all'unità, registrando solo occasionalmente lievi riduzioni”*.

Ancora, a **pagg. 12-14** del documento di Banca d'Italia del novembre 2011 (rapporto – si badi bene – conosciuto e conoscibile da S&P'S's, elaborato da Banca d'Italia sulla scorta di dati aventi fonti autorevoli come F.M.I., Eurostat, B.C.E, Commissione Europea), si indica la “visione” dell'Italia da parte delle principali organizzazioni internazionali (le stesse da cui S&P'S's “avrebbe dovuto” attingere dati e informazioni) e si legge che (testuale) *“l'Italia è penalizzata dall'elevato debito pubblico e dalla bassa crescita...tuttavia presenta numerosi punti di forza (cfr. il riquadro: La sostenibilità dei conti pubblici)...Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel prossimo biennio il rapporto*

tra debito pubblico e prodotto interno lordo continuerebbe a salire in tutti i principali paesi, con l'eccezione dell'Italia e della Germania... Gli indicatori tradizionali di sostenibilità del debito pubblico segnalano inoltre per l'Italia una situazione relativamente favorevole. La **Commissione Europea**, ad esempio, valuta che il miglioramento dell'avanzo primario necessario a stabilizzare il rapporto debito/Pil sarebbe pari a 2,3 punti percentuali di Pil per l'Italia, contro 6,4 per il complesso dell'area euro e 9,6 per il Regno Unito.

Un indicatore analogo calcolato dal FMI conferma la posizione favorevole per l'Italia anche rispetto a Stati Uniti e Giappone....

L'analisi delle condizioni di un paese richiede, inoltre, la valutazione di fattori non specificatamente di finanza pubblica che includono, fra gli altri, l'esposizione debitoria del settore privato e la posizione netta verso l'estero.

In Italia il debito finanziario complessivo di famiglie ed imprese non finanziarie ammonta al 126% del PIL, contro il 168 dell'area euro, il 166 negli Stati Uniti e oltre il 200 % nel Regno Unito.

Per l'Italia la quota del debito pubblico detenuto da non residenti è pari al 42%, a fronte del 52 in media per l'area dell'euro. Una bassa quota di debito detenuto da operatori esteri è generalmente considerata positivamente nella valutazione del rischio sovrano, sia per una maggiore predisposizione degli investitori nazionali a mantenere l'esposizione nei confronti del proprio paese, sia per un maggiore incentivo dei governi a onorare gli impegni presi con i creditori connazionali.

La posizione debitoria netta dell'Italia verso l'estero è pari al 24% del PIL, superiore alla media nell'area euro (13%), ma molto inferiore a quella di Portogallo (107), Grecia (96), Irlanda (91), Spagna (89).

Con riguardo alla posizione netta sull'estero, nel Rapporto sulla Stabilità finanziaria n. 3 dell'aprile 2012 edito da Banca d'Italia si rappresenta – a

pag. 12, terzo capoverso – che “*in base alle statistiche ufficiali, l’Italia ha una PNE negativa pari al 24 per cento del PIL nel 2010, dovuta ai disavanzi del conto corrente registrati nell’ultimo decennio. Varie considerazioni, fra cui il cospicuo valore delle attività estere emerse con gli scudi fiscali, suggeriscono però che le attività del nostro paese verso il resto del mondo siano fortemente sottostimate e che la PNE effettiva sia migliore di quella ufficiale. Coerentemente con questa ipotesi, la PNE “corretta” è stimabile in un intervallo fra il 16,4 ed il 18,2 per cento del PIL*”.

Operando un raffronto degli Indicatori di sostenibilità finanziaria (espressi in percentuale del PIL) con riguardo all’Italia ed agli altri Paesi europei Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo ed Irlanda, nonché a Regno Unito, Stati Uniti e Giappone, **rileviamo come la situazione economica dell’Italia sia praticamente sempre la migliore!**

Il “*disavanzo pubblico*” dell’Italia, pari al **4,6%** al 2010 (con previsione al 2,4% al 2012), è al di sotto della media dell’area euro (**6,2%**) ed è più basso di quelli di tutti gli altri Paesi sopra menzionati (ad eccezione della Germania che con il suo 4,3% si stacca dal nostro Paese di una incollatura).

L’*avanzo primario*” dell’Italia, pari al **-0,1%** al 2010 (con previsione al 2,6% al 2012), è al di sopra della media dell’area euro ed è di gran lunga più alto di quello di tutti gli altri Paesi sopra menzionati.

Il *debito pubblico* dell’Italia al 2010, sicuramente alto e pari al 118,4% del PIL, pur essendo sopra la **media dell’area euro** (rappresentata dall’**85,4 per cento**) cresce nelle previsioni di Banca d’Italia a ritmo inferiore rispetto a quello degli altri Paesi sopra indicati (fa meglio solo la Germania).

La quota di debito pubblico detenuta da non residenti nel 2011 (in percentuale del debito dell'Italia di circa 1.900 miliardi di euro), pari al 42,4 % del Pil (in nota si chiarisce che il dato è del 2010) mentre, più avanti nel medesimo Rapporto, a pag. 60 si parla - con riferimento al giugno 2011 - del 39,2% del Pil (dunque il trend è di una riduzione rispetto al 2010 della quota di debito pubblico “estero”) e si dice testualmente che “nel giugno 2011 la consistenza del debito pubblico italiano ammontava a 1900 miliardi. La quota detenuta da non residenti pari al 39,2 per cento, è relativamente contenuta nel confronto internazionale”. Dunque si tratta di una quota nettamente al di sotto della media dell'area euro (52,1), addirittura la più bassa tra tutti i Paesi sopra menzionati dell'area euro.

In ordine al debito privato di famiglie e imprese non finanziarie, l'Italia è messa meglio di tutti i Paesi sopra menzionati, dell'area euro e non.

Il debito delle famiglie a fine 2010 è del 45,0 %, inferiore alla media dell'area euro che reca un 66,3%.

Sulla “Condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese” si sostiene, a pag. 26 del documento in analisi, che “nel confronto internazionale la ricchezza totale netta delle famiglie italiane è particolarmente elevata... il valore delle attività finanziarie delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto pressoché invariato e superiore a quello degli altri principali paesi dell'area dell'euro... Il debito finanziario delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è cresciuto negli anni più recenti... nel confronto internazionale rimane basso”.

A **pag. 40**, in ordine all'esposizione delle banche italiane al rischio sovrano nell'area dell'euro, si dice che *“l'esposizione in crediti e titoli delle banche italiane verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, ammontava a 36 miliardi, pari all'1,3 % delle attività totali, un importo molto contenuto nel confronto internazionale”*.

A **pag. 41** del Rapporto si rappresenta in tabella (Tavola 3.2) **l'esposizione delle banche italiane verso non residenti** e, segnatamente, verso residenti nei paesi dell'area dell'euro diversi dall'Italia (disaggregando il dato per settore di controparte, ossia indicando debito bancario nei confronti di settore pubblico, bancario, famiglie e imprese).

Dalla Tavola 3.3 (**pag. 42**) sull'esposizione consolidata delle banche italiane verso non residenti si rileva - **con riferimento al 2011** - una esposizione totale delle banche italiane verso residenti e non residenti (debito lordo bancario) pari a **2.625,9** miliardi di euro ed una esposizione totale verso non residenti pari a **668,2** miliardi di euro: siamo a circa il **25%** del debito bancario totale, dunque una quota assolutamente contenuta e non certamente “alta” come invece divulgato da Standard & Poor's ai Mercati nel Rapporto sul declassamento dell'Italia del 13/1/2012!

Osservando la tavola 2.2 di pag. 36 del **Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 1 del dicembre 2010 di Banca d'Italia**, si osserva - **con riferimento al 30 giugno 2010** - una esposizione totale delle banche italiane verso residenti e non residenti (debito lordo bancario) pari a **2.648,7** miliardi di euro ed una esposizione totale verso non residenti pari a **703,8** miliardi di euro; e poi - **con riferimento al 30 giugno 2009** - una

esposizione totale delle banche italiane verso residenti e non residenti (debito lordo bancario) pari a **2.528,6** miliardi di euro ed una esposizione totale verso non residenti pari a **702,6** miliardi di euro.

Evidente, osservando i dati ufficiali di Banca d'Italia (tratti da fonti universalmente conosciute e conoscibili) del **2009, 2010 e 2011** un **trend** di progressiva riduzione della esposizione totale delle banche italiane verso i non residenti.

Ancora in ordine all'ammontare del **Debito del Settore Bancario** italiano ed alla sua ripartizione tra residenti e non residenti, a **pag. 30** del **Rapporto sulla sostenibilità finanziaria n. 3 del 3/4/2012** pubblicato da Banca d'Italia si dice che a fine febbraio 2012 la raccolta delle banche italiane era costituita per il 47,5 % da depositi sull'interno, per il 25,3 % da obbligazioni e per l'8,4% da passività nei confronti della BCE (**fig. 3.12**).

La parte restante (**poco meno del 20%**) era rappresentata da passività sull'estero.

Tornando al Rapporto sulla stabilità finanziaria del novembre 2011, a **pag. 42** si tratta il tema de “*La provvista delle banche, il rischio di liquidità, il rischio di rifinanziamento*” e si assicura che “**la raccolta complessiva delle banche italiane ha continuato a espandersi...la crescita del ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema ha compensato il rallentamento della provvista estera. Quest'ultimo ha riguardato sia i depositi da non residenti, sia i pronti contro termine effettuati attraverso le controparti centrali...La raccolta al dettaglio è cresciuta, in larga misura per l'aumento delle obbligazioni. A giugno di quest'anno essa si collocava al 54,1 % della provvista complessiva (nel resto dell'area dell'euro tale quota si colloca in media al 48,8%)..Nei primi mesi dell'anno i principali intermediari italiani hanno fatto un**

ricorso massiccio ai mercati obbligazionari all'ingrosso...nei mesi più recenti tuttavia i mercati internazionali all'ingrosso hanno cessato di funzionare. Da luglio i collocamenti di obbligazioni da parte di intermediari europei sono stati assai contenuti...nel fronteggiare l'ingente volume di rimborsi, gli intermediari italiani trarranno vantaggio da punti di forza quali: l'alto peso della raccolta obbligazionaria al dettaglio, caratterizzata da elevata stabilità; assenza di titoli in scadenza con garanzie pubbliche, che conterrà l'onere di rifinanziamento; la posizione di liquidità tuttora equilibrata”.

In ordine al “Mercato dei Titoli di Stato”, a **pag. 59 e 60** del Rapporto si dice che “il collocamento dei titoli di Stato italiani è proseguito con regolarità..i rendimenti di aggiudicazione sono stati generalmente allineati a quelli registrati sul mercato secondario...”.

Infine, a **pag. 60**, è fondamentale il riquadro “I detentori di debito pubblico e di titoli di Stato italiani” dove si evidenzia *che nel **giugno 2011** la consistenza del debito pubblico italiano ammontava a 1.900 miliardi. La quota detenuta da non residenti, pari al **39,2 per cento** è relativamente contenuta nel confronto internazionale. All'interno del debito pubblico complessivo, i titoli di Stato rappresentano circa quattro quinti del totale. Tra i detentori residenti, le famiglie sono le prime, seguite dalle banche, dalle compagnie di assicurazione e dai fondi comuni”.*

Consultando, ora, i dati della Tabella presente nel Rapporto sulla sostenibilità finanziaria n. 3 del 3/4/2012 pubblicato da **Banca d'Italia** (documento, anche questo, accessibile dal sito istituzionale on line di

Banca d'Italia) si confermano – a distanza di cinque mesi – i dati positivi del precedente novembre 2011, addirittura con sensibili miglioramenti.

dal 2015 allo 0,7 per cento (4). Nel primo scenario il rapporto debito/PIL scenderebbe al 90 per cento nel 2020 e a circa il 60 nel 2030; l'avanzo primario necessario per garantire il pareggio di bilancio si ridurrebbe a meno del 4 per cento nel 2020 e a circa il 2,5 nel 2030. Nel secondo scenario il rapporto debito/PIL continuerebbe a scendere ma più lentamente, portandosi sotto l'80 per cento nel 2030; l'avanzo primario rimarrebbe superiore al 6 per cento fino al 2021 per poi diminuire al 4,8 nel 2030.

(4) Lo scenario B incorpora quindi un'ipotesi di crescita del prodotto per gli anni 2012 e 2013 (-1,7 e 0,0, rispettivamente) molto simile a quella prevista dall'FMI, ma inferiore di 0,5 punti percentuali nel medio periodo (0,7 per cento contro 1,2 dell'FMI).

Tavola 1.1

Indicatori di sostenibilità finanziaria (in percentuale del PIL, ove non altrimenti specificato)											
	Disavanzo pubblico (1)			Avanzo primario (1)			Debito pubblico (1)				
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013		
Italia	3,9	2,4	1,5	1,0	3,0	4,0	120,1	123,4	123,8		
Germania	1,0	0,8	0,6	1,6	1,0	1,3	81,2	78,9	77,4		
Francia	5,2	4,6	3,9	-2,6	-2,2	-1,5	85,6	89,0	90,8		
Spagna	8,5	6,0	5,7	-6,1	-3,6	-3,0	68,5	79,0	84,0		
Grecia	9,1	7,2	4,6	-2,2	-1,0	1,8	165,3	153,2	160,9		
Portogallo	4,2	4,5	3,0	-0,4	0,1	1,5	107,8	112,4	115,3		
Irlanda	13,1	8,5	7,4	-9,7	-4,4	-1,8	108,2	113,1	117,7		
Area euro	4,1	3,2	2,7	-1,1	-0,5	0,1	87,2	90,0	91,0		
Regno Unito	8,3	8,0	6,6	-5,1	-5,3	-4,0	85,7	88,4	91,4		
Stati Uniti	9,6	8,1	6,3	-7,3	-6,1	-4,4	102,9	106,6	110,2		
Giappone	10,1	10,0	8,7	-9,1	-8,9	-7,5	229,8	235,8	241,1		
	Caratteristiche del debito pubblico (2)			Indicatori di sostenibilità			Debito privato al 3° trim. 2011 (6)		Statistiche verso l'estero al 3° trim. 2011		
	Quota in scadenza più disavanzo nel 2012	Vita media residua dei titoli di Stato nel 2012 (anni)	Quota detenuta da non residenti nel 2011 (in percentuale del debito)	Indicatore S2 (3)	Indice di vulnerabilità (4)	Indicatore FMI (5)	Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di conto corrente (7)	Posizione netta sull'estero (8)	
Italia	28,7	6,9	43,7	2,3	0,41	3,4	45,4	82,0	-3,6	-23,3	
Germania	8,9	6,3	51,6	5,0	0,18	2,3	60,2	69,8	6,0	35,6	
Francia	18,2	7,0	59,0	5,5	0,32	6,6	56,0	105,8	-2,4	-11,1	
Spagna	20,9	5,9	42,6	12,0	0,52	10,0	82,2	135,9	-3,8	-91,9	
Grecia	...	10,4	58,4	...	0,60	10,7	61,2	66,4	-9,9	-92,2	
Portogallo	26,7	5,6	50,6	...	0,61	8,1	92,8	154,3	-7,9	-102,7	
Irlanda	15,3	6,4	59,1	15,2	0,48	12,2	119,6	168,8	0,6	-95,3	
Area euro	...	...	...	6,4	...	...	65,8	102,0	-0,2	-13,1
Regno Unito	14,8	14,2	27,3	9,6	0,41	11,3	97,6	105,4	-2,3	-11,1	
Stati Uniti	25,8	5,1	28,7	17,8	88,3	78,9	-3,1	-17,0
Giappone	59,1	5,9	6,6	18,9	66,7	99,8	2,6	52,5

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, Istat, conti finanziari e bilancio dei pagamenti nazionali.

(1) I dati a consuntivo 2011 per i paesi europei sono tratti da Eurostat, *Newsrelease euro indicators*, 23 aprile 2012. I dati a consuntivo 2011 per i paesi extra-europei e le previsioni 2012 e 2013 per tutti i paesi sono tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2012, al fine di garantire la confrontabilità internazionale. Le previsioni dell'FMI per l'Italia differiscono dalle stime ufficiali del Governo (cfr. il riquadro: *La dinamica del debito pubblico dell'Italia*). – (2) Dati tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2012. – (3) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2010) necessario, date le proiezioni demografiche e macroeconomiche, a soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche; la stima tiene conto del livello del debito, delle prospettive di crescita dell'economia, dell'evoluzione dei tassi di interesse e del flusso degli avanzi primari futuri, su cui influisce la dinamica delle spese legate alla demografia. I dati sono tratti dalle valutazioni della Commissione europea sui programmi di stabilità e di convergenza presentati nel 2011, che riportano aggiornamenti dei valori presentati nel *Sustainability Report 2009*. – (4) Indice costruito sulla base di un ampio insieme di variabili fiscali e macrofinanziarie; un valore superiore a quello soglia (stimato, sulla base di episodi passati, pari a 0,51) segnala la possibilità di una crisi fiscale; stima provvisoria della Commissione europea, *Public finances in EMU 2011*. – (5) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL, che dovrebbe essere conseguito entro il 2020 (e mantenuto per un altro decennio) per portare il rapporto debito/PIL al 80 per cento entro il 2030. Il valore include l'aumento previsto delle spese in campo sanitario e pensionistico tra il 2011 e il 2030. – (6) Prestiti e titoli. Per l'Irlanda, dati al 2° trimestre 2011. – (7) Periodo dal 4° trimestre 2010 al 3° trimestre 2011. – (8) Per gli Stati Uniti, dati a fine 2010.

Ed invece, raffrontiamo gli Indicatori di sostenibilità finanziaria (espressi in percentuale del PIL) con riguardo all'Italia ed agli altri Paesi europei

Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo ed Irlanda, nonché a Regno Unito, Stati Uniti e Giappone e rileveremo come la situazione economica dell'Italia sia praticamente sempre la migliore!

Il “*disavanzo pubblico*” dell'Italia, pari al 3,9% al 2011 (risulta ulteriormente migliorato rispetto al 2010, quando – come emerge dalla precedente tabella – era al 4,6) è al di sotto della media dell'area euro (4,1) ed è più basso di quelli di tutti gli altri Paesi sopra menzionati (ad eccezione della Germania).

L’*avanzo primario*” dell'Italia, pari all'1,0 % al 2011 (risulta ulteriormente migliorato rispetto al 2010, quando – come emerge dalla precedente tabella – era a -0,1), è al di sopra della media dell'area euro (che reca un -1,1) ed è di gran lunga più alto di quello di tutti gli altri Paesi sopra menzionati, della zona euro e non.

Il *debito pubblico* dell'Italia al 2011 (ammontante a circa 1.900 miliardi di euro), sicuramente alto e pari al 120,1% del PIL, pur essendo sopra la media dell'area euro (87,2), cresce nelle previsioni di Banca d'Italia a ritmo inferiore rispetto a quello degli altri Paesi sopra indicati (fa meglio solo la Germania).

La *quota di debito pubblico detenuta da non residenti* nel 2011 (in percentuale del debito) dell'Italia, pari al 43,7 % è – si badi bene – al di sotto della media dell'area euro (52,1) ed è la più bassa (La Spagna è al 42,6) tra tutti i Paesi sopra menzionati dell'area euro.

In ordine al debito privato di famiglie e imprese non finanziarie, l'Italia è messa meglio di tutti i Paesi sopra menzionati, dell'area euro e non.

Il debito delle famiglie a fine 2010 è del 45,4 %, inferiore alla media dell'area euro che reca un 65,8.

Il debito delle imprese non finanziarie è dell'82,0 %, inferiore alla media dell'area euro che reca un 102,0.

La Posizione Netta sull'Estero dell'Italia: su questo dato (e sui fattori distorsivi di esso) si è già parlato: l'Italia presenta una posizione netta passiva (-23,3%), maggiore della media dell'area euro (che reca un -13,1), ma nettamente inferiore a quella di Spagna, Grecia, Portogallo ed Irlanda

In estrema sintesi:

Quanto al debito pubblico dell'Italia nel giugno 2011, lo stesso **era** di circa **1.900 miliardi di euro** con una **quota** di **debito pubblico detenuta da creditori non residenti del 39,2% del PIL**, **al di sotto della media dell'area euro (52,1)**, addirittura **la più bassa tra tutti i Paesi dell'area euro**.

Ne consegue, alla luce dei dati ufficiali sopra richiamati (universalmente conosciuti e conoscibili), che nonostante il nostro debito pubblico fosse elevato, essendo la quota di debito pubblico italiana detenuta da creditori non residenti particolarmente “contenuta”, essa risultava sostanzialmente in linea con i Paesi dell'area euro.

Facciamo qualche calcolo semplice ed elementare per dimostrare questa conclusione utilizzando **i valori medi dell'area euro** indicati a pagg. 13 e 60 (nella tabella “Indicatori di sostenibilità finanziaria”) del Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011.

Essendo nel 2011 la percentuale “media” di debito pubblico dei Paesi dell’area euro l’**85,4 per cento del Pil** e la quota media di debito pubblico detenuta da creditori non residenti il **52,1 per cento del debito**, laddove l’Italia (come si è visto, con un PIL di circa 1.600 miliardi, un debito pubblico di circa 1.900 miliardi ed una quota di debito pubblico estero del 39,2 per cento del debito) avesse rispettato perfettamente la media dell’area euro, avremmo dovuto avere un debito pubblico di $(85,4 \times 1.600:100)$ 1.366,4 miliardi ed una quota estera di quel debito di $(52,1 \times 1.366,4:100)$ **711,89** miliardi.

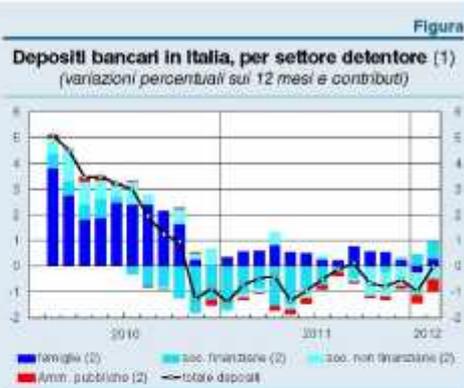
Avendo, tuttavia, l’Italia un debito pubblico di circa 1.900 miliardi (più alto della media dell’area euro), ma una quota estera notevolmente più bassa dell’area euro (39,2 rispetto al 52,1), si ha che **la quota effettiva di debito pubblico “estero” dell’Italia** (cioè detenuto da creditori non residenti) era di $(39,2 \times 1.900:100)$ circa **744,8** miliardi: un ammontare che – raffrontato con quello che avrebbe dovuto essere per rispettare perfettamente la media dell’area euro, pari a 711,89 miliardi – deve considerarsi nella media o pochissimo al di sopra di essa, ma certamente **non definibile come “alto”** (come, invece, **falsamente dichiarato** ai Mercati finanziari da S&P’s nel primo R.U. sull’Italia **in occasione del doppio downgrading del 13/1/2012**).

Quanto al debito bancario dell’Italia, dai menzionati Rapporti sulla Stabilità Finanziaria del novembre 2011 (ove a pag. 42 si indica un’esposizione totale delle banche italiane verso residenti e non residenti come pari a 2.625,9 miliardi di euro ed una esposizione totale verso non residenti come pari a 668,2 miliardi di euro, ossia circa il 25% del totale) e del 3/4/2012 (ove alla fine di pag. 30 nel riquadro “La Raccolta sull’estero delle Banche Italiane” si indica che a fine del 2011 le passività estere lorde

delle banche italiane ammontavano a 870 milioni di dollari, pari al 21% delle passività complessive) emerge un ammontare di debito bancario estero decisamente “basso” e certamente non definibile come “alto” (come, invece, falsamente dichiarato ai Mercati finanziari da S&P’s nel primo R.U. sull’Italia in occasione del doppio downgrading del 13/1/2012).

Il contributo dei depositi delle Amministrazioni pubbliche è stato leggermente negativo nel corso del 2011. Il dato di febbraio 2012 riflette un deflusso per oltre 4 miliardi, spiegato in larga parte dal ripristino del regime di Tesoreria unica, che sta determinando l’accentramento dei depositi bancari delle Amministrazioni pubbliche nei conti detenuti presso la Banca d’Italia. Gli effetti del provvedimento, stabilito nell’ambito degli interventi di consolidamento della finanza pubblica (decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1), si protrarranno fino ad aprile (per una cifra stimabile in altri 5 miliardi circa).

Dopo aver contribuito al calo dei depositi dei residenti per gran parte del 2011, i depositi delle imprese finanziarie, caratterizzati da elevata volatilità, hanno accelerato da dicembre, beneficiando in parte di operazioni di natura straordinaria. In particolare, si sono registrati incrementi dei depositi in conto corrente detenuti dalle controparti centrali, in connessione con l’aumento dei margini sulle transazioni in titoli di Stato italiani degli ultimi mesi del 2011, e di quelli detenuti da società assicurative, in relazione a operazioni di riorganizzazione di uno dei principali intermediari.

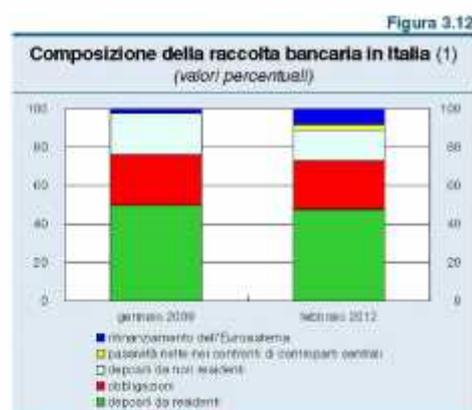


(1) Al netto del PCT nei confronti degli “enti preposti al funzionamento del mercato” e dei depositi con durata prestabilita commessi con l’attività di cartolarizzazione. I tassi di crescita sono corretti per tenere conto di riclassificazioni, variazioni del cambio o altre variazioni diverse da quelle originali da transazioni. – (2) Contributi alla variazione sui 12 mesi.

Alla fine di febbraio la raccolta delle banche italiane, al netto della componente interbancaria domestica, era costituita per il 47,5 per cento da depositi sull’interno, per il 25,3 per cento da obbligazioni e per l’8,4 per cento da passività nei confronti della BCE (fig. 3.12). La parte restante era rappresentata da passività sull’estero, il cui ammontare ha registrato importanti variazioni nel periodo recente (cfr. il riquadro: *La raccolta sull’estero delle banche italiane*).

Il costo della raccolta scende lievemente

Il ricorso al rifinanziamento presso l’Eurosistema ha consentito alle banche di ridurre lievemente il costo complessivo della raccolta rispetto a giugno 2011 (1,6 per cento a febbraio 2012, contro 1,7). Il calo determinato dal basso costo del rifinanziamento presso la Banca centrale è stato compensato dall’incremento dei tassi corrisposti sui depositi a termine e sulle obbligazioni.



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
 (1) Non sono considerate le passività nei confronti di istituzioni finanziarie monetarie residenti. Le passività nelle nei confronti di controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo di tali intermediari.

LA RACCOLTA SULL’ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE

Alla fine del 2011 le passività estere lorde delle banche italiane (escluso l’Eurosistema) ammontavano a 870 miliardi di dollari (il 21 per cento delle passività complessive; fig. A.a). La raccolta estera fa capo quasi esclusivamente agli intermediari di maggiori dimensioni; considerando le prime 50 banche,

Ed allora, anche solo consultando i dati e le tabelle fin qui presentate e contenenti dati ufficiali inconfutabili, è possibile sostenere – anticipando quanto emerso in esito all’istruttoria dibattimentale con riguardo al declassamento decretato il 13/1/2012 ed alle sue motivazioni ufficiali costituenti e contenenti informazioni finanziarie rilevanti e price sensitive – che:

- 1) affermare ed **informare** il mercato e gli investitori – come S&P’s faceva il 13/1/12 inizialmente e nella prima versione del Rapporto sul nostro Paese fino al 16/1/2012 (data, quest’ultima, in cui era ancora presente la prima versione del Rapporto) – che in Italia vi fosse una '*crescente vulnerabilità ai rischi finanziari esterni causata dall’elevata* (“high” è il termine utilizzato in lingua inglese dagli analisti di S&P’s) titolarità estera di debito del settore bancario' italiano non corrispondeva al vero ed era oggettivamente falso (ex art. 185 T.U.F.) ed incoerente con la realtà dei dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s: dati – ecco il profilo di massima gravità – rappresentati a S&P’s dal proprio analista bancario di riferimento Renato Panichi (che – come si vedrà – sollecitò i colleghi a rimuovere quell’informazione finanziaria price sensitive clamorosamente errata e contraria alla realtà dal rapporto sull’Italia, prima che quest’ultimo fosse diffuso a livello planetario), essendo la quantità di debito “estero” del settore bancario non più alta del 20% del debito bancario complessivo;
- 2) affermare ed **informare** il mercato e gli investitori – come S&P’s faceva il 13/1/12 inizialmente e nella prima versione del Rapporto sul nostro Paese – che in Italia vi fosse una '*crescente vulnerabilità*

ai rischi finanziari esterni causata dall'elevata (“high” è il termine utilizzato in lingua inglese dagli analisti di S&P’s) *titolarità estera di debito del settore pubblico' non corrispondeva al vero ed era oggettivamente falso ed incoerente* con la realtà dei dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’S’, essendo la quota di debito “estero” del settore pubblico (circa **744 miliardi** di euro) largamente nella media dell’area euro (circa **711 miliardi** di euro);

- 3) affermare ed **informare** il Mercato e gli investitori – come S&P’S’s faceva successivamente al 14/1/2012 nella “seconda versione” del Rapporto sul nostro Paese a seguito dell’intervento di Panichi (ma, comunque, dopo che il primo rapporto era stato divulgato e diffuso per alcuni giorni sui mercati) – che fosse “**alta**” la “**quantità assoluta di debito estero/esterno italiano detenuta da non residenti**”, **non corrispondeva al vero e** – **come recita l'imputazione - generava ulteriore confusione e distorsione dell'informazione finanziaria poiché era egualmente falso e non coerente** con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili, posto che del debito lordo del Paese (debito di Governo, Banche, Famiglie e Imprese) le quote parti estere/esterne assolutamente prevalenti (ossia la quota “estera” di debito pubblico e di debito bancario) erano (e restano) basse, precisamente **molto al di sotto del 50% del debito lordo totale**, della media dell’Area euro e nel confronto con altri grandi Paesi ed economie.

1.d Agenzie di rating e Regolamento europeo n. 1060/2009: violazioni regolamentari e manipolazione “informativa” del mercato.

Operati questi approfondimenti sulle nozioni chiave di questo processo, sui concetti macroeconomici “base” e, soprattutto, sui “fondamentali economici” del nostro Paese, torniamo alla questione delle “informazioni” *price sensitive* per i mercati finanziari e gli investitori.

E' evidente come ogni informazione sull'affidabilità creditizia di un soggetto emittente strumenti finanziari sia sempre e senz'altro dotata di *price sensitivity* poiché si tratta di informazioni “rilevanti” la cui conoscenza incide sul livello della domanda e dell'offerta degli strumenti finanziari da parte degli investitori.

Ebbene, **a fornire professionalmente** agli investitori, quindi ai mercati finanziari, quelle preziose e “strategiche” **informazioni sull'affidabilità creditizia**, o “**merito di credito**”, di un emittente o di un prodotto finanziario, sono proprio le **Agenzie di rating**, ossia – come recita il “**Regolamento (CE) 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16/9/2009 relativo alle Agenzie di rating del credito**” – tutte le persone giuridiche la cui attività include **l'emissione di rating del credito a livello professionale**: queste Agenzie sono, dunque, **Intermediarie di informazioni finanziarie rilevanti tra Emittenti ed Investitori.**

Le principali e più note Agenzie di rating a livello planetario sono le famose “tre sorelle”, le americane **Standard & Poor's, Moody's e Fitch.**

Quelle rilevanti e strategiche informazioni sono, dunque, fornite dall'Agenzie di rating a seguito di una attività (come sancisce l'**art. 3** del

Regolamento 1060/09) di “**analisi di dati e informazioni**”, quindi di “**valutazione**” o “**giudizio**” (il verbo “*to rate*” significa “valutare”) che culmina in una **formula sintetica** fatta di una **scala di lettere** e **standardizzata** (sia pure con delle differenze di simbologie nelle scale di valutazione delle diverse Agenzie di rating).

Il “**rating del credito**” è, in altre parole, un “giudizio”, una **valutazione** – operata dall’Agenzia di “*rating*” (il verbo “*to rate*” significa proprio valutare) – della già menzionata **capacità del soggetto emittente, di ripagare i titoli emessi: una valutazione costituente, dunque, la prima e principale informazione finanziaria** – proprio per questo *price sensitive* – richiesta dagli investitori per operare scelte consapevoli nei mercati.

Nel già citato Regolamento (UE) 1060/2009 il “**rating del credito**” è **definito** come un “**parere** *relativo del merito creditizio di un’entità, di un’obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un’obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emesso utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito*” (art. 3 paragrafo 1, lett. A Reg. 1060/2009).

Trattandosi, però, di “**pareri**” **fondati** (ex art. 3 Regolamento) su “**attività di analisi di dati e informazioni**” svolte “**a livello professionale**”, essi hanno proprio per questo valenza di **informazioni finanziarie price sensitive** (per le ragioni sopra indicate) **ad altissima**

attendibilità per il Mercato e gli Investitori perché altamente qualificate!

La *price sensitivity* dei rating emerge con chiarezza nel **considerando n. 1** del Regolamento 1060/2009 secondo cui: “.....*i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del Mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori*. E’ pertanto **ESSENZIALE** che le *attività di rating del credito siano condotte nel rispetto dei principi di Integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale affinché i rating utilizzati nella comunità emessi da tali Agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata”.*

Deve, peraltro, rilevarsi come l’aggettivo “**significativo**” che si accompagna al termine “**impatto**” (sul mercato), equivalga all’aggettivo – presente nella fattispecie di reato di cui all’art. 185 T.U.F. – “**sensibile**” riferito all’alterazione (del mercato) conseguente alla condotta manipolativa: il che significa (e dimostra) che **i rating** (e più in generale le informazioni finanziarie provenienti dalle Agenzie di rating in ogni loro forma: azioni di rating, report macroeconomici, o semplici commenti) sono intrinsecamente (quindi sempre) dotati di quella “concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari negoziati nei mercati finanziari” di cui parla l’**art. 185 T.U.F.**: la norma sopra richiamata, infatti, non afferma che i rating “possono avere un significativo impatto”, ma che senz’altro essi “hanno un significativo impatto”, così fornendo assoluta certezza in ordine alla significativa “influenza” sul mercato di quelle informazioni finanziarie.

L'oggetto del rating può essere l'affidabilità creditizia/merito di credito complessivo di un emittente (issuer rating), il merito di credito di singoli strumenti di debito (issue o debt rating), o ancora l'**affidabilità creditizia/merito di credito di uno Stato Sovrano** o di una sua Autorità regionale o locale (**sovereign rating**).

I "rating" sul "merito di credito" di un emittente o di un titolo/strumento finanziario sono, dunque, valutazioni sul "grado di rischiosità" degli stessi titoli (intesa come probabilità di regolare pagamento di capitale ed interessi da parte dell'emittente) e si distinguono in "investment grade" (rischio debole) e "speculative grade" (rischio elevato): i primi rating comprendono le dieci migliori tacche di giudizio (da AAA fino a BBB-; nel caso di Moody's Baa3), i secondi le tacche residue.

Proprio la caratteristica sinteticità di giudizio/punteggio (*credit score*) su di un emittente o su di un prodotto, espresso nella scala di lettere standardizzata, ha reso il rating particolarmente attrattivo per gli investitori che, in questo modo, vengono a disporre di un codice facile da comprendere che **SINTETIZZA INFORMAZIONI PRICE SENSITIVE COMPLESSE** e che riduce l'asimmetria informativa con gli emittenti, al tempo stesso evitando o riducendo i costi dell'attività di raccolta e elaborazione delle stesse da svolgersi in via autonoma.

Ma la forza attrattiva dei "rating" è – si badi bene – di immediato rilievo anche per i **Regolatori** che, a ritmo serrato, hanno progressivamente introdotto nella legislazione sempre maggiori riferimenti al "rating".

Si assiste da tempo, infatti, all'attribuzione al *rating* di quello che si denomina “**valore regolamentare**”: ciò è riconosciuto anche nell’**Considerando n. 8** del nuovo Regolamento (UE) 462/2013 (che modifica il Regolamento 1060/2009 relativo alle agenzie di rating) il quale recita: “...**I rating del credito**, a differenza delle ricerche e raccomandazioni in materia di investimenti, **NON SONO MERE OPINIONI** in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un’obbligazione finanziaria. **Le agenzie di rating del credito non sono semplici analisti finanziari o consulenti in materia di investimenti. I rating del credito hanno Valore Regolamentare per gli investitori soggetti a regolamentazione, quali gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e altri investitori istituzionali...**”.

Il “**valore regolamentare**” costituisce, quindi, un ulteriore elemento di specialità del rating rispetto alle analisi, ricerche e raccomandazioni in materia di investimenti: ne consegue che **la trasparenza dell’attività di rating diviene ed è assunta ad obiettivo primario della normativa relativa alle Agenzie di rating** emanata a seguito della crisi dei mercati finanziari, manifestatasi a partire dall’anno 2007.

Proprio in forza del “**valore regolamentare**” riconosciutogli (**che equivale a valore di legge, vincolante**), il “**rating**” **orienta ormai in modo praticamente obbligato** le scelte di Investitori istituzionali, essendovi previsioni statutarie e regolamentari di Enti e Fondi di investimento che obbligano questi ultimi a investire o disinvestire a seconda che il giudizio di rating salga o scenda nella scala standardizzata.

In definitiva, deve ritenersi un dato pacifico ed incontrovertibile che nella informazione ai mercati finanziari le Agenzie di Rating esercitino “**professionalmente**” un ruolo di protagoniste assolute e che **i relativi “giudizi” comunque denominati (*rating, report macroeconomico o comment*) costituiscono e contengono di fatto “Informazioni finanziarie” price sensitive che “FANNO NOTIZIA” e impattano in modo significativo sui prezzi degli strumenti finanziari** in quanto dette Agenzie:

- 1) sono Entità private tecnicamente qualificate che fungono da intermediarie di informazioni tra Investitori (che detengono i capitali: investitori privati e investitori pubblici, come Governi, Stati Sovrani) ed Emittenti (privati o pubblici, come Governi, Stati Sovrani), esprimendo “Valutazioni/Giudizi” (non semplicemente – come sancisce il Regolamento europeo 462/2013 – mere opinioni!) sull’affidabilità creditizia degli Emittenti (cioè dei soggetti che emettono quei titoli oggetto di scambio);
- 2) detengono, di fatto, il monopolio dell’informazione (e di quella “che più conta”) sulla affidabilità creditizia degli Emittenti.

I “**rating**” sono, dunque, “**valutazioni qualificate**” che, assegnando un **sintetico punteggio** agli Emittenti o ai prodotti finanziari oggetto di scelte di investimento, “**fanno notizia**” sui mercati finanziari, **fanno informazione** (finanziaria) e **costituiscono l’informazione che più conta** (“strategica”) per gli Investitori poiché ne orientano le scelte (ergo i capitali) verso questo o quell’emittente con il migliore “punteggio (credit score)” assegnato dall’Agenzia.

Ne consegue che, in caso di giudizi negativi sull'affidabilità creditizia di uno Stato Sovrano, calerà la fiducia degli investitori in quell'emittente e conseguentemente calerà la domanda di strumenti finanziari di quello Stato sovrano (cioè di titoli di Stato) che si vedrà, perciò, costretto ad offrire rendimenti più alti sui propri titoli per attrarre gli investitori scoraggiati dai rating negativi (sul merito di credito di quello Stato emittente).

Nel Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011 sopra citato si legge (**pagg. 19-20**) che **“un meccanismo di trasmissione dei rischi sovrani alle banche deriva dal legame che esiste fra i rating degli emittenti pubblici e privati: un declassamento dei titoli di Stato è infatti generalmente seguito dall’abbassamento del merito di credito degli altri prenditori nazionali (in particolare le banche), anche perché il rating sovrano rappresenta di norma un tetto per le valutazioni assegnate dalle agenzie ai debitori privati. Tra il novembre 2009 e oggi, i sette paesi avanzati che hanno subito un declassamento del rating sovrano hanno anche registrato in media, entro i tre mesi successivi, una riduzione del merito di credito di circa il 40% degli intermediari (oltre il 60% nei paesi che hanno subito molteplici declassamenti). Una riduzione del rating accresce il costo della raccolta bancaria”**.

Dai **“sintetici giudizi”** (positivi o negativi) delle Agenzie di rating sull'affidabilità creditizia di uno Stato Sovrano (ossia sul suo “stato di salute” in termini di economia e ricchezza), consegue, dunque, un afflusso o deflusso di enormi masse di capitali verso quello Stato.

Quanto minore sarà giudicata (con un punteggio preciso, il *credit score*) l'affidabilità creditizia di uno Stato sovrano, tanto minore sarà la

quantità di capitali investiti nei titoli di Stato di quel sovrano;
altrettanto minore sarà, per conseguenza, il valore/prezzo di quei titoli di Stato; per contro, saranno maggiori per quell'Emittente sia i rendimenti da offrire agli investitori sui propri Titoli, sia le difficoltà ed i costi per l'approvvigionamento di denaro (anche e soprattutto presso Banche centrali).

I delicati compiti e le gravose responsabilità delle Agenzie di rating sono previsti e sanciti nel **Regolamento Europeo n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito:** un Regolamento che contempla **norme stringenti e severe** che fissano quelle che potremmo definire le 'regole del gioco, ossia tutta una serie di previsioni che disciplinano le valutazioni/informazioni rilasciate ai mercati dalle Agenzie di rating **prescrivendo** che quei “**giudizi**” siano **OGGETTIVI, INDIPENDENTI e di QUALITA' ADEGUATA.**

Proprio perché deputate a fornire informazioni “strategiche” per gli investitori, l'attività delle Agenzie di rating è minuziosamente normata dal citato **Regolamento comunitario** (il n. 1060/2009) che richiama **in premessa** proprio la **Direttiva sugli Abusi di Mercato.**

Si dice, infatti, al **Considerando n. 2 del Regolamento:** “...**le Agenzie di rating del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati, in particolare alla Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, relativa**

all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)...”.

E' questa previsione regolamentare la **prova più evidente** che proprio nel fondamentale strumento regolatore dell'attività di rating del credito sia stata esplicitamente prevista e contemplata l'evenienza che l'attività di rating possa integrare – ove svolta in violazione della disciplina di Regolamento – “abusi di mercato” e, per questo, sia sottoposta alle prescrizioni della Direttiva 2003/6/CE.

Per una più completa analisi dei fatti per cui è processo appare indispensabile approfondire le norme salienti del summenzionato Regolamento (CE) n. 1060/2009.

Costituito da una prima parte di premesse a valenza precettiva (denominate “**considerando**”, in numero di 75) e da n. **41 articoli** (oltre agli **Allegati**), il Regolamento 1060/2009 ha lo “scopo principale” – puntualmente indicato al **considerando n. 7** – di “tutelare la Stabilità dei mercati finanziari e gli investitori” e persegue – come testualmente recita il **considerando n. 75** – “l'obiettivo di garantire un livello elevato di protezione dei consumatori e degli investitori fissando un quadro comune in materia di **qualità dei rating emessi nel mercato interno**”.

Quelle di seguito richiamate sono le previsioni del Regolamento europeo meritevoli di maggiore attenzione.

Così, anzitutto, è fondamentale l'**art. 3 (Definizioni)** ove si spiega che cosa si intenda con l'utilizzo di una serie di termini ed espressioni tecniche e, segnatamente (ai fini di quello che qui interessa e rileva), cosa si intenda per:

- a) “**rating del credito**”: un **parere** relativo al merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria...o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito, **emesso utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito**;
- d) “**analista di rating**”: una persona che esercita funzioni di analisi necessarie per l'emissione di rating;
- e) “**capo analista di rating**”: una persona avente la **principale responsabilità** di elaborare un rating o di comunicare con l'emittente o, in generale, di formulare le raccomandazioni relative a tale rating al comitato di rating;
- f) “**entità valutata**”: una persona giuridica il cui merito di credito è esplicitamente o implicitamente valutato nel rating, indipendentemente dal fatto che abbia sollecitato o meno tale rating;
- o) “**attività di rating del credito**”: **Analisi dei dati e delle informazioni e valutazione**, approvazione, emissione e revisione di rating del credito.

Altra norma significativa è l'**art. 4 (Utilizzo dei rating)** che indica la platea dei soggetti e delle entità che “a fini regolamentari” (cioè da rispettivo Regolamento) sono i destinatari dell'informazione finanziaria delle Agenzie di rating e che possono/devono utilizzare quei rating nelle rispettive decisioni di investimento: decisioni di investimento che – come si vede – sono proprio “da Regolamento” influenzate ed orientate dai

rating emessi dalle Agenzie stabilite nella Comunità, e registrate conformemente al Regolamento 1060/2009.

Basta, dunque, scorrere l'elenco dei soggetti di cui all'art. 4 per comprendere quanto influente e decisivo sia il compito (dunque, il "potere") delle Agenzie di rating: Banche, Imprese di investimento, Imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, enti pensionistici aziendali o professionali di cui alla direttiva 2003/41/CE: un'autentica moltitudine di entità dotate di enormi quantità di capitali da investire in titoli/strumenti finanziari emessi da Entità (quali gli Stati sovrani) soggette alla valutazione (rating) delle Agenzie.

La **price sensitivity** dei **rating** affiora – come già detto in precedenza, ma giova nuovamente qui ribadire – con solare evidenza nel **considerando n. 1** a mente del quale *“le Agenzie di rating del credito svolgono un ruolo importante sui mercati mobiliari e bancari mondiali giacché i loro rating del credito sono utilizzati dagli investitori, dai mutuatari, dagli emittenti e dai Governi come elementi che contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti...Ne consegue che **i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del Mercato e sulla Fiducia degli investitori e dei consumatori.** E' pertanto **ESSENZIALE** che le attività di rating del credito siano condotte nel rispetto dei principi di Integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale affinché i rating utilizzati nella comunità emessi da tali Agenzie siano **indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata**”.*

Ancora, altra importante previsione è quella contenuta nel **considerando n. 21** secondo cui “*Un **rating del credito non sollecitato**, vale a dire un **rating del credito non avviato su richiesta dell’emittente o dell’entità valutata, dovrebbe essere chiaramente identificato come tale e dovrebbe essere distinto con gli opportuni mezzi dai rating sollecitati***”.

Il richiamo di questo specifico punto è indispensabile poiché, come si vedrà più avanti, tutti i “rating” per cui è processo, riguardanti l’Italia, provenivano dall’agenzia Standard & Poor’s come rating “non sollecitati” (*unsolicited*) dalla Repubblica italiana e non sempre venivano chiaramente identificati.

Proseguiamo nell’esame delle principali previsioni normative del Regolamento 1060/2009 che l’istruttoria dibattimentale ha dimostrato essere state violate continuativamente e consapevolmente dagli imputati e dalla medesima società Standard & Poor’s.

Di particolare rilievo è il **considerando n. 23** secondo cui “*E’ opportuno che le Agenzie di rating del credito utilizzino metodologie di rating che siano rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida anche sulla base della pertinente esperienza storica e di test retrospettivi*”.

Di metodologie parla anche l’**art. 8** del Regolamento (*Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating*) che, al **comma 3** prescrive: “*Un’agenzia di rating del credito utilizza metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida*”.

Il richiamo di queste norme è oltremodo rilevante poiché è proprio sulla violazione di tali prescrizioni che si sono appuntate le principali

contestazioni mosse dalla CONSOB nei confronti di Standard & Poor's, sia durante la fase autorizzatoria di tale Agenzia a svolgere attività di rating in ambito europeo (fase che, propriamente denominata di "registrazione", era in corso nell'estate del 2011), sia con riguardo alle "valutazioni" al ribasso sulla Repubblica italiana divulgate dalla stessa Agenzia ed intervenute (come da imputazione) a maggio, luglio, dicembre 2011 e gennaio 2012.

Ancora a sottolineare l'importanza della "qualità dei rating" spicca il **considerando n. 24** secondo cui "***I rating del credito dovrebbero avere basi solide e motivate al fine di evitare soluzioni compromissorie.....***".

Proprio al fine di evitare soluzioni "compromissorie" che determinano valutazioni opache, foriere di informazioni falsate e tendenziose, i "rating" dovrebbero essere sempre ben motivati e coerenti: caratteristiche, queste ultime, che tuttavia – come nel presente processo documenta la CONSOB – fanno difetto nelle valutazioni di S&P's sull'Italia.

Fondamentale, quindi, il **considerando n. 26** secondo cui "***E' opportuno che le agenzie di rating del credito stabiliscano politiche e procedure interne appropriate per i dipendenti e le altre persone partecipanti al procedimento di rating ...al fine di garantire in modo continuativo la qualità, l'integrità e l'accuratezza del processo di rating del credito. Tali politiche e procedure dovrebbero comprendere i meccanismi di controllo interno e la funzione di controllo della conformità***".

E', quello contenuto nel predetto considerando, un forte richiamo alle politiche e procedure (le c.d. *policy* aziendali) funzionali a garantire la qualità e l'accuratezza del rating, oltre che un controllo interno e di conformità alla normativa di settore: *policy* che, nel presente processo, risultano essere state adottate ma non anche osservate e pedissequamente applicate dall'Agenzia nelle valutazioni sul merito di credito dell'Italia.

Di assoluta rilevanza è il **considerando n. 27** secondo cui *“è opportuno che le agenzie di rating del credito evitino **situazioni di conflitto di interesse** e gestiscano tali conflitti adeguatamente in modo da garantire la propria indipendenza..è opportuno altresì che esse conservino la documentazione di tutti i fattori che minacciano l'indipendenza dell'agenzia e dei suoi dipendenti e di altre persone partecipanti al procedimento di rating...”*.

Sullo stesso tema vi è l'**art. 6** del Regolamento (**Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse**) secondo cui *“un'agenzia di rating del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un rating non sia influenzata da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale, o relazione d'affari riguardante l'agenzia che emette il rating, i suoi manager, i suoi analisti di rating, i suoi dipendenti...Per garantire l'osservanza del paragrafo 1 un'agenzia adempie agli obblighi di cui all'Allegato 1 sezioni A e B”*.

Ai sensi dell'**Allegato I** (al Regolamento) **“Indipendenza e Prevenzione dei conflitti di interesse”**, la **Sezione A** (Requisiti Organizzativi) prevede che gli **“alti dirigenti”** dell'Agenzia **“garantiscano che i conflitti di interesse siano adeguatamente identificati, gestiti e resi noti”**.

Stessa previsione nella **Sezione B** (Requisiti Operativi) ove si dice che l’Agenzia “*identifica, elimina o gestisce e divulga in modo chiaro e visibile **qualsiasi conflitto di interesse effettivo o potenziale che potrebbe influenzare le analisi ed i giudizi dei suoi analisti di rating, dei suoi dipendenti....o di qualsiasi persona che partecipa direttamente all’emissione dei rating del credito nonché delle persone che approvano i rating**”.*

Altra previsione regolamentare degna di richiamo è il **considerando n. 28** secondo cui le Agenzie di rating devono “***garantire l’emissione di rating indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata***”

Ancora una volta il Regolamento insiste – e non potrebbe essere diversamente – sulla “**garanzia di qualità e accuratezza del processo di rating del credito...garanzia di rating indipendenti, oggettivi e di qualità**”: garanzia che rappresenta l’unico presidio di vera “trasparenza” e l’unico “argine” all’arbitrarietà di valutazioni delicatissime e dotate di *price sensitivity*.

Strettamente collegato e conseguente alla precedente previsione è il **considerando n. 31** secondo cui “*una agenzia di rating del credito dovrebbe assegnare alle sue attività di rating un numero sufficiente di dipendenti che abbiano conoscenze ed esperienze appropriate. E’ opportuno in particolare che l’agenzia di rating del credito garantisca l’allocazione di risorse umane adeguate all’emissione, al monitoraggio ed aggiornamento di rating”.*

A riscontro di quanto contemplato nei **considerando nn. 26, 28 e 31** (oltre che di tutti gli altri fin qui menzionati) soccorre l'**art. 7** del Regolamento (*Analisti di rating, dipendenti e altre persone che partecipano all'emissione dei rating*) che dispone: “Un'agenzia di rating del credito **garantisce** che gli **analisti di rating**, i suoi dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il suo controllo e che partecipano direttamente alle attività di rating del credito **dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti**”.

Dopo avere richiamato le previsioni del Regolamento europeo 1060/2009 maggiormente significative nel presente processo (giacché oggetto di reiterate violazioni da parte del personale dell'agenzia di rating S&P's che si occupava della valutazione dell'Italia), è il caso di anticipare alcuni emblematici passaggi di una **telefonata intercettata**, la n. **1022 del 3/8/2016**, intervenuta tra la *general manager* di S&P's Maria Pierdicchi ed il proprio “capo”, il presidente mondiale della stessa agenzia Deven Sharma che la chiama per informarsi sulle iniziative investigative della Procura di Trani.

Dice testualmente la Pierdicchi al suo “capo”: “...**Francamente, Deven, alcuni analisti ritengono che non abbiamo le capacità adeguate per gestire un rating di questo tipo in Italia in questo momento. Ritengono che ci servano persone più senior che si occupino dell'Italia.**”

Questo è quanto vengo a sapere dalle persone che partecipano anche al comitato e alle discussioni, che ci servono persone più senior perché si tratta di una situazione così -sai- delicata...”

Questa telefonata – che più avanti sarà fatta oggetto di puntuale commento ed analisi – è una fotografia fedele ed impietosa:

- a) del contesto di palese incompetenza ed incapacità nel quale venivano elaborati i *rating* sull'Italia nell'intorno temporale dell'agosto 2011;
- b) della piena consapevolezza, in capo sia agli analisti autori dei rating, sia alla stessa governance strategica di S&P's, di quel diffuso e grave deficit di competenze ed esperienze nel settore analitico che determinava una gestione dei rating sull'Italia in violazione delle norme sopra richiamate (sulla qualità, competenza, oggettività dei rating) costituenti i cardini del Regolamento europeo.

Una fotografia tanto impietosa quanto fedele ed altamente attendibile perché direttamente proveniente dalla *general manager* per l'Italia e l'Europa che condivide quella drammatica certezza (il diffuso e grave deficit di competenze ed esperienze nel settore analitico del debito sovrano dell'Italia) dapprima con gli stessi analisti che partecipavano al comitato che deliberava le azioni di rating ed alle discussioni (ergo, proprio con coloro che facevano le analisi che culminavano nei rating e nei declassamenti), poi con il proprio “capo”.

Ecco la “pistola fumante” (non l'unica, però)!

La Pierdicchi dice più volte al suo capo mondiale Deven Sharma che che gli analisti “ritengono...”, cioè valutano, giudicano che l’Agenzia non avesse le “*capacità adeguate per gestire il rating sull’Italia*”.

Siamo, in altre parole, al cospetto di una sorta di “auto-downgrade”, un auto-declassamento frutto non già di “pettegolezzi” raccolti qua e là dalla Pierdicchi in giro, ma delle confidenze e degli umori che la *general manager* raccoglieva proprio presso gli analisti del debito sovrano italiano: analisti che partecipavano ai Comitati ed alle discussioni sul rating dell’Italia e che, “valutando” l’attività propria e dei colleghi, con quelle confidenze ne demolivano affidabilità e qualità, denunciandone lo svolgimento in costante violazione dei canoni regolamentari; una violazione che, proprio in quanto sistematica, essi ben sapevano essere foriera (con elevato grado di probabilità, vicino alla certezza) di distorsioni informative presso la platea degli investitori (distorsioni da essi, perciò, “previste e volute”), concretamente idonee a deprezzare sui mercati finanziari i titoli di Stato dell’emittente Repubblica Italiana.

Sono, in altre parole, gli stessi analisti di rating di S&P’s che bocciano, declassano “downgradano” le attività di rating da essi stessi elaborate sull’Italia, facendone denuncia alla Pierdicchi: ciò costituisce la riprova che le valutazioni al ribasso deliberate e divulgate da S&P’s sull’Italia in quel periodo (tra maggio 2011 e gennaio 2012) erano frutto di analisi e valutazioni consapevolmente svolte in difformità dagli standard regolamentari richiesti ed esigibili, con conseguente manipolazione “informativa” dei mercati cui quelle valutazioni (costituenti e contenenti informazioni finanziarie price sensitive) erano dirette.

L'amara considerazione cui a questo punto non ci si può sottrarre, a fronte di siffatte emergenze, è che nulla esclude che quanto occorso all'Italia sia capitato anche ad altri Stati sovrani sottoposti a *downgrade* da parte degli analisti di S&P's!

La *general manager* italiana Maria Pierdicchi, dunque, riferisce nella telefonata al suo "capo" di quell'**inquietante condizione di diffusa e consapevole incompetenza da parte degli analisti del debito sovrano dell'Italia**: fa precedere il suo sfogo da un "*francamente*", a sottolineare la sincerità e genuinità di quella riflessione confidenziale ed amara: una riflessione che la donna rappresenta allo stesso soggetto che, nella sua posizione apicale, avrebbe dovuto garantire il rigoroso rispetto dei canoni regolamentari del rating, in mancanza del quale i *rating* diffusi ai mercati divengono informazioni inattendibili, inveritiere, distorte, capaci di disorientare gli investitori e di falsarne le scelte di investimento.

Anziché garantire il rispetto di quelle norme, il presidente mondiale di S&P's Deven Sharma – come emerge dalle intercettazioni – si affretterà solo a consigliare all'interlocutrice di raccomandare agli analisti, vista l'indagine in corso della piccola Procura di Trani, di **utilizzare altri telefoni!**

Ma andiamo ancora avanti con l'analisi di un altro precetto fondamentale di quel Regolamento, il **considerando n. 35** secondo cui "*Per garantire la qualità di rating del credito è opportuno che un'Agenzia di rating del credito adotti misure per garantire che le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione di un rating siano affidabili*".

A riscontro di quanto contemplato nel citato **considerando n. 35**, soccorre l'**art. 8** del Regolamento (*Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating*) che, al comma 2, dispone che “Un’agenzia di rating del credito adotta ed applica effettivamente le **misure adeguate a garantire che i rating che essa emette siano basati su una analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone**.... Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le **informazioni che essa usa ai fini dell’assegnazione di un rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili.**”

Al **comma 3**, quindi, si prescrive: “Un’agenzia di rating del credito utilizza **metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida**”.

Queste prescrizioni o, per meglio dire, la violazione di queste prescrizioni, viene in rilievo con riferimento ai giudizi espressi da S&P’s sull’Italia per come indicati nell’imputazione.

Il tema dell’**affidabilità delle fonti** è affrontato anche nell’**Allegato I** (al Regolamento) “*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*” ove, alla “**Sezione D**” (*Disposizioni in materia di presentazione dei rating del credito*”), il **comma 1** dispone: “Un’agenzia di rating del credito “**garantisce almeno quanto segue: a) indica tutte le principali fonti rilevanti utilizzate per preparare il rating; b) indica chiaramente la principale metodologia utilizzata per determinare il rating...**; al **comma 4** si specifica che “**laddove la mancanza di dati affidabili o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell’agenzia di rating del credito di emettere un rating**”

credibile, l'agenzia si astiene da emettere il rating o ritira il rating esistente".

Ebbene, il commento negativo (una vera e propria “*stroncatura*”, come dirà la dirigente generale del Tesoro dr.ssa Cannata nel corso della sua deposizione) espresso da S&P's il giorno 1/7/2011 sul testo non ancora ufficiale della manovra economica correttiva del Governo (vicenda contestata al secondo punto dell'imputazione) dimostra la violazione clamorosa delle disposizioni testé menzionate.

Altra importante previsione regolamentare è quella di cui all'**art. 10** (*Comunicazione e presentazione di rating del credito*) la quale dispone che “*un'agenzia di rating del credito comunica qualsiasi rating del credito e qualsiasi decisione di abbandono di un rating su base non selettiva e in modo tempestivo*”.

Questa norma spiega, dunque, che la “comunicazione” del rating deve avvenire in modo “tempestivo”, **non artatamente dilazionato, frazionato, diluito** (come invece accade nell'episodio, oggetto di imputazione, dell'azione di rating del 20-23/5/2011).

Il tema del **timing** della comunicazione dei rating al mercato è anche richiamato nell'**Allegato I** (al Regolamento) “*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*” ove, alla “**Sezione B**” (*Requisiti operativi*) **comma 3 ultima parte**, si prescrive quanto segue: “*Un'agenzia di rating del credito valuta inoltre **immediatamente** se vi siano i presupposti per emettere un nuovo rating o revocare il rating del credito esistente*”.

Altrettanto importante, nel medesimo **Allegato I**, la “**Sezione C**” (*Disposizioni in materia di analisti di rating e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di rating del credito*) ove, al **comma 3 lett. “b”**, si dispone che “*le Agenzie di rating del credito garantiscono che le persone di cui al punto 1 (analisti di rating, dipendenti dell’agenzia di rating del credito e qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell’agenzia di rating e che partecipano direttamente alle attività di rating) non divulgano alcuna informazione in merito ai rating emessi o a possibili rating futuri dell’agenzia, salvo che all’Entità valutata o a terzi collegati”*”.

Le norme da ultimo evocate sono ispirate da una evidente *ratio*, quella di scongiurare che la tempistica delle azioni di rating sia in qualche modo “**pilotata**” per oscure ragioni e che, addirittura, vi sia una strategia di comunicazione dei rating secondo una determinata tempistica: per questo occorre che l’Agenzia proceda non già su base selettiva, ma in modo tempestivo, divulgando senza indugio il rating non appena il Comitato (di rating) abbia deliberato.

Anche in questo caso, come documentano le intercettazioni che più avanti tratteremo, si registra una violazione seriale, sistematica e consapevole delle prescrizioni regolamentari.

Infine, ma non per ultimo, è di assoluto rilievo il **considerando n. 66** secondo cui in relazione alla “**violazione delle disposizioni del presente Regolamento**” e “**quanto meno nei casi di grave scorrettezza professionale**

e omissione di diligenza dovuta... gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di irrogare **sanzioni amministrative o penali**".

Ecco, dunque, un esplicito riferimento alla "**doverosa**" **irrogabilità** da parte degli **Stati membri** di sanzioni amministrative o addirittura **penali** per i casi **gravi** di violazione del Regolamento europeo 1060/2009: **irrogabilità** che, allo stato, si realizza in forza proprio del ricorso a quelle fattispecie delittuose di abuso di mercato previste dal T.U.F. agli artt. 184 e **185** (abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato) e la cui origine è proprio in quella **Direttiva comunitaria 2003/6/CE** menzionata nel **considerando n. 2** laddove statuisce *apertis verbis* che le Agenzie di rating sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati e, in particolare, alla suddetta Direttiva che – come prosegue il considerando n. 2 – contempla la fattispecie della "manipolazione del mercato".

Ma può ritenersi che le condotte indicate nel considerando 66 del Regolamento 1060/2009, in particolare le violazioni del regolamento o le condotte di grave scorrettezza professionale integrino il reato di manipolazione del mercato ex art. 185 T.U.F., sub specie di "manipolazione informativa"?

E' evidente che per l'integrazione del reato in parola occorra che la "violazione regolamentare", la "grave scorrettezza professionale" o "l'omissione della diligenza dovuta" – oltre, ovviamente, ad essere sorrette dal dolo – si estrinsechino in una delle condotte tipiche ex art. 185 T.U.F..

Da queste premesse discende che **l'accertata violazione di una o più prescrizioni del Regolamento europeo 1060/2009** da parte dell'Agenzia di rating **può costituire ed integrare** una fattispecie di **abuso di mercato** *sub specie* di **manipolazione “informativa” del mercato** a condizione:

1) che si tratti di **violazioni regolamentari gravi, reiterate e consapevoli**;

2) che la condotta si estrinsechi in una delle condotte tipiche ex art. 185 T.U.F., ossia nella diffusione di notizie false o nel compimento di artifici a carattere informativo: ipotesi, quest'ultima, che si realizza in tutti i casi – come taluni di quelli che ci occupano – in cui vi sia un'osservanza solo formale ed apparente della normativa regolamentare, ma un “*sostanziale aggiramento*” della stessa: un aggiramento, cioè, attuato in modo subdolo ed “artificioso” (di tal che, la violazione regolamentare “si fa” condotta tipica ex art. 185 T.U.F.).

A quest'ultima conclusione, del resto, perviene ripetutamente – nel presente processo – la stessa CONSOB, ossia la suprema Autorità nazionale indipendente che vigila sull'integrità del mercato finanziario, a luglio 2011 ed a gennaio 2012 (sono questi ultimi i capisaldi temporali degli interventi CONSOB nel semestre in cui si consumano le condotte delittuose in delibazione).

Ed invero, in relazione alla domanda di registrazione (ossia di Autorizzazione) di Standard & Poor's (domanda del 20/8/2010 presentata dall'Agenzia al CESR ai sensi del Regolamento Europeo) per svolgere attività di rating nell'Unione Europea in conformità al corrispondente Regolamento 1060/2009, gli Uffici Consob elaboravano una “**Relazione**”

per la Commissione n. 2011-3513 del 12/7/2011” (documento che più avanti esamineremo diffusamente) in cui si concludeva segnalando che *“dalla recente attività di vigilanza svolta su S&P’s in merito al rapporto sull’Italia con cui è stato cambiato l’Outlook in negativo il 20 maggio 2011 ed in merito al Comunicato stampa con cui è stato diffuso un giudizio sulla manovra economica del Governo italiano, in data 1 luglio 2011”* emergeva un **“sostanziale aggiramento della normativa”** regolamentare europea: una violazione, cioè, delle regole di settore attuata attraverso un’osservanza delle stesse – si badi bene – solo formale ed apparente, ma con artifici che “sostanzialmente” ne determinavano l’aggiramento, ergo la violazione.

Ed ancora, con la Nota della Divisione Mercati (Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating, Analisi Finanziaria) del 17/1/2012 prot. DME/RM/12003602 avente ad oggetto *“Richiesta di assistenza alla competente Autorità estera nell’ambito delle indagini sul downgrading dell’Italia da parte di Standard & Poor’s il 13/1/2012 svolte ai sensi dell’art. 187 octies D. Lgs.vo 58/98”* e diretta all’Ufficio Relazioni Internazionale – Sede (pag. 1865 del Fascicolo P.M., acquisita all’incarto dibattimentale) **la CONSOB**, nel **richiedere assistenza** alla competente Autorità Estera (**Financial Services Authority – F.S.A.**) nell’ambito delle indagini sul downgrading del rating sul debito sovrano della Repubblica italiana da parte di S&P’s del 13/1/2012 ed al fine di ottenere una serie di informazioni da parte di S&P’s Credit Market Services Europe Ltd con sede legale a Londra, **rappresentava** che la **Divisione Mercati** (Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating ed Analisi Finanziaria – interno alla CONSOB) stava svolgendo (testuale) **“indagini preliminari volte a verificare la sussistenza di ipotesi di**

abuso di informazioni privilegiate e di **manipolazione informativa**
con riferimento, tra l'altro:

- alla **circostanza che alcuni dei criteri posti alla base della revisione al ribasso del rating sulla Repubblica Italiana avvenuto il 13/1/2012 non appaiano coerenti con i criteri alla base delle revisioni del rating e dell'Outlook avvenute nel 2011 inclusa quella, comunicata il 19 settembre 2011, con cui il rating del debito sovrano italiano era stato ridotto ad "A" e posto sotto Outlook negativo in vista di un possibile ulteriore downgrading poi avvenuto appunto il 13 gennaio, e che quindi la diffusione di quest'ultimo rating possa essere risultata fuorviante per il mercato.**

Analizzando attentamente la menzionata Nota CONSOB avente ad oggetto una richiesta di cooperazione internazionale, emerge un dato di assoluto rilievo: l'avvio – da parte della CONSOB e della Divisione Mercati (Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating e Analisi Finanziaria) – di vere e proprie “**indagini preliminari**” funzionali a verificare la ricorrenza, fra l'altro, di casi di *market abuse* e, segnatamente, di un'ipotesi di “**manipolazione informativa**” con riguardo proprio a violazioni regolamentari ed ai fatti di cui al presente processo.

Sintomatica della possibilità di ravvisare in gravi e reiterate violazioni del Regolamento europeo sul rating una “manipolazione di mercato informativa” è proprio l'espressione utilizzata dalla CONSOB al terzo punto oggetto di “**indagine preliminare**”: la verifica che la diffusione del rating del 13/1/2012 non fosse risultata deliberatamente “**fuorviante per il mercato**” (ecco la “manipolazione informativa” del mercato) per effetto della “**incoerenza**” – **in violazione del Regolamento europeo 1060/2009**

– dei criteri adoperati da S&P’s nelle revisioni al ribasso del rating sulla Repubblica Italiana intervenute il 13/1/2012 e, ancora prima, il 19/9/2011, come pure nella revisione dell’Outlook avvenuta nel maggio 2011.

La CONSOB, in altre parole, rilevava ed evocava una (testuale dal documento CONSOB) “MANIPOLAZIONE INFORMATIVA” con attitudine (testuale dal documento medesimo) “FUORVIANTE PER IL MERCATO” nelle ripetute “bocciature” intervenute da parte di S&P’s nei confronti del debito sovrano della Repubblica Italiana utilizzando criteri di valutazione fra loro non coerenti, e ciò in spregio alle stringenti norme del Regolamento Europeo 1060/2009.

E’, dunque, la stessa CONSOB che, a fronte di un’accurata e puntuale analisi del “merito” delle valutazioni di S&P’s del 2011, ne evidenziava la **potenzialità manipolativa** qualificandola *apertis verbis* come “**manipolazione informativa**” in ragione della violazione delle norme regolamentari in materia: **tanto** – giova ribadire – **dimostra vieppiù come la violazione di quelle norme possa integrare gli estremi della manipolazione “informativa” ex art. 185 T.U.F. laddove la suddetta violazione si traduca, altresì, nella condotta “tipica” (sub specie di “diffusione di notizie false” o di utilizzo di “artifici” informativi).**

Proprio al fine di verificare la sussistenza di quella “incoerenza” tra i criteri utilizzati da S&P’s nel 2011 per rivedere al ribasso il rating della Repubblica italiana, la Divisione Mercati CONSOB attivava una richiesta di cooperazione internazionale e, segnatamente, una richiesta di informazioni e documenti alla competente Autorità britannica **F.S.A. che**

– tuttavia – proprio sul punto cruciale di cui qui si discute, non forniva le informazioni richieste.

Siffatta collaborazione/assistenza internazionale, risultata “parziale” come chiarito nella Nota CONSOB dell’8/6/2012 (diretta al P.M.), ha di fatto paralizzato le successive valutazioni ed iniziative della nostra Autorità di vigilanza, sterilizzandone le funzioni di repressione in relazione ai fatti di causa.

Di tal che, agli atti del presente processo rimane (oltre al materiale investigativo raccolto dall’Autorità Giudiziaria) solo una puntuale ed approfondita **analisi tecnica** (in ordine alle valutazioni di S&P’s con riguardo alla Repubblica Italiana ed oggetto di imputazioni) operata dalla CONSOB nella **“Nota Tecnica diretta all’E.S.M.A.”** (European Securities and Markets Authority: organismo dell’Unione Europea che ha sostituito il CESR, ossia il Committee of European Securities Regulators e che dal 1/1/2011 ha il compito di sorvegliare il Mercato Finanziario Europeo) **datata 9/2/2012** (ed acquisita all’incarto dibattimentale).

Detta **Nota Tecnica**, in mancanza degli approfondimenti a suo tempo richiesti da CONSOB alla F.S.A., deve essere letta ed interpretata unitamente a quelle intercettazioni telefoniche (dell’agosto 2011) ed a quelle mail (del gennaio 2012) tra analisti e manager di S&P’s che più avanti puntualmente analizzeremo e che documentano in modo chiaro ed impietoso i metodi ed i criteri adottati in seno all’Agenzia S&P’s nelle valutazioni che riguardavano il debito sovrano della Repubblica Italiana, oltre che il clima in cui quelle valutazioni via via maturavano: metodi, criteri e clima che provano – oltre ogni ragionevole dubbio – l’ipotesi di manipolazione informativa del mercato intuuta fin dall’inizio dalla

CONSOB la quale a tal fine avviò **“indagini preliminari”** non concluse a causa della “parziale” risposta estera alla sua tempestiva richiesta di collaborazione internazionale.

Tutte le risposte che alla CONSOB non sono mai pervenute dalla F.S.A. britannica, si desumono dagli esiti dell’istruttoria dibattimentale e dall’attenta analisi di mail ed intercettazioni che, come una sorta di **saldatura probatoria**, finiscono con il chiudere il cerchio: una chiusura non riuscita alla CONSOB che, pur non avendo raccolto (per effetto di quella parziale risposta alla propria richiesta di informazioni e documenti) elementi sufficienti a concludere la propria preliminare istruttoria, ha talmente creduto alla sussistenza del reato di manipolazione informativa del mercato nei fatti in delibazione da avere voluto un proprio diretto intervento nel presente processo penale a tutela degli interessi lesi dal reato (intervento che, secondo il T.U.F., non risulta obbligatorio nella fase del “processo”, ma solo nella precedente fase investigativa del “procedimento”) e da essa CONSOB non potuti adeguatamente salvaguardare per effetto di una mancanza di collaborazione internazionale.

In conclusione, per fornire adeguata risposta al titolo del presente paragrafo, deve ritenersi che violare consapevolmente e sistematicamente le norme del Regolamento europeo (poste a garanzia della correttezza dell’informazione ai mercati finanziari) ed “aggirarle” in modo “sostanziale” significa, quindi, altrettanto consapevolmente e sistematicamente **falsare l’informazione ai Mercati** poichè significa **fornire** consapevolmente e sistematicamente **valutazioni scorrette costituenti e contenenti informazioni finanziarie price sensitive scorrette e falsate pure esse, capaci di disorientare gli investitori** turbando la stabilità di mercati con **concreto pericolo di**

deprezzamento dei titoli di Stato emessi dall'entità “scorrettamente” valutata e fatta oggetto di rating.

I dati ufficiali riportati dalla Banca d'Italia e dalle principali, più autorevoli organizzazioni internazionali (FMI, Commissione Europea, OCSE), i dati raccolti dal Ministero dell'Economia, le analisi del Comitato per la Salvaguardia della stabilità finanziaria, i dati e le analisi di CONSOB, infine le valutazioni di autorevoli personaggi di caratura internazionale non animati da compiacenza verso l'Italia (si pensi a uomini del calibro dei commissari europei Michel Barnier o Olli Rehn) convergono univocamente nell'accreditare l'ipotesi accusatoria che addebita ad analisti e manager apicali di S&P's non già il fatto di avere reso giudizi negativi nei confronti dell'Italia, ma di averne resi di pretestuosi ed infondati, incoerenti con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili, sempre calpestando deliberatamente e continuativamente le stringenti norme contemplate nel Regolamento 1060/2009 sull'attività di rating.

Entriamo, dunque, nel vivo della valutazione delle emergenze dibattimentali esaminando partitamente tutti i contributi testimoniali, tecnici e documentali, per poi addivenire alle conclusioni in punto di accertamento della penale responsabilità delle persone fisiche e della persona giuridica imputate.

2. Origine delle indagini, imputazioni e sintesi dell'istruttoria dibattimentale

Le investigazioni alla base del presente processo originano da un esposto dell'ADUSBEF (associazione che difende attivamente e coraggiosamente

gli utenti dei servizi bancari e finanziari) sull'operato dell'Agenzia di rating americana Standard & Poor's, accusata di manipolazione informativa del mercato in danno della Repubblica Italiana.

Da quell'esposto scaturivano accertamenti e deleghe d'indagine del Pubblico Ministero alla Guardia di Finanza - Nucleo di Polizia Tributaria per verificare il corretto esercizio dell'attività di rating svolta dall'Agenzia americana Standard & Poor's con riguardo all'affidabilità creditizia dell'emittente Repubblica Italiana.

Scopo delle indagini non era, cioè, limitare la libertà di giudizio e valutazione della predetta Agenzia di rating, ma accertare che la delicata attività di valutazione del merito di credito di un emittente Sovrano quale il nostro Paese, fosse avvenuta ed avvenisse nel pieno rispetto della normativa di settore in tema di informazione ai mercati finanziari e di abusi di mercato.

Ebbene, all'esito del monitoraggio di poco più di sei mesi (dal maggio 2011 al gennaio 2012) di "valutazioni" elaborate e divulgate da Standard & Poor's nei confronti della Repubblica Italiana, si è pervenuti alla conclusione che, almeno quattro valutazioni (segnatamente, quelle menzionate nell'imputazione qui di seguito riprodotta) fossero state da S&P's elaborate e divulgate in consapevole e sistematica violazione delle regole sul rating e sulla correttezza/trasparenza dell'informazione ai Mercati Finanziari.

Giova, per una più comoda analisi della presente requisitoria, riportare qui di seguito l'identità e la qualifica degli imputati, seguite dai corrispondenti addebiti.

DEVEN SHARMA – presidente della Standard & Poor’s Financial Services dal 2007 al 23 agosto 2011

YANN LE PALLEC– Managing Director Head of Insurance Rating Londra

EHILEEN ZHANG Associate Director, Sovereign Ratings dipendente di S&P’S Europe a Londra

FRANKLIN CRAWFORD GILL Senior Director of European Sovereign Ratings, dipendente S&P’S Europe

MORITZ KRAEMER Managing Director European Sovereign Ratings

PEARCE David legale rappresentante di Standard & Poor’s – Londra

IMPUTATI

I primi cinque:

A) in relazione al delitto di manipolazione del mercato continuata e pluriaggravata previsto e punito dagli artt. 110 – 81 cpv. – 185 co. 1 e 2 D. Lgs. 24/2/1998 n. 58 – 61 n. 7 c.p. (art. 185: *Manipolazione del mercato: “Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.*) perché, dipendenti apicali dell’Agenzia Standard & Poor’s esercente attività di rating (attività con cui l’Agenzia formula e rilascia valutazioni sul merito creditizio/affidabilità creditizia di un’entità emittente titoli di debito fungendo, così, da *intermediaria di informazioni* tra gli investitori e coloro – come gli Stati sovrani – che emettono titoli di debito), nelle qualità rispettivamente di presidente mondiale e responsabile per l’Europa dell’Agenzia (Sharma e Le Pallec responsabili dell’organizzazione e gestione dell’attività di rating, il primo dal 2007 fino al 23/8/2011), nonché di analisti “senior” del debito sovrano (Zhang, Gill e Kraemer: fautori delle attività di rating del debito sovrano anche italiano, oltre che di quelle altre attività ad esse connesse, quali le previsioni di medio, lungo e breve termine: c.d. “Outlook” e “credit watch”: attività di valutazione della solvibilità, ossia del rischio di credito dell’entità emittente titoli di debito), in concorso fra loro, con più azioni esecutive di un

medesimo disegno criminoso ed in tempi diversi (compresi **tra il maggio 2011 ed il gennaio 2012**), **“ponevano in essere una serie di artifici”** (di seguito partitamente evidenziati) – tanto **nell’elaborazione**, quanto **nella “diffusione”** (comunicazione ai Mercati Finanziari) **dei “rating” sul debito sovrano italiano** – ***“concretamente idonei a provocare”***: 1) una destabilizzazione dell’immagine, prestigio e affidamento creditizi dell’Italia sui mercati finanziari nazionali ed internazionali; 2) ***una sensibile alterazione del valore dei titoli di Stato italiano***, segnatamente un loro deprezzamento); 3) un indebolimento della moneta italiana ed europea “Euro”.

Attraverso i descritti **“artifici”**, anche a carattere **“informativo”** (posti in essere in occasione delle iniziative adottate dall’Agenzia e di seguito partitamente descritte) – **costituenti condotte solo in apparenza lecite, ma effettivamente illecite** (ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 185 T.U.F.) **per come combinate fra loro, con modalità e tempi accuratamente pianificati – fornivano intenzionalmente ai Mercati finanziari** (quindi agli Investitori) **un’informazione tendenziosa e distorta** (come tale, anche **“falsata”**) **in merito all’affidabilità creditizia italiana** ed alle **iniziative di risanamento e rilancio economico** adottate dal Governo italiano, **per modo di disincentivare l’acquisto di titoli del debito pubblico italiano e deprezzarne, così, il valore.**

Artifici consistenti: **a) in fase di elaborazione dei “rating”**: nell’affidare le attività di analisi del debito sovrano italiano, nonché quelle ad esse connesse (e summenzionate) - attività **ufficialmente riconducibili agli analisti “senior” e apicali Zhang, Gill e Kraemer** (che ne assumevano formalmente la paternità) - ad analisti (non identificati) **inesperti ed incompetenti** (**con conseguente violazione** dei canoni di cui al **Regolamento comunitario 1060/2009** in materia di attività di rating: canoni prescrittivi, fra l’altro, di trasparenza, **metodologie rigorose e qualità adeguata delle analisi e delle informazioni ai Mercati**); **b) in fase di diffusione dei “rating”**: nel **comunicare ai Mercati** finanziari

analisi/previsioni/declassamenti inerenti la Repubblica Italiana (sempre di segno negativo) non già – come da Regolamento comunitario 1060/2009 – in maniera “tempestiva”, bensì in maniera “selettiva e mirata” in relazione ai momenti di maggiore criticità della situazione politico-economica italiana, **con una tempistica diretta** – per un verso – ad **amplificare gli effetti negativi di analisi/previsioni/declassamenti inerenti l’Italia** e – per l’altro – a **minare l’affidabilità creditizia del Paese**.

In particolare

- 1) il **venerdì 20 maggio 2011** divulgavano in un report l’avvenuto “**taglio**” dell’**Outlook del debito sovrano dell’Italia da stabile a negativo** (“*Republic of Italy Outlook Revised to Negative On Risk Of Persistent High Debt Ratio; “A+/A-1+”*”), **diffondendo non contestualmente/tempestivamente**, ma solo il successivo lunedì 23 maggio 2011 (giorno di riapertura dei mercati), un ulteriore report esplicativo delle **“motivazioni” del “taglio” dell’Outlook** (“*Why we revised the Outlook on Italy To negative*”): valutazioni **artificialmente** comunicate/diffuse ai **Mercati con una tempistica sfalsata e tale da generare sui mercati una volatilità ed un’incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali**. Detti **giudizi** negativi “diffusi” dall’Agenzia erano, **peraltro**, da ritenere – **nel merito** – **infondati e tendenziosi (forieri, dunque, di informazioni false ai Mercati)** giacché **in contrasto con i dati macroeconomici ufficiali** menzionati dal Ministero dell’Economia in data **21/5/2011 con il comunicato stampa n. 72**;
- 2) il giorno **venerdì 1 luglio 2011**, poco dopo le ore 13.00 (dunque, **a mercati “aperti” ed a contrattazioni in corso**), elaboravano e **divulgavano una nota** (“*Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks to Debt Reduction*”) **che, con l’artificio di diffondere valutazioni negative sulla manovra finanziaria correttiva presentata dal Ministro dell’Economia prima ancora che il testo della stessa fosse reso ufficiale e pubblicato in Gazzetta Ufficiale** (condotta che determinava l’intervento della CONSOB), **determinavano ulteriori turbolenze sul mercato dei titoli di Stato italiani, con pericolo concreto di deprezzamento degli stessi**;

- 3) il giorno **lunedì 5 dicembre 2011** (ossia all'indomani della conferenza stampa domenicale tenuta dal Presidente del Consiglio prof. Mario Monti per presentare un programma di riforme strutturali, arginare l'ondata di sfiducia montata nei giorni precedenti sui Mercati finanziari nei confronti dell'Italia e fornire così, ad inizio di settimana, un segnale positivo agli investitori) **ponevano il c.d. “credit watch negativo” sull'Italia**, così **adottando un ulteriore “artificio” temporale-informativo** (quello di **preannunziare il declassamento** – pur senza decretarlo – **in un momento storico particolarmente critico** del Paese, di **“ripartenza”** agli occhi della Comunità internazionale) **concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati finanziari, nonostante l'intervenuto cambio di leader alla guida del Governo e le riforme strutturali preannunziate** (in conferenza stampa);
- 4) il giorno **venerdì 13/1/2012** operavano il **declassamento/taglio del rating (di ben due gradini, c.d. “notch”: da “A” a “BBB+”) del debito sovrano della Repubblica Italiana**, confermando l'*Outlook* negativo: tanto facevano **nonostante** il responsabile del “Bank Team” per l'Italia di Standard & Poor's Renato PANICHI, avesse segnalato in un' e-mail diretta (nella mattinata del 13.01.2012, prima della comunicazione ufficiale) agli analisti ZHANG e KRAEMER che **il giudizio** dai medesimi espresso **sul sistema bancario italiano** (ed **alla base del doppio taglio di rating del debito sovrano da essi elaborato**) fosse **errato**, addirittura **“esattamente contrario”** alla **situazione reale**, e li avesse per questo invitati perentoriamente a rimuovere quell'informazione dal comunicato: **rimozione avvenuta solo parzialmente** e sul solo testo in lingua inglese, non invece su quello trasmesso – come per legge – alla Repubblica Italiana (in persona della dr.ssa Maria CANNATA dirigente del Ministero dell'Economia) né su quello in lingua italiana e diffuso in Italia (**con ulteriore confusione e distorsione delle informazioni rese alla Repubblica Italiana, ai mercati, agli analisti ed agli investitori**). **Detto declassamento, inoltre, decretavano alla stregua di argomentazioni incoerenti e incongruenti sia rispetto alle motivazioni poste a base del precedente declassamento dell'Italia del 19 settembre 2011** (declassamento

da A+ ad A, fondato prevalentemente su valutazioni di carattere non economico, segnatamente sulla condizione di “stallo” politico del Paese: “stallo” superato nel novembre 2011 con il cambio alla guida del Governo e l’effettivo avvio delle riforme strutturali preannunziate il 4/12/2011), **sia per l’intervenuto sensibile calo dello spread tra i titoli di debito italiani e i Bund tedeschi**; così facendo, adottavano l’ennesimo **“artificio informativo” concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati** finanziari ed a provocare una sensibile alterazione del prezzo dei titoli di Stato (alterazione effettivamente registrata dall’aumento dello “spread” – a seguito della notizia del declassamento – da 482 punti base a 505 punti base).

Fatti da ritenere aggravati sia ai sensi dell’art. 185 cpv. T.U.F. perché di “rilevante offensività” (giacché commessi in danno dello Stato sovrano italiano), sia ai sensi dell’ art. 61 n. 7 c.p. per avere cagionato alla Repubblica Italiana un danno patrimoniale di rilevantissima gravità.

Pearce David

B) quale legale rappresentante di Standard & Poor’s – Londra **in relazione all’illecito amministrativo dipendente dal reato di cui all’art. 185 co. 1 e 2 D. Lgs. 24/2/1998 n. 58** (aggravato ex art 61 nn. 7, 9 e 11 c.p.) come contestato nel capo che precede (e **previsto dall’art. 25 sexies D. Lgs.vo 8/6/2001 n. 231**), commesso nell’interesse e a vantaggio della predetta società dai summenzionati dirigenti analisti senior (art. 5 co. 1 D. Lgs.vo cit).

Fatti-reato commessi interamente all’estero (Londra – Francoforte) tra il maggio 2011 ed il gennaio 2012, con competenza del Tribunale di Trani ex artt. 7 co. 1 n. 5) c.p., 182 T.U.F. e 10 co. 2 C.P.P.

Un’attenta ed approfondita analisi dell’enunciato accusatorio impone una preliminare considerazione, funzionale a circoscrivere e delimitare il tema probatorio e decisorio.

La difesa degli imputati ha, invero, capziosamente tentato di contrastare i puntuali profili di addebito enunciati nella proposizione accusatoria interpretando il presente dibattimento come un processo alla libertà di opinione e di valutazione riconosciuta alle Agenzie di rating (mentre il presente giudizio penale tratta di rispetto delle regole dell'informazione nei mercati finanziari) ed articolando le prove a discarico estendendo a dismisura, anche attraverso ponderose e ripetitive consulenze, imputazioni e temi di discussione, mettendo – per così dire – a cuocere molta più carne del necessario.

Così, per esempio, in relazione ai fatti (menzionati nel secondo punto dell'imputazione) del giorno 1 luglio 2011, non è assolutamente in discussione il contenuto del commento di S&P's sulla manovra correttiva del Governo (quindi se quella “stroncatura” fosse fondata o meno, condivisibile o meno), bensì il duplice profilo della tempistica e della affidabilità delle fonti informative utilizzate per quel commento non sollecitato da alcuno: profili che devono essere illuminati dalle corrispondenti norme di settore.

Parimenti (ma lo vedremo più avanti) in relazione ai fatti di dicembre 2011 (terzo punto dell'imputazione) e, in parte, per quelli del maggio 2011 (primo punto dell'addebito).

Non è, infatti, un caso che il Pubblico Ministero abbia “selezionato” le valutazioni “penalmente rilevanti” di S&P's sull'Italia nell'arco temporale considerato ed abbia scelto, per esempio, di non includere nella contestazione un'azione di rating importante come quella del 19/9/2011 che condusse al declassamento dell'Italia.

Operata questa precisazione funzionale a riposizionare il processo sui giusti binari ed a dirigere correttamente l'attenzione del Collegio convergendo sul contenuto puntuale degli addebiti, deve evidenziarsi come – dalla trama dell'imputazione – si delinei con chiarezza il fondamentale parametro valutativo delle prove raccolte nel corso dell'istruttoria dibattimentale: parametro costituito proprio dalle norme che regolano l'informazione ai mercati finanziari e da quelle che regolamentano l'attività di coloro – quali le Agenzie di rating – che forniscono informazioni ai mercati.

In sintesi, le attività investigative rappresentate in istruttoria sono consistite in:

1) acquisizioni di dati, analisi e documenti ufficiali su quelli che potremmo definire i c.d. fondamentali economici della Repubblica italiana (dati ed analisi della Banca d'Italia, stime del Comitato per la Salvaguardia della Stabilità finanziaria della Repubblica Italiana, stime e previsioni dell'OCSE, del Fondo Monetario Internazionale, della Commissione Europea) in vista della verifica (solo ove richiesta dalla specificità dell'addebito) di fondatezza/veridicità/affidabilità delle “valutazioni” dell'Agenzia S&P's;

2) acquisizione – anche tramite rassegna stampa – di pareri espressi da autorevoli esperti e “tecnici” della materia economico-finanziaria di caratura nazionale ed internazionale (si pensi a Michel Barnier, commissario europeo per i Mercati e Servizi Finanziari o ad Olli Rehn, commissario europeo per Affari economici e monetari) che – in occasione

delle valutazioni negative divulgate da S&P's in relazione alla Repubblica italiana (e per cui è causa) – contestavano in radice l'affidabilità e la fondatezza di quei rating negativi: acquisizione operata in vista della verifica (solo ove richiesta dalla specificità dell'addebito) di fondatezza/veridicità/affidabilità delle “valutazioni” dell'Agenzia S&P's;

3) assunzione di sommarie informazioni da parte di autorevoli esperti e “tecnici” della materia economico-finanziaria di caratura nazionale (il Ministro dell'Economia prof. Giulio Tremonti, la dirigente generale del Tesoro- Direzione del debito Pubblico dr.ssa Maria Cannata, il Capo economista dell'OCSE e attuale Ministro dell'Economia prof. Pier Carlo Padoan, il Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas) che – all'epoca dei fatti – contestavano tempistica, affidabilità e fondatezza di quei rating negativi divulgati da S&P's sull'affidabilità creditizia del nostro Paese;

4) acquisizione di documentazione “tecnica” proveniente dalla CONSOB in relazione all'operato di S&P's nel semestre 2011 monitorato nel presente processo: documentazione in cui la nostra Autorità nazionale di vigilanza individua ed evidenzia (facendone denuncia alla Financial Services Authority ed all'E.S.M.A.) una serie di violazioni – da parte dell'Agenzia di rating – delle stringenti prescrizioni di cui al Regolamento europeo;

5) traduzione di intercettazioni e mail intercorse tra gli analisti di S&P's. Si tratta di intercettazioni che – come si è avuto modo di anticipare – documentano impietosamente e drammaticamente l'esercizio delle attività di rating svolte dagli analisti di S&P's nei confronti dell'Emittente Repubblica Italiana in consapevole, reiterato e grave spregio delle norme

cardine del Regolamento 1060/2009: il tutto con il benessere dei manager apicali della società.

Per un verso, dunque, l'istruttoria dibattimentale documenta e registra un vero e proprio “**coro di autorevoli voci di fuori**”, ossia opinioni di personaggi altamente qualificati che risuonano come una levata di scudi, una sorta di “ribellione” alle valutazioni negative consegnate ai mercati da S&P's con riguardo alla Repubblica italiana: opinioni di economisti ed esponenti istituzionali di primissima grandezza che – dati alla mano – reagivano increduli a quella sfilza di bocciature non riuscendo a spiegarsi fondamento, ragioni e timing di quel crescendo di valutazioni sempre più negative espresse nei confronti della Repubblica Italiana da S&P's nel secondo semestre 2011.

Per altro verso, l'istruttoria documenta e registra le “**voci di dentro**”, ossia le opinioni degli analisti e manager dipendenti di S&P's (cattate tramite intercettazioni telefoniche e corrispondenza via mail) da cui emerge:

- a) la piena e lucida consapevolezza, in capo ad analisti e organi manageriali apicali di S&P's, del deficit di competenza ed esperienza del personale addetto all'analisi del debito sovrano dell'Italia;
- b) la piena e lucida consapevolezza, in capo ad analisti e organi manageriali apicali di S&P's, di elaborare e produrre rating sull'Italia in sostanziale aggiramento del Regolamento europeo;
- c) la piena e lucida consapevolezza, in capo ad analisti e organi manageriali apicali di S&P's, di divulgare e diffondere sul mercato informazioni finanziarie strategiche sull'affidabilità creditizia di

uno Stato sovrano (informazioni dotate di *price sensitivity*) falsate e fuorvianti, come tali manipolative dello stesso mercato destinatario di quelle informazioni.

Una prova estremamente importante a sostegno della tesi accusatoria (prova che, non a caso, l'esercito di consulenti tecnici di S&P's, sfilati dinanzi al Collegio, ha tentato di demolire) è costituita dalla Nota "Tecnica" del 9/2/2012 della Divisione Mercati della CONSOB: essa costituisce una sorta di **super consulenza tecnica d'ufficio**, un riscontro "tecnico" sia alle "voci di fuori" che alle "voci di dentro" che delinea uno scenario operativo di diffusa incompetenza e faziosità a tutto danno dell'Italia: contro gli argomenti illustrati con puntuale chiarezza dalla CONSOB nella detta Nota Tecnica, si sono letteralmente scatenati i numerosi consulenti e super consulenti di S&P's.

Giova, ancora una volta, precisare che questo che ci occupa non è un processo contro la libertà di opinione delle Agenzie Rating o di chiunque altro, bensì un processo sul rispetto delle regole, di quelle nazionali (le norme del T.U.F., cui appartiene la previsione incriminatrice della manipolazione di mercato) e di quelle europee sovranazionali (contenute nel Regolamento europeo "dedicato" alle agenzie rating): regole che il presente processo ha dimostrato essere state violate continuamente, consapevolmente e volontariamente da soggetti il cui "mestiere" è svolgere attività di analisi di dati per giungere ad una valutazione (sull'affidabilità creditizia di un emittente strumenti finanziari) costituente e contenente "informazioni price sensitive" per i mercati finanziari e che, proprio per questo, conoscevano bene i doveri scaturenti da quella normativa di settore ed avrebbero perciò dovuto fare della trasparenza e del rigoroso rispetto di quelle regole la loro bandiera.

3. Le Prove articolate dal Pubblico Ministero

3.a Il piano delle investigazioni nella deposizione testimoniale dell'ufficiale della Guardia di Finanza responsabile delle indagini

All'udienza del 24/9/2015 è stato escusso il t.col. Adriano D'Elia, responsabile del Nucleo di Polizia Tributaria della Guardia di Finanza di Bari delegata alla presente indagine.

L'ufficiale di p.g. ha riferito sulle varie attività investigative espletate su richiesta del P.M. e consistite, fra l'altro, nell'acquisizione di una variegata e ponderosa documentazione, segnatamente:

- report, commenti e azioni di rating di S&P's menzionati nell'imputazione (documenti acquisiti all'incanto dibattimentale nei testi in lingua madre inglese con corrispondenti traduzioni in italiano operate dalla stessa Agenzia S&P's, o dagli interpreti nominati da P.M. e difensori);

- comunicato stampa intitolato "Tesoro: l'Italia rispetterà gli impegni presi" n.72 del 21 maggio 2011 (esplicitamente menzionato nel punto 1 dell'imputazione) reso dal Ministero dell'Economia a fronte del taglio di Outlook del debito sovrano italiano da parte dell'Agenzia di rating Standard & Poor's in data 20/5/2011;

- dati menzionati nel suddetto comunicato del Tesoro n. 72 del 21/5/2011 e forniti al P.M. dal Ministero dell'Economia con Nota del 7/11/2011 (si

tratta di dati ed analisi elaborati dall'O.C.S.E., dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Commissione Europea);

- comunicato stampa del Governo Italiano n.5 del 4 dicembre 2011;

- dati relativi all'andamento delle aste dei titoli del debito pubblico italiano e degli spread BTP-Bund, in prossimità temporale delle date dei report incriminati (Nota del 7.11.11, del Ministero dell'Economia, a firma del Dirigente Generale Maria Cannata, estratti da pagina 559 a pagina 573 del fascicolo del Pubblico Ministero);

- verbali delle riunioni del Comitato per la salvaguardia della Stabilità finanziaria;

- documenti rinvenuti in esito alle attività di perquisizione svolte presso la sede milanese di S&P's (*pen drive* contenente alcune *mail* estratte dai computer di alcuni dipendenti Standard&Poor's; verbale di perquisizione e sequestro comprensivo di cinque allegati, ossia i documenti che la *general manager* della società dr.ssa Maria Pierdicchi consegnò spontaneamente ai finanziari: estratti da pag. 733 fino a pag. 738 del fascicolo del P.M.);

- documentazione trasmessa nel corso delle indagini dalla CONSOB al P.M. ex art. 187 decies del D. Lgs.vo 58/98 e, segnatamente: 1) carteggio CONSOB – E.S.M.A.; 2) documentazione inerente le richieste di collaborazione internazionale con autorità investigative britanniche quali l'F.S.A. e il S.F.O.; 3) Bozza di parere per la procedura di registrazione in ambito europeo di S&P's e Relazione della Commissione CONSOB alla F.S.A.; 4) Nota Tecnica della Divisione Mercati (Ufficio Informazione

Mercati, Agenzie di Rating, Analisi Finanziaria) del 9/2/2012 diretta all'E.S.M.A. avente ad “Oggetto: *Downgrading di Standard and Poor's del 13/1/2012 ed eventi connessi. Segnalazione all'E.S.M.A. ai sensi dell'art. 31 del Reg. 1060/2009 (e successive modifiche)*”; 5) Rapporto CONSOB predisposto dalla stessa Divisione Mercati e diretto alla Divisione Consulenza Legale – Ufficio Contenzioso Penale e Rapporti con la Magistratura prot. DME/RM/12007185 con cui – attraverso la “*Nota Tecnica della Divisione Mercati prot. DME/RM/12007184 del 30/1/2012*” – si forniva riscontro alla “*Richiesta della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Trani di documentazione ai sensi dell'art. 187 decies del D. Lgs.vo 58/98 (“T.U.F.”)*);

- sentenza del 20/6/2011 resa dal Tribunale di Milano – VI Sezione Civile nella causa promossa dalle società Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. nei confronti dell'agenzia di rating Standard & Poor's. Sentenza con la quale la società di rating veniva condannata per avere assegnato a Parmalat *rating* ben più favorevoli di quanto avrebbe dovuto essere sulla base di una valutazione indipendente e corretta e per avere poi continuato a rendere a Parmalat *rating* ampiamente positivi in contrasto con le regole di valutazione da essa stessa elaborate, e ciò persino pochissimi giorni prima del fallimento del 2003: sentenza di condanna al risarcimento dei danni procurati ai creditori ed agli obbligazionisti di Parmalat i quali, se correttamente informati, si sarebbero astenuti dall'acquistare le obbligazioni emesse da varie società del gruppo Parmalat negli anni 2001 - 2003 e rimaste insolute;

- molteplici articoli giornalistici attestanti – per un verso – la vasta eco mediatica susseguente alle divulgazioni dei suddetti report, commenti e azioni di rating inerenti l'Italia e – per l'altro – le dichiarazioni e le

reazioni (a quelle valutazioni di S&P's sull'affidabilità creditizia della Repubblica Italiana di cui all'imputazione) di autorevoli personaggi (di caratura nazionale ed internazionale) del mondo accademico, politico ed economico che non risulta abbiano mai smentito quelle dichiarazioni/reazioni ad essi attribuite dai media.

Si riportano qui alcuni articoli prodotti all'udienza del 24/9/2015 evidenziando che sono intervenute acquisizione di ulteriori articoli anche nel corso delle successive udienze del 19/11/2015, del 10/12/2015, del 29/1/2016 e del 29/9/2016 (Il Giornale, di Maddalena Camera: "Standard & Poor's vede nero per l'Italia. Anche i sindacati protestano"; Liberio: "I sindacati stanno con Tremonti. Agenzie di rating scredate". Il Sole 24 Ore: "Il sistema Italia si mantiene solido"; Corriere della Sera, 22 maggio: "Tremonti sorpreso: Andiamo avanti con la manovra"; Corriere della Sera, 24 maggio 2011: "Tremonti: conti pubblici hanno tenuto". Larepubblica.it, Roma, 11:47 del 21 maggio: "Standard & Poor's taglia Outlook Italia"; La Repubblica: "La UE vuole bloccare agenzie di rating. Niente valutazioni sui paesi in crisi"; Il Sole 24 Ore del 14/1/2012: "Standard&Poor's declassa Italia, Francia, Spagna. Il premier: Attacco all'Europa, serve risposta comune"; Corriere della Sera: "Italia bocciata. Europa sotto assedio"; La Repubblica: "Standard&Poor's boccia Francia, Italia, Spagna"; Il Tempo: "L'Europa frana su Monti"; Il Corriere della Sera, 14 gennaio: "Monti: è un attacco all'Europa"; intervista de Il Sole 24 Ore al commissario Barnier: "La bocciatura di Standard&Poor's arriva fuori tempo"; Il Sole 24 Ore del 15 gennaio: "ABI contro Standard&Poor's. Scelte irresponsabili". Repubblica 15.1.2012: "Standard&Poor's, vertice di emergenza. Monti, Visco, Passera: si chiede aiuto alla BCE"; Il Corriere della Sera, Massimo Mucchetti: "Chi controlla i signori del rating?", 15 gennaio 2012; Repubblica, 16 gennaio:

“Fiato sospeso sui mercati dopo Standard&Poor’s. BCE pronta a comprare altri Bund”; Milano Finanza, 13.1.2012: “Standard&Poor’s riarma la speculazione”; intervista del Mattino di Napoli a Quadrio Curzio; Avvenire, parla Manghetti, ex Presidente dell’ISVAP; Il Corriere della Sera 15 gennaio, intervista al banchiere d’affari Guido Roberto Vitale; traduzione dell’articolo del Financial Times del 17 gennaio 2012).

Il t.col. D’Elia ha, altresì, riferito in ordine alle altre attività di indagine svolte e consistite – oltre che nelle summenzionate acquisizioni documentali – in attività di:

- perquisizione e sequestro presso la sede Milanese di S&P’s nell’agosto 2011 e nel gennaio 2012;

- intercettazione telefonica delle utenze in uso alla *general manager* di S&P’s per l’Italia dr.ssa Maria Pierdicchi;

- assunzione di informazioni dalla predetta dr.ssa Pierdicchi;

- assunzione di sommarie informazioni da alcuni di quegli autorevoli personaggi le cui dichiarazioni-reazioni alle valutazioni negative di S&P’s sull’affidabilità creditizia della Repubblica Italiana (e di cui alle imputazioni) erano state riportate da articoli di stampa e da varie testate giornalistiche; audizioni, quindi: 1) dell’allora Ministro dell’Economia on. le Giulio Tremonti; 2) dell’allora Governatore della Banca d’Italia dr. Mario Draghi; 3) della dirigente generale del Debito Pubblico presso il Dipartimento del Tesoro dr.ssa Maria Cannata; 4) dell’allora Capo Economista OCSE prof. Pier Carlo Padoan (ora Ministro dell’Economia); 5) del presidente della CONSOB dr. Giuseppe Vegas; 6) del funzionario

dell'Ufficio Divisione Mercati della CONSOB dr. Neomiso Susi; 7) dell'ex Presidente del Consiglio prof. Romano Prodi; 8) del sen. prof. Mario Monti; 9) del giornalista del Corriere della Sera Marco Galluzzo.

Entriamo, decisamente, *in medias res* ed analizziamo le risultanze istruttorie con riguardo a ciascuno dei quattro episodi di manipolazione informativa del mercato oggetto di contestazione, partendo dal primo, ossia da quello del 20 – 23 maggio 2011.

3.b Le informazioni di S&P's del 20-23/5/2011 e le reazioni di mercati finanziari e istituzioni: le deposizioni dell'allora Ministro dell'Economia Giulio Tremonti, della dirigente generale del Debito Pubblico dr.ssa Maria Cannata e del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas

Riproduciamo testualmente, per comodità di lettura e studio, lo specifico addebito mosso – come si legge in relazione al primo episodio di manipolazione del mercato – agli imputati che:

“il venerdì 20 maggio 2011 divulgavano in un report l'avvenuto “taglio” dell'Outlook del debito sovrano dell'Italia da stabile a negativo (“Republic of Italy Outlook Revised to Negative On Risk Of Persistent High Debt Ratio; “A+/A-1+”), diffondendo non contestualmente/tempestivamente, ma solo il successivo lunedì 23 maggio 2011 (giorno di riapertura dei mercati), un ulteriore report esplicativo delle “motivazioni” del “taglio” dell'Outlook (“Why we revised the Outlook on Italy To negative”): valutazioni artificialmente comunicate/diffuse ai Mercati con una tempistica sfalsata e tale da

generare sui mercati una volatilità ed un'incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali.

Detti giudizi negativi “diffusi” dall’Agenzia erano, peraltro, da ritenere – nel merito – infondati e tendenziosi (forieri, dunque, di informazioni false ai Mercati) giacché in contrasto con i dati macroeconomici ufficiali menzionati dal Ministero dell’Economia in data 21/5/2011 con il comunicato stampa n. 72;

Il report contenente l’azione di rating in questione vede come autori la “primary credit analyst” **Ehileen Zhang** (Londra) e il “secondary contact” **Frank Gill** (Londra).

Tale report viene diffuso venerdì 20/5/2011 dalla filiale londinese di S&P’s ed ha ad oggetto la Revisione Negativa dell’Outlook del Debito Sovrano Italiano (“*Republic of Italy Outlook Revised To Negative On Risk Of Persistent High Debt Ratio; “A+/A-1+” Rating Affirmed*”).

Si legge in premessa (testualmente dal Comunicato Stampa in lingua italiana predisposto da S&P’s) quanto segue:

“Standard & Poor’s cambia l’Outlook sul rating della Repubblica Italiana da stabile a negativo a causa del rischio che l’elevato indebitamento pubblico possa persistere nel tempo”

Si motiva solo sinteticamente e come segue il cambio/revisione di Outlook.

- S&P’s ritiene deboli le attuali prospettive di crescita dell’Italia e incerto l’impegno politico nelle riforme tese a migliorare la produttività;

- Il potenziale stallo politico potrebbe contribuire ad uno slittamento delle riforme fiscali;
- Di conseguenza S&P's ritiene che le prospettive di una riduzione del debito pubblico italiano siano diminuite;
- S&P's ha quindi rivisto le prospettive sul rating della Repubblica italiana da stabili a negative. Ciò implica una probabilità del 33% che i rating vengano abbassati entro i prossimi 24 mesi.
- Allo stesso tempo S&P's conferma i rating sovrani a breve e lungo termine ad "A+/A-1+"

Solo il lunedì 23/5/2011 S&P's **diffonde** la **Nota** esplicativa "**Perché abbiamo rivisto l'Outlook sul rating dell'Italia da stabile a negativo**" fornendo risposte alle domande degli investitori in merito alla revisione dell'Outlook.

Appare di tutta evidenza come **questo primo episodio** – avente ad oggetto l'**azione di rating di revisione in negativo della prospettiva di giudizio (taglio di Outlook) di S&P's sul debito sovrano dell'Italia** – **configuri due distinti addebiti** che vanno separatamente trattati.

L'imputazione si focalizza anzitutto e principalmente sul profilo della "**tempistica**" della **diffusione** ai mercati di quel *rating* costituente e contenente una **notizia price sensitive**.

Avere, cioè, **scelto consapevolmente** (ben conoscendo, da professionisti dell'informazione finanziaria ai mercati, le conseguenze di tale strategia comunicativa) di **decretare** quella "**bocciatura**" dell'Italia **diffondendo prima la "notizia" (price sensitive) del taglio di Outlook** (venerdì 20 maggio) con una spiegazione solo sommaria delle ragioni, quindi

attendendo tre giorni per spiegarne le più consistenti motivazioni agli investitori **diffondendo in un momento successivo** (lunedì 23 maggio) la Nota “*Perché abbiamo rivisto l’Outlook sul rating dell’Italia da stabile a negativo*”, determinava:

1) uno sfasamento temporale che procurava attesa e tensione sui mercati: attesa e tensione tali – come dice l’addebito – da “*generare una volatilità ed un’incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali*”.

2) un **raddoppio**, di fatto, **della stessa notizia negativa**, amplificata con inutile e dannoso raddoppio e prolungamento della situazione di pressione e tensione sui titoli dell’Emittente sovrano. **Non è, infatti, immaginabile che gli elementi informativi maggiori e più puntuali forniti nel documento del 23/5/2011 non fossero già pronti per essere divulgati contestualmente al primo report del 20/5/2011.**

Ebbene, **la scelta** di **quel** particolare *timing* di diffusione al mercato di informazioni *price sensitive* rappresenta un **artificio informativo** che viola le prescrizioni del Regolamento 1060/2009 di seguito indicate da cui si evince che le azioni di rating, una volta deliberate dal comitato, devono essere comunicate al pubblico “**tempestivamente**” e **nella loro interezza** (ossia, **complete del loro apparato motivazionale**) perché l’informazione fornita agli investitori sia completa e corretta.

A regolamentare la **tempistica della comunicazione ai mercati** (cioè della diffusione/divulgazione) dei rating è l’**art. 10 “Comunicazione e presentazione di rating del credito”** il **Regolamento 1060/2009** dispone che: “*un’agenzia di rating del credito comunica qualsiasi rating del*

credito e qualsiasi decisione di abbandono di un rating su base non selettiva e in modo tempestivo”.

Proprio quest’ultimo riferimento alla modalità “tempestiva” della diffusione del rating del credito, esclude ogni comunicazione “dilazionata”, “frazionata” e “diluita” nel tempo poiché foriera di un’informazione finanziaria non completa e non trasparente con conseguente inutile e dannosa tensione sul mercato.

Il tema del timing della comunicazione dei rating al mercato è richiamato nell’Allegato I (al Regolamento) “*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*” ove, alla “Sezione B” (*Requisiti operativi*) **comma 3 ultima parte**, si prescrive quanto segue: “*Un’agenzia di rating del credito valuta inoltre immediatamente se vi siano i presupposti per emettere un nuovo rating o revocare il rating del credito esistente*”.

A prescrivere, poi, che l’azione di rating sia accompagnata da **solide e contestuali motivazioni** (di tal che non sarebbe consentito – come invece è accaduto nel caso che ci occupa – separare il momento della divulgazione dell’azione di rating da quello della divulgazione delle motivazioni di quell’azione) soccorre il **considerando n. 24** del **Regolamento 1060/2009** secondo cui “*I rating del credito dovrebbero avere basi solide e motivate al fine di evitare soluzioni compromissorie.....*”.

E’ come se dal combinato disposto di queste previsioni regolamentari scaturisse – in relazione ai giudizi di rating (assimilabili a “**sentenze**”) un obbligo di “**motivazione contestuale**” funzionale a garantire completezza e trasparenza dell’informazione finanziaria.

Era, dunque, corretto quel *modus procedendi* di S&P's?

A rispondere di no e a censurare la condotta tenuta da S&P's tra il 20 ed il 23 maggio 2011 intervengono:

- 1) la CONSOB, senza però minimamente entrare nel merito di quell'azione di rating;
- 2) il Dipartimento del Tesoro, nonché il Ministero dell'Economia, contestando (dati alla mano) il merito di quelle valutazioni negative.

La CONSOB, con la sua Divisione Mercati (Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating, Analisi Finanziaria) nella Nota Tecnica del 9/2/2012 paragrafo 3.1, contesta il metodo di quell'azione di rating, non supportata da una tempestiva ed adeguata motivazione e da dati quantitativi.

Un'azione di rating che, dunque, si pone in aperta violazione del Regolamento europeo e, segnatamente:

- a) del “**considerando n. 24**” (del Regolamento 1060/2009) secondo cui “***I rating del credito dovrebbero avere basi solide e motivate al fine di evitare soluzioni compromissorie**”.*
- b) dell'**art. 10** (*Comunicazione e presentazione di rating del credito*) secondo cui: “*un'agenzia di rating del credito comunica qualsiasi rating del credito e qualsiasi decisione di abbandono di un rating su base non selettiva e in modo tempestivo”.*

Rileva la CONSOB nella Nota Tecnica che per estratto qui si richiama testualmente:

3.1. Report di S&P'S del 20 maggio 2011

Venerdì 20 maggio 2011 la filiale londinese di Standard & Poor's ha diffuso, a mercati chiusi, un *Report* avente ad oggetto la revisione negativa *dell'Outlook* del debito sovrano italiano "*Republic of Italy Outlook Revised To Negative On Risk Of Persistent High Debt Ratio; 'A+/A-1+' Rating Affirmed*". Tale decisione (rating action) è stata determinata, sulla base della elaborazione degli analisti Ehileen X Zhang e Frank Gill (cfr. all. 5), dai seguenti fattori:

- le deboli prospettive di crescita dell'economia *italiana* ("*Italy's current growth prospects are weak*");
- il fatto che l'impegno politico nei confronti di riforme volte a favorire l'aumento della produttività appaia incerto ("*the political commitment for productivity-enhancing reforms appears to be faltering*");
- la situazioni di paralisi politica, che potrebbe determinare un allentamento delle politiche fiscali di consolidamento ("**Potential political gridlock** could contribute to fiscal slippage");
- il rischio nel lungo periodo di un ridotto tasso di crescita anche a causa della dinamica demografica ("*In the longer term, we believe that growth prospects could dim further as a result of Italy's unfavorable demographic profile*").

Il peggioramento delle prospettive sul rating sovrano italiano da stabili a negative implicava, secondo S&P's una probabilità del 33% che il rating venisse ridotto entro i successivi 24 mesi.

In proposito, si osserva che il report diffuso il 20 maggio u.s. riportava motivazioni piuttosto sintetiche ed esclusivamente qualitative in merito alla decisione di rating; non veniva infatti riportato alcun dato quantitativo a supporto della decisione.

Nel corso della successiva seduta di borsa di lunedì 23 maggio u.s., S&P's, alle ore 10:44, ha diffuso un ulteriore report avente ad oggetto le motivazioni della decisione di rivedere in senso negativo *l'Outlook* del debito sovrano italiano dal titolo *"Why We Revised The Outlook On Italy To Negative"*. In tale *Report* si ribadivano le summenzionate criticità, descritte tuttavia in modo più approfondito, e si fornivano taluni dati quantitativi in ordine alla situazione macroeconomica dell'Italia".

Emerge, dunque, con solare evidenza come la scelta di sfalsare la tempistica della comunicazione ai mercati di un'unica notizia (il taglio di Outlook sull'Italia) costituisse un palese artificio informativo (rilevante ex art. 185 T.U.F.) che, con il pretesto di diffondere in una nuova giornata (il 23/5) un nuovo documento per – usando le parole della CONSOB – "ribadire le criticità" indicate già nel primo documento (quello del 20/5) e *"descriverle tuttavia in modo più approfondito"* fornendo *"taluni dati quantitativi in ordine alla situazione macroeconomica dell'Italia"*, di fatto sortiva l'effetto di raddoppiare (sempre la stessa) notizia negativa, raddoppiando altresì la

situazione di attesa e tensione sui mercati, quindi quella condizione (come recita l'imputazione) di *incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali*.

E che quell'artificio informativo fosse concretamente idoneo a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari è dimostrato dal FATTO che l'effetto della divulgazione di quel rating da parte di S&P's fu che in Borsa la piazza milanese rappresentò la maglia nera d'Europa, con un calo del 3,3%: una reazione di mercato assolutamente prevista dagli imputati, profondi conoscitori delle dinamiche dell'informazione da essi fornita ai mercati finanziari.

Come già anticipato, vi è – nella contestazione del primo episodio di manipolazione informativa – un **secondo (e secondario) profilo di addebito** inerente l'azione di rating del 20/23 maggio 2011 posto che – come recita testualmente l'enunciato accusatorio – “Detti **giudizi negativi** “diffusi” dall'Agenzia erano, peraltro, **da ritenere** – nel **merito** – **infondati e tendenziosi (forieri, dunque, di informazioni FALSE ai Mercati) giacché in contrasto con i dati macroeconomici ufficiali menzionati dal Ministero dell'Economia in data 21/5/2011 con il comunicato stampa n. 72”**.

Questo secondo profilo di addebito investe nel merito **quella informazione finanziaria** rilevante proveniente da S&P's – **ritenuta infondata** dal Dipartimento del Tesoro e dal Ministro dell'Economia!

Addirittura quella **revisione in negativo delle prospettive (Outlook) sul rating della Repubblica Italiana** suscita forti reazioni non solo in Italia, ma anche all'estero: perché e da parte di chi?

A quel rating costituente, di fatto, un'**informazione "price sensitive" negativa sull'affidabilità creditizia dell'Italia** reagiscono, ritenendola **inattendibile, falsa ed inveritiera**:

- 1) il Dipartimento del Tesoro italiano e l'allora Ministro dell'Economia e Finanze on. le Giulio Tremonti;
- 2) la Dirigente Generale del Debito Pubblico dr.ssa Maria Cannata;
- 3) il Presidente della CONSOB, dr. Giuseppe Vegas;
- 4) taluni autorevoli esponenti della Commissione UE che contestano vibratamente l'assunto sostenuto da S&P's.

La reazione più immediata si ha nel **Comunicato Stampa del Tesoro n. 72 del 21/5/2011** (esplicitamente menzionato nel punto 1 dell'imputazione) intitolato **"Tesoro: l'Italia rispetterà gli impegni presi"**.

Si registrano, successivamente ma sempre a ridosso di quelle notizie, numerose altre autorevoli reazioni che **smentiscono la fondatezza di quella valutazione negativa** sulla Repubblica Italiana.

Vale la pena, quindi, rammentare le reazioni riportate nell'articolo (acquisito al fascicolo dibattimentale) del Corriere della Sera del 24/5/2011 a firma di Mario Sensini in cui si riporta quanto segue:

- **La Commissione UE: in Italia non ci sono segnali di indebolimento;**
- secondo il portavoce del Commissario Europeo agli Affari Monetari **Olli Rehn**, “la Commissione non ritiene che in Italia ci siano segnali di indebolimento della volontà politica di procedere al consolidamento dei conti pubblici. Non commentiamo i giudizi delle agenzie di rating, ma il commissario Rehn – ha sottolineato a Bruxelles il suo portavoce – ha già riconosciuto che l’Italia sta attuando politiche economiche prudenti e nelle ultime previsioni è stato sottolineato il miglioramento del deficit registrato nel 2010 a conferma del fatto che l’Italia sta facendo bene il suo lavoro”;
- “la sorpresa del Governo” – secondo il Direttore del debito Pubblico **dr.ssa Cannata** (non, dunque, un personaggio politico della compagine di Governo, ma un tecnico del più alto profilo) – per la revisione delle prospettive sul debito italiano operata da S&P’s.

A fronte di quella revisione di Outlook in negativo da parte di S&P’s interviene – come detto – la forte e pronta reazione del Ministero dell’Economia che contesta nei numeri e nei dati quella “bocciatura”, ritenendola immeritata alla stregua dei dati macroeconomici ufficiali e delle valutazioni degli analisti delle principali organizzazioni internazionali come la Commissione Europea (che si esprimerà il giorno seguente attraverso la voce di Olly Rehn, come documentato dall’intervista del 24/5/2011 sul Corriere della Sera), l’OCSE e il Fondo Monetario Internazionale.

Il taglio di Outlook sull'Italia viene dal Ministero dell'Economia – Dipartimento del Tesoro ritenuto talmente infondato e falso da fargli diramare, per la prima volta (come preciserà, in sede di deposizione testimoniale, l'ex Ministro Giulio Tremonti) un **comunicato stampa ufficiale** del Tesoro di autentica **reazione e contestazione** dell'analisi elaborata e divulgata ai Mercati da S&P's.

Questo, di seguito, il testo integrale del Comunicato (con le sottolineature – operate dallo scrivente – al fine di meglio evidenziare i passaggi salienti).

“Comunicato Stampa n. 72 del 21/5/2011 del Ministero dell'Economia. Tesoro: l'Italia rispetterà gli impegni presi.

*“Le Valutazioni espresse e confermate nei giorni scorsi dalle principali organizzazioni internazionali (Commissione Europea, Fondo Monetario Internazionale, Ocse etc.) sono **molto diverse** da quelle espresse oggi da S&P's.*

Le valutazioni fatte dal Governo Italiano sono state sempre estremamente prudentziali.

***I dati** tanto della **crescita economica**, quanto del **bilancio pubblico** sono stati **costantemente migliori del previsto**. Così è appena stato anche per il 2010. I molto positivi dati ISTAT di ieri ne sono conferma.*

*I **dati macroeconomici** sulla base dei quali l'agenzia S&P's ha confermato il proprio giudizio lo scorso dicembre, non solo non hanno subito variazioni sfavorevoli nel corso del primo trimestre 2011, ma in alcuni casi sono state **migliori**.*

*L'unico elemento nuovo, pare costituito dal **rischio di una possibile “paralisi” politica** (political gridlock).*

*Questa **è da escludere in assoluto**.*

Per quanto riguarda l'economia, il Governo ha avviato ed intensificherà il ciclo di interventi riformatori; per quanto riguarda il bilancio pubblico, sono in avanzata fase di preparazione i provvedimenti mirati al rispetto dell'obiettivo di pareggio di bilancio per il 2014. Questi avranno entro luglio l'approvazione da parte del Parlamento.

Come ha dimostrato negli anni passati, e da ultimo negli anni di questa crisi, l'Italia è stata, è e sarà un Paese con risorse economiche e politiche tali da fargli sempre rispettare gli impegni presi.

Roma 21 maggio 2011”.

Con il summenzionato Comunicato del Dipartimento del Tesoro, il Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano – con alla mano i dati ufficiali macroeconomici e le analisi delle principali organizzazioni internazionali – **contesta la fondatezza di dati, analisi e fonti di S&P's**, prende una posizione forte e chiara letteralmente sbugiardando quelle valutazioni negative sull'Italia diffuse sui Mercati da S&P's: **valutazioni che avevano avuto un effetto parimenti negativo in Borsa a dimostrazione del carattere “price sensitive” di quelle informazioni.**

In particolare, il **Dipartimento del Tesoro** (dunque il più alto Organismo interno al Ministero dell'Economia) contesta le valutazioni di S&P's, ritenendole “*molto diverse*” da quelle espresse in quei giorni ed in quel periodo dalle principali organizzazione internazionali – come la Commissione Europea (che l'indomani mattina avrebbe preso le distanze dall'analisi di S&P's con il commento di Olli Rehn sopra riportato), il Fondo Monetario Internazionale e l'O.C.S.E. – le cui analisi e dati costituiscono fonti ufficiali affidabili cui le Agenzie di rating devono – come da Regolamento Europeo – fare riferimento nelle loro analisi per garantirne la trasparenza, oggettività e qualità.

Ebbene, per riscontrare quanto affermato nel Comunicato in questione, si sono analizzati i dati macroeconomici ivi menzionati.

Si sono, pertanto, acquisite dal Ministero dell'Economia le “*valutazioni*” delle principali organizzazioni internazionali menzionate nel Comunicato (valutazioni acquisite in estratto al fascicolo dibattimentale unitamente alla traduzione in Italiano operata dall'interprete nominata dal P.M.): valutazioni lusinghiere (quanto all'Italia), peraltro, già menzionate quando si è illustrato il Rapporto di Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011.

E così, sfogliando l'Analisi economica della **Commissione Europea** (“*European Commission Forecast*”) della primavera del 2011 (*Directorate General For Economic And Financial Affairs*) si rileva come vengano ivi espresse **valutazioni senz'altro positive con riguardo all'Italia**, dunque diametralmente opposte a quelle espresse da S&P's, a riprova della fondatezza di quanto affermato dal Tesoro nel Comunicato sopra riprodotto.

Questi, di seguito, i passi significativi (con le sottolineature – operate dal P.M. – al fine di meglio evidenziare i passaggi salienti):

“Continua la lenta ripresa - Avviata una crescita moderata”

“L'economia italiana sta vivendo un **moderato recupero**...una forte espansione della domanda esterna, in particolare nella prima metà dell'anno, ha generato un rimbalzo del volume delle esportazioni che hanno portato alla ripresa...”

Esportazioni, la principale spinta di crescita anche nel 2011-2012

E' prevista una crescita del PIL reale di un punto percentuale nel 2011 e di 1.3 punti percentuali nel 2012....in termini trimestrali, si prevede una crescita del PIL reale nel primo trimestre del 2011, poi un'accelerata dello 0,3-0,4 % fino alla fine del 2012".

Anche a livello occupazionale l'analisi della Commissione Europea vede una "crescita" seppure "lieve", mentre si attesta che "Il consolidamento fiscale fa da traino"; a tal riguardo si dice "...la situazione delle finanze pubbliche italiane è migliorata nel 2010. Il debito pubblico si è avvicinato al 4.6% del PIL nel 2010, dal 5.4% nel 2009, per lo più grazie alla diminuzione della spesa ed al saldo primario rimasto solo marginalmente negativo...Si prevede che il deficit continui a diminuire nel periodo di riferimento di circa ½ punto percentuale del PIL nel 2011 e di un ulteriore ¾ di punto percentuale nel 2012. Il presente Outlook incorpora il pacchetto di consolidamento multiennale previsto che copre il 2011 e il 2012...La spesa totale per gli interessi è destinata a diminuire del 50% circa del PIL nel 2011. Le entrate dovute a imposte correnti dovrebbero aumentare ampiamente in linea con il PIL nominale nel 2011.. Di conseguenza si prevede che il saldo primario ritorni al surplus nel 2011 a circa ¾ % del PIL mentre si prevede che il disavanzo nominale diminuisca al 4% del PIL. Nel 2012 il disavanzo è destinato a diminuire ulteriormente al 3.2% del PIL e l'avanzo primario ad aumentare a quasi il 2% del PIL...".

Fin qui, l'analisi economica della Commissione Europea; ma vi è di più.

Proprio qualche giorno dopo il taglio di Outlook di S&P's ed in risposta a quella valutazione al ribasso sull'Italia, il **24/5/2011 la Commissione**

Europea per bocca di **Olli Rehn** dichiara che “in Italia non ci sono segnali di indebolimento”.

Più segnatamente, secondo il portavoce del Commissario Europeo agli Affari Monetari **Olli Rehn**, “la Commissione non ritiene che in Italia ci siano segnali di indebolimento della volontà politica di procedere al consolidamento dei conti pubblici. Non commentiamo i giudizi delle agenzie di rating, ma il commissario Rehn – ha sottolineato a Bruxelles il suo portavoce – ha già riconosciuto che l’Italia sta attuando politiche economiche prudenti e nelle ultime previsioni è stato sottolineato il miglioramento del deficit registrato nel 2010 a conferma del fatto che l’Italia sta facendo bene il suo lavoro”;

Passiamo alle analisi del Fondo Monetario Internazionale, pure richiamate dal Dipartimento del Tesoro nel comunicato in risposta a S&P’s.

Sfogliando l’Outlook economico mondiale (*World Economic Outlook*) di *aprile 2011* del Fondo Monetario Internazionale, si rileva come ivi si esprimano valutazioni simili a quelle espresse dalla Commissione Europea e, ancora una volta, “*diverse*” (come si sostiene nel summenzionato Comunicato del Tesoro) da quelle di S&P’s del 20/5/2011.

Gli analisti del Fondo Monetario Internazionale intravedono in Italia una “*ripresa*” per quanto “*debole*”, ed inseriscono l’Italia fra le “*economie che hanno adottato misure di contenimento della spesa pubblica*”.

Complessivamente positivo anche il giudizio sulle *politiche e proiezioni di bilancio* con previsione “*dopo il 2013 di un saldo primario strutturale costante*”.

Infine, le analisi dell'OCSE.

Sfogliando la **Versione Preliminare dell'Outlook economico dell'OCSE** (*Economic Outlook Preliminary Version*) del maggio 2011 deve notarsi come gli analisti di tale organizzazione internazionale esprimano **valutazioni senz'altro positive e lusinghiere** con riguardo all'Italia affermando (con le sottolineature – operate dal P.M. – al fine di meglio evidenziare i passaggi salienti) che:

*“**la lenta ripresa dell'Italia dovrebbe continuare** con il rafforzamento della crescita vicino all'1 e ½ % nel 2012...Dopo avere raggiunto un deficit di bilancio più basso di quello pianificato nel 2010, **il Governo sta mantenendo i suoi precedenti obiettivi fiscali** per il 2011 e il 2012...Il rapporto debito/PIL destinato a diminuire nel 2012...Il consolidamento fiscale ha aiutato a contenere gli spread dei tassi di interesse...questa buona performance ha aiutato a contenere lo scarto fra i tassi di interesse nei confronti della Germania, sebbene ci fosse della volatilità...Il consolidamento fiscale continuerà: Il nuovo programma di stabilità del Governo conferma gli obiettivi del precedente programma. Ora dovrebbe essere più facile raggiungerli, dato il miglioramento già visto nel 2010. La crescita è in ripresa grazie al commercio mondiale...nel breve termine **la crescita è proiettata ad aumentare dopo un inizio anno (2011) debole**”*

Queste **analisi** delle principali **organizzazioni internazionali** sullo “stato di salute” dell'economia italiana sono pure riportate – come anticipato – e spiegate al meglio nella pag. 12 del **Rapporto sulla stabilità finanziaria**

n. 2 del novembre 2011 pubblicato dalla **Banca d'Italia** ed acquisito all'udienza 29/9/2016.

Si riporta qui di seguito nuovamente tale documento (avendo riprodotto tali informazioni nel precedente paragrafo sulle “condizioni economiche dell'Italia” all'epoca dei fatti di causa) che, dunque, costituisce **formidabile ed autorevole riscontro** al **Comunicato del Tesoro del 21/5/2011** poiché attesta che anche Banca d'Italia leggeva in modo positivo le analisi e previsioni sull'Italia delle principali Organizzazioni Internazionali.

Dunque, **alla pag. 12 del documento di Banca d'Italia** si legge che (testuale) *“l'Italia è penalizzata dall'elevato debito pubblico e dalla bassa crescita...tuttavia presenta numerosi punti di forza (cfr. il riquadro: *La sostenibilità dei conti pubblici*)...Secondo il **Fondo Monetario Internazionale** (FMI) nel prossimo biennio il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo continuerebbe a salire in tutti i principali paesi, con l'eccezione dell'Italia e della Germania...Gli indicatori tradizionali di sostenibilità del debito pubblico segnalano inoltre per l'Italia una situazione relativamente favorevole. La **Commissione Europea**, ad esempio, valuta che il miglioramento dell'avanzo primario necessario a stabilizzare il rapporto debito/Pil sarebbe pari a 2,3 punti percentuali di Pil per l'Italia, contro 6,4 per il complesso dell'area euro e 9,6 per il Regno Unito.*

Un indicatore analogo calcolato dal FMI conferma la posizione favorevole per l'Italia anche rispetto a Stati Uniti e Giappone....

L'analisi delle condizioni di un paese richiede, inoltre, la valutazione di fattori non specificatamente di finanza pubblica che includono, fra gli altri, l'esposizione debitoria del settore privato e la posizione netta verso l'estero.

In Italia il debito finanziario complessivo di famiglie ed imprese non finanziarie ammonta al 126% del PIL, contro il 168 dell'area euro, il 166 negli Stati Uniti e oltre il 200 % nel Regno Unito.

Per l'Italia la quota del debito pubblico detenuto da non residenti è pari al 42%, a fronte del 52 in media per l'area dell'euro. Una bassa quota di debito detenuto da operatori esteri è generalmente considerata positivamente nella valutazione del rischio sovrano, sia per una maggiore predisposizione degli investitori nazionali a mantenere l'esposizione nei confronti del proprio paese, sia per un maggiore incentivo dei governi a onorare gli impegni presi con i creditori connazionali”.

Teniamo bene a mente queste indicazioni di Banca d'Italia e, in particolare, queste ultime menzionate poiché, come vedremo più avanti, S&P's nell'azione di rating del 13/1/2012 (è il quarto episodio di manipolazione informativa oggetto di addebito) giustificherà il declassamento del nostro Paese per una **“alta quota” di debito detenuto da non residenti**, così fornendo al mondo finanziario un'informazione clamorosamente falsa!

Nel medesimo Rapporto curato dalla Banca d'Italia, è riportata una tabella (presentata pagine addietro) con gli indicatori di sostenibilità finanziaria (espressi in percentuale del PIL) inerenti l'Italia e gli altri Paesi europei Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo ed Irlanda, nonché Regno Unito, Stati Uniti e Giappone: ebbene, consultando questi dati, rileviamo come **la situazione economica dell'Italia sia praticamente sempre la migliore!**

Il “*disavanzo pubblico*” dell'Italia, pari al 4,6% al 2010 (con previsione al 2,4% al 2012) è al di sotto della media dell'area euro (6,2) ed è più basso

di quelli di tutti gli altri Paesi sopra menzionati (ad eccezione della Germania che con il suo 4,3% si stacca dal nostro Paese di una incollatura).

L'*avanzo primario* dell'Italia, pari al -0,1% al 2010 (con previsione al 2,6% al 2012), è

è al di sopra della media dell'area euro ed è di gran lunga più alto di quello di tutti gli altri Paesi sopra menzionati.

Il *debito pubblico* dell'Italia al 2010, sicuramente alto e pari al 118,4% del PIL, pur essendo sopra la media dell'area euro (85,4) cresce nelle previsioni di Banca d'Italia a ritmo inferiore rispetto a quello degli altri Paesi sopra indicati (fa meglio solo la Germania).

La *quota di debito pubblico detenuta da non residenti* nel 2011 (in percentuale del debito) dell'Italia, pari al 42,4 % (più avanti il Rapporto, a pag. 60, parla del **39,2%**) è – si badi bene – al di sotto della media dell'area euro (52,1) ed è la più bassa (La Spagna è al 42,1) tra tutti i Paesi sopra menzionati dell'area euro.

In ordine al *debito privato di famiglie e imprese non finanziarie*, l'Italia è messa meglio di tutti i Paesi sopra menzionati, dell'area euro e non.

Il debito delle famiglie a fine 2010 è del 45,0 %, inferiore alla media dell'area euro che reca un 66,3.

Ad ulteriore conferma – per un verso – della solidità e stabilità dell'economia italiana e – per l'altro – della **infondatezza e pretestuosità** dell'azione di rating di S&P's del 20/5/2011, soccorrono le **analisi** espresse dal **“Comitato per la Salvaguardia della Stabilità**

Finanziaria”, organismo costituito con “Protocollo di intesa del 7/3/2008 tra il Ministero dell’Economia, la Banca d’Italia, la CONSOB e l’ISVAP per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria, prevenzione e gestione delle crisi finanziarie di natura sistemica”.

Si tratta di un Protocollo le cui disposizioni sono conformi al “Memorandum of understanding on cooperation between the banking Supervisors, Central banks and Finance Ministries of the European Union in financial crisis situations” entrato in vigore in data 1/7/2005.

L’attività del Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria è volta a prevenire le crisi finanziarie di natura sistemica; quest’organismo collegiale, pertanto, **analizza** principali rischi e vulnerabilità del sistema finanziario nazionale, possibili misure atte a circoscriverli e possibili canali di contagio a sistemi finanziari di altri Paesi.

Ebbene, sono stati acquisiti in corso di istruttoria i comunicati stampa diramati tra il 2009, la fine 2010 e gli inizi del 2011 a seguito delle riunioni del Comitato in parola per verificare quali fossero le analisi espresse in tale autorevole e qualificato consesso in ordine alla tenuta del Sistema bancario e finanziario italiano.

Scorrendo tali comunicati stampa si apprezza una costante, continuativa, positiva e lusinghiera valutazione congiuntamente espressa dal **Ministro dell’economia**, dalla **Banca d’Italia**, dalla **CONSOB** e dell’**ISVAP** in ordine alla stabilità finanziaria del Paese.

E così, riproducendo testualmente quelle analisi (diametralmente opposte a quelle di S&P’s):

- 1) nel Comunicato Stampa n. 193 del 1/12/2010 si “*conferma la solidità intrinseca del sistema bancario e finanziario italiano e la sua capacità di fronteggiare situazioni di tensione*”;
- 2) nel Comunicato Stampa n. 150 del 22/9/2010 “*non si evidenziano rischi di rilievo per il sistema bancario e finanziario italiano*”;
- 3) andando un po’ più a ritroso le valutazioni non mutano. E così, nel Comunicato Stampa n. 178 del 25/11/2009 si conferma “*la sostanziale solidità del sistema finanziario italiano dove si registrano segnali positivi di ripresa*”;
- 4) sempre a ritroso, le valutazioni non mutano e, nel Comunicato Stampa n. 66 del 30/4/2009, si conferma “*la sostanziale solidità del sistema finanziario italiano*”.

Dunque, una molteplicità di dati e di fonti ufficiali ed autorevoli (conosciute e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s) smentiscono e contraddicono le informazioni finanziarie rilevanti (price sensitive) divulgate ai mercati e contenute nell’azione di rating del 20/5/2011.

Sentito come teste del Pubblico Ministero all’udienza del 24/9/2015, l’on. le prof. Giulio Tremonti – all’epoca dei fatti per cui si procede Ministro dell’Economia e delle Finanze (fino al novembre 2011) e componente del Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria – ha ribadito con fermezza quanto evidenziato in quel Comunicato del Tesoro del 21/5/2011 sottolineando che quanto affermato in quel documento venne a stretto giro ribadito anche dalla stessa **Banca d’Italia**.

L'ex Ministro dell'Economia Tremonti è stato escusso in dibattimento in relazione al contributo informativo da lui fornito nell'ambito del procedimento penale 3131.10 R.G.N.R.-21 (inerente un'ipotesi di manipolazione di mercato commessa dall'Agenzia di rating Moody's nel maggio del 2010) e, come detto, in relazione al richiamato Comunicato del Tesoro del 21/5/2011.

Con riferimento a quanto dichiarato al P.M. nel gennaio 2011, l'autorevole teste ha precisato che sulle **condizioni del Sistema Bancario italiano** egli *condivideva* quanto aveva affermato in una nota ufficiale del maggio 2010 la Banca d'Italia secondo cui: **“Il sistema bancario italiano è robusto; il deficit di parte corrente è basso; il risparmio è alto; il debito complessivo di famiglia, imprese e Stato è basso rispetto ad altri paesi; il debito netto nei confronti dell'estero è basso e tutto ciò rende il caso dell'Italia diverso da quello di altri Paesi”**. E ancora: **“...le Banche italiane, in ogni caso, sono in grado di fronteggiare eventuali tensioni, anche di notevole entità”**.

Quanto al Comunicato stampa numero 72 del 21 maggio 2011 (di cui al punto 1 della imputazione) l'ex Ministro Tremonti ha riferito di assumerne la paternità e di non ritenere assolutamente corretta ed accurata l'analisi di S&P's, poiché in contrasto con i dati e le analisi ufficiali delle principali Organizzazioni Internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale, la Commissione Europea e l'OCSE.

A tal riguardo il teste ha sostenuto (estratto testuale dal verbale di udienza):

“...Io la risposta la vorrei formulare nei seguenti termini: i conti patrimoniali e di flusso, privati e pubblici di un grande Paese, sono... - e l'Italia è un grande Paese, è un Paese fondatore dell'Unione, ha una economia importante, è nel G7 - sono oggetto di considerazione quasi continua da decine di organismi, pubblici e privati, interni e internazionali, ufficiali o la stampa. Posso fare un elenco credo utile per dare una rappresentazione.. Allora, lei deve mettere in conto, dobbiamo mettere in conto gli uffici analisi di bilancio della Camera, del Senato, della Corte dei Conti, la Banca d'Italia, e l'Istat. Banca d'Italia e Istat i terminali nazionali del sistema economico. E questi elaborano documenti in continuo. Poi ci sono altre entità che fanno più o meno lo stesso tipo di rilievo, che sono la Commissione Europea, la Banca Centrale Europea, il Fondo Monetario Internazionale, l'OCSE, la World Bank, e altre entità. Poi deve anche aggiungere sedi e osservatori di grande prestigio nazionale, a volte accademici, a volte vicini all'accademia. In più, anche il centro studio. Quindi è una platea molto vasta di soggetti, rispetto ai quali, naturalmente, si rappresentano e si presentano anche le agenzie di rating. Allora, per rispondere su questa base, diciamo, di scenario sistematico alla domanda, per molti anni, certo durante la crisi, tutto il consenso espresso da questi organismi era mediamente positivo sull'Italia. Era naturalmente con varianti secondo la fonte o secondo i tempi di quel triennio di crisi, ma fondamentalmente lo scenario insieme dei dati era abbastanza convincente, e credo che - poi agli atti lo potete acquisire – gli ultimi rapporti, faccio un esempio di OCSE o di Fondo Monetario. Questo è, diciamo, l'avvio del primo semestre del 2011. Se posso aggiungere, questo può anche in qualche modo spiegare la reazione non normale – di solito ai miei tempi il Tesoro non ha mai commentato nulla, ai tempi di Moody's non ha commentato – questa agenzia determina una reazione ufficiale... Allora, per dare una idea del

contesto, se posso – e comunque sono cose che ho scritto – se quel testo è della opinione del 20 maggio, ebbene il 31 maggio 2011, dalle considerazioni finali della Banca d'Italia, del Governatore, si legge quanto segue: “In Italia il disavanzo pubblico, prossimo quest’anno al 4% del P.I.L., è inferiore a quello medio dell’area... appropriati sono l’obiettivo di pareggio di bilancio nel 2014; grazie ad una prudente gestione della spesa durante la crisi, lo sforzo che ci ha richiesto è minore di quello richiesto in altri Paesi avanzati”. Se posso aggiungere, questa è una fonte meno ufficiale, il 14 luglio del 2011, su Corriere della Sera un autorevole opinionista, professore Monti, scriveva: “La manovra del Ministro dell’Economia e delle Finanze, Giulio Tremonti, pur criticata sotto altri profili – la criticava dal punto di vista dello sviluppo, poi si è visto che contributo è riuscita a dare allo sviluppo del Paese, prese le relative responsabilità – pur criticata sotto altri profili e considerata necessaria per assicurare l’unione ai mercati, è essenziale insistere sulla linea della disciplina fiscale, che il Ministro sta perseguendo con determinazione”.

Ultimo punto, credo il più rilevante, il 21 luglio 2011, nel comunicato ufficiale del Consiglio dei capi di stato dei governi europei, si legge:

“In questo contesto accogliamo con favore il pacchetto di misure di bilancio recentemente presentato dal governo italiano, che gli consentirà di portare al di sotto del 3% nel 2012 e di raggiungere il pareggio di bilancio nel 2014”. Questo è il contesto, diciamo, generale dei dati....nelle quali il governo della Repubblica italiana ha operato fino alla fine di luglio. Contesto valutato nel suo insieme, positivo e credibile...”.

A pag. 88 del verbale di udienza l’ex Ministro Tremonti prosegue dicendo:

“..Non è il senno di poi. Nel 2010, ancora nel 2010 la crescita dell’economia italiana aveva velocità superiore a quella della Francia o dell’Olanda, e questo risulta su tutti gli atti e sugli schermi, anche perché ho raccontato quali sono i soggetti, tutta questa realtà ha una evidenza giorno per giorno, automatica, istantanea. Se lei va sulla rete, trova tutto in continuo, i dati dell’OCSE, di tutto.Francamente nella realtà l’ipotesi di una paralisi politica dentro la compagine del governo, era pari a zero. E se volete la prova del nove, leggete il libro di Zapatero sul vertice di Cannes del novembre 2011, e vedrete che la posizione del governo italiano è di assoluta solidità e di attività”.

Su domanda della parte civile che chiedeva come mai si era addirittura fatto un Comunicato Stampa quel 21/5/2011, replica il prof. Tremonti:

“..L’agenzia di rating non è un centro studi, è qualcosa di più o di diverso, anche in dipendenza della disciplina della Banca Centrale Europea. Detto questo, se le devo dire: ci è sembrato poco rilevante? Evidentemente no. Abbiamo rotto la tradizione di parlare con i fatti e abbiamo fatto quel comunicato. Se non ricordo male, tra l’altro, anche concordato con Banca d’Italia, e insomma, in una sede in qualche modo seriamente affidabile, dal nostro punto di vista. La cosa poi segue... seguono rispetto a quella data una serie impressionante di dati e di valutazioni positive. Mi sono permesso di ricordare la relazione della Banca d’Italia, tra i retroscena del Corriere e l’opinione di un illustre editorialista come il professore Monti, noi ci sentivamo confortati anche dalla opinione del professore Monti. E poi il consiglio dei capi di stato di governo”.

All'osservazione del difensore degli imputati che – nel qualificare la comunicazione di S&P's del 20/5/2011 sottolineava al Ministro Tremonti che si trattava in fondo di “...*un report di Outlook....al di là dei dati storici consolidati.... è un documento di previsione. È corretto?*”, la risposta estremamente significativa e calzante dell'ex Ministro è stata: “... *Posso umilmente far notare che è una previsione, ma basata su dati presenti o pregressi...Non è una previsione astrologica*”.

Ma vi è ancora di più.

L'infondatezza dei giudizi di S&P's del 20/5/2011 di S&P's viene affermata anche dalla più alta **Dirigente della Direzione del Debito Pubblico, dr.ssa Maria Cannata** e dal **presidente della CONSOB on. le Giuseppe Vegas** che di tanto hanno riferito nelle rispettive deposizioni dibattimentali.

La **dr.ssa Maria Cannata**, escussa all'udienza del 19/11/2015, è il più qualificato ed autorevole dirigente italiano del Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro – Direzione del Debito Pubblico in materia di debito sovrano italiano, ossia proprio di quel “debito” oggetto di declassamenti/commenti/revisioni negativi intervenuti da parte di S&P's nell'arco temporale compreso tra maggio 2011 e gennaio 2012.

Il contributo testimoniale della dr.ssa Cannata si apprezza, inoltre, come particolarmente rilevante poiché **era proprio lei la persona cui gli analisti del debito sovrano di S&P's nonché odierni imputati (Zhang, Gill e Kraemer) costantemente si rapportavano a far data dall'anno 2000.**

Alla dr.ssa Cannata si è chiesto di spiegare nel modo più semplice e chiaro possibile – dall’alto della sua competenza ed esperienza – l’importanza del ruolo delle Agenzie di rating nell’informazione al Mercato finanziario e l’incidenza dei rating su quegli strumenti finanziari che sono i titoli di Stato emessi dall’ente Sovrano sottoposto a declassamenti (downgrade) o a previsioni negative a breve termine (credit watch) o a lungo termine (Outlook).

Analizzando la deposizione della dr.ssa Cannata si rileva come detto autorevole contributo dichiarativo appaia univocamente convergente con quanto riferito dall’ex Ministro prof. Giulio Tremonti e con quanto dichiarato (nelle interviste documentate dagli articoli giornalistici acquisiti agli atti: interviste mai fatte oggetto di smentite) da personaggi di rilievo internazionale e dal profilo di primissima grandezza come il summenzionato Olly Rehn.

In ordine al rapporto tra l’Italia e Standard & Poor’s, alle valutazioni negative dell’Agenzia di maggio e luglio 2011, la dr.ssa Cannata (che con quell’Agenzia ed i suoi analisti ha intrattenuto relazioni professionali per via del suo ruolo) ha dichiarato che l’agenzia S&P’s manifestava una sorta di ***“pregiudizio negativo molto forte nei confronti della Repubblica Italiana”***; un pregiudizio che la dr.ssa Cannata non riusciva a spiegarsi e che, nel 2011, induceva gli analisti di quell’Agenzia a valorizzare ed enfatizzare sempre circostanze negative in danno dell’Italia sebbene quest’ultima durante la crisi (nel luglio 2011) avesse – come dichiara la teste – ***“mantenuto meglio il controllo della finanza pubblica, aveva avuto sì un aumento del debito, ma inferiore a molte altre situazioni. Non partiva da una situazione nel settore privato così critica come***

L'avevano in molti altri Stati. Invece, ad un certo punto, hanno deciso di dire: "No, la crescita è troppo bassa e non ci convince".

Rispondendo alle domande del P.M., la dr.ssa Cannata ha dichiarato quanto segue (per comodità di comprensione si riportano testualmente le risposte, inserite per estratto nelle parti di interesse):

DICH CANNATA "Io dalla fine del 2000 sono dirigente generale, capo della direzione del Debito Pubblico nell'ambito del Dipartimento del Tesoro, al Ministero dell'Economia e Finanze. Mi occupo dell'attività di emissione e gestione del debito dei titoli di Stato.... laureata in matematica...ho fatto quasi tutta la mia carriera al Ministero.

Sono entrata nel 1980 con un concorso per funzionario statistico...fino al 1992, stavo in un osservatorio economico finanziario e mi sono occupata di analisi, diciamo, dell'andamento del Debito Pubblico, del costo del debito e delle variabili che lo influenzavano. A latere ho anche avuto ruoli, partecipato a gruppi di lavoro, comitati statistici per definire l'inquadramento di determinate operazioni e classi di attività in ambito statistico. Poi dal 1992 ho cominciato ad essere più direttamente coinvolta nella strategia dell'attività di emissione, ma con un focus specifico sul debito interno. E quest'attività, insomma, con diverse graduazioni, ma sostanzialmente questa, è durata fino a quando, appunto, nel dicembre del 2000 sono stata indicata come responsabile della direzione del Debito Pubblico.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi lei, dottoressa, dirige le aste dei titoli di Stato?

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, dottoressa, lei ricorderà che noi ci siamo incontrati in fase di indagine per tre volte.

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Per quanto riguarda i procedimenti inerenti le agenzie di rating.

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Voglio ricordare, ad ausilio della difesa, faccio riferimento alle dichiarazioni che adesso utilizzerò per fare l'esame, ci siamo visti e sentiti il 29 luglio del 2011, poi il 15 febbraio 2012 e infine il 5 maggio del 2014.

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, lei ha detto che dall'80, e quindi dal 1992, dal 2000 in particolare ha diretto a livello, diciamo così, apicale, il Ministero del Tesoro, nella funzione del Debito e dunque della gestione, appunto, delle aste. Ascolti, i rapporti con le agenzie di rating li ha avuti anche lei?

DICH CANNATA – Da quando ho assunto il mio ruolo attuale, sì.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi dal 2000.

DICH CANNATA – Dalla fine del 2000.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, per spiegare al Tribunale in maniera semplice, come lei è capace di fare e ha fatto anche con me in passato, che ruolo svolgono le agenzie di rating in relazione all'informazione e ai mercati finanziari?

DICH CANNATA – Allora, le agenzie di rating svolgono un ruolo abbastanza importante nel mondo della finanza, e questo ruolo nel tempo si è andato, diciamo, ad ampliare, cioè, è diventato più importante, perché la regolamentazione bancaria e la regolamentazione di settore attribuisce una funzione molto importante alle valutazioni espresse da queste agenzie indipendenti. In particolare, tutti gli investitori

istituzionali in qualche misura guardano alla valutazione delle agenzie di rating.

PUBBLICO MINISTERO – Chi sono gli investitori istituzionali?

DICH CANNATA – Sono i grandi fondi di investimento, ce n'è di ogni tipo, insomma, sono fondi pensione, assicurazioni, fondi di investimento di varia natura.

PUBBLICO MINISTERO – Internazionali, di tutto il mondo.

DICH CANNATA – Di tutto il mondo, italiani e di tutto il mondo, ovviamente. E allora, molti di questi fondi hanno dei limiti di esposizione verso un determinato emittente, che sono legati al rating dei titoli che questi emettono. C'è da dire che non proprio tutti gli investitori, ma comunque molti, richiedono non solo il rating cosiddetto *unsolicited*, che è quello che si dà, che le agenzie di rating danno senza una particolare relazione contrattuale, ad un...

PUBBLICO MINISTERO – Quindi, chiedo scusa dottoressa, perché poi la stenotipista deve tradurre in italiano, *unsolicited*, cioè, non sollecitato.

DICH CANNATA – Non sollecitato, esatto.

PUBBLICO MINISTERO – Prego.

DICH CANNATA – E quindi non gli basta quello generico sull'emittente, ma vogliono che ci sia un rating specifico per ogni titolo emesso da quell'emittente. Ed è in questa funzione che fin dal 1993, l'Italia, il Tesoro decise di richiedere un rating sollecitato, quindi contrattualizzato, e questo venne fatto all'epoca con Standard & Poor's.

PUBBLICO MINISTERO – Diciamo, gli emittenti più importanti sono gli emittenti sovrani? Stati?

DICH CANNATA – Sì, sto parlando di emittenti sovrani, non credo che esistano rating non sollecitati di soggetti non sovrani.

PUBBLICO MINISTERO – Di emittenti privati.

DICH CANNATA – Esatto.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi emittenti, titoli obbligazionari, intendiamo dire.

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Giusto perché io mi permetto di semplificare e chiarire.

DICH CANNATA – Precisare tutto, sì, sì.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi Stati sovrani che emettono titoli dello stesso Stato. Senta, dottoressa, proprio perché lei prima parlava di importanza per gli investitori istituzionali di investire, per l'appunto, in titoli che siano retati in un certo modo, **le risulta che ci sono dei limiti statutari per alcuni investitori istituzionali a investire in titoli che abbiano un certo credit score? Un certo punteggio di rating?**

DICH CANNATA – Sì, è una cosa abbastanza comune. Non proprio universale, però molti investitori istituzionali hanno dei limiti di esposizione nel loro portafogli legati al rating delle agenzie.

PUBBLICO MINISTERO – Spiegandolo ancora meglio, per esempio, gli emittenti sovrani che hanno un credit score B, per esempio, sono meno o più preferiti a chi ha un rating A?

DICH CANNATA – No, assolutamente meno. Poi dipende quante B, perché se si va sotto la tripla B, ci sono problemi serissimi.

PUBBLICO MINISTERO – Molto bene, grazie. Ora, andando avanti sempre su questo tipo di discorso, le informazioni che

provengono dalle agenzie di rating, in particolare i mutamenti in negativo di Outlook, declassamenti e simili tipi di valutazioni, con riguardo ad un emittente sovrano, che effetti producono sugli strumenti negoziati sui mercati finanziari?

DICH CANNATA – Allora, dipende molto dal contesto. Di sicuro un'azione negativa ha nel medio/lungo periodo un effetto sicuramente negativo. Che abbia effetti immediati, non è detto, perché bisogna vedere in quale contesto si colloca, come è, diciamo, l'umore del mercato in quel momento, quanto attesa o inattesa è l'eventuale azione di rating.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, dottoressa, ma queste informazioni delle agenzie di rating ai mercati finanziari, anche e soprattutto di tipo, diciamo, negativo, producono un effetto sullo spread? Diciamo che cos'è lo spread, spieghiamolo, chi più di lei sa.

DICH CANNATA – Lo spread è il differenziale di rendimento quotato sul mercato secondario dei titoli di Stato di un Paese, e in Europa tipicamente verso un altro, che tipicamente in Europa è la Germania, che è quello considerato il più sicuro. Allora, l'effetto sullo spread ci può senz'altro essere, ma dipende, come ho detto prima, anche da altri fattori contingenti.

PUBBLICO MINISTERO – Senta dottoressa, lei mi ha detto la verità nel 2011?

DICH CANNATA – Certo.

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, lei ha dichiarato che Standard&Poor's ha un pregiudizio negativo molto forte nei confronti della Repubblica italiana. Pagina 16, primo rigo.

DICH CANNATA – Lei mi ha chiesto un'opinione.

PUBBLICO MINISTERO – Certo, infatti, ma l'opinione è di Maria

Cannata, non è mica del quisque de populo. Vogliamo sapere come alimenta e da che cosa alimenta questa opinione...

PUBBLICO MINISTERO – *Presidente, prima la dottoressa Cannata ha detto che abbiamo avuto un rapporto contrattuale con Standard & Poor's, è vero?*

DICH CANNATA – *Sì.*

PUBBLICO MINISTERO – *Il Ministero dell'Economia.*

PRESIDENTE – *Ecco, il rapporto contrattuale.*

PUBBLICO MINISTERO – *Vuole raccontare l'evoluzione di questo rapporto e poi spiegherà quella impressione soggettiva di cui mi ha detto all'epoca e mi spiegherà le ragioni.*

PRESIDENTE – *Cioè, lei è teste, non è un consulente, quindi valutazioni non ne può dare. Le sue opinioni, per quanto qualificate, devono essere legate al rapporto che il suo ufficio ha avuto con l'ente. Nei fatti, quindi deve essere...*

DICH CANNATA – *Allora, intanto le espongo i fatti, dopodiché, ripeto, io... la mia opinione l'ho espressa come discorso di opinione. Io posso...*

PRESIDENTE – *Poi le chiederemo se è fondata su uno studio, già gliel'ho chiesto poc'anzi.*

DICH CANNATA – *Okay, io non riconosco la mia opinione dell'epoca, però questa è una opinione* e una opinione non è un fatto.

PRESIDENTE – *Allora cerchiamo di capire intanto cosa è avvenuto e poi su cosa lei fonda la sua opinione.*

DICH CANNATA – *Allora, per quel che riguarda il rapporto contrattuale, come ho detto, nacque nel 1993, quando l'Italia uscì dalla crisi del 1992 e si volle andare sui mercati internazionali, avendo un rating sollecitato e di qualità. Quindi*

all'epoca si scelse Standard & Poor's, ritenuta la più prestigiosa delle agenzie, e questo rapporto contrattuale continuò fino al 2010. Perché fino al 2010? Diciamo che andò praticamente in automatico, però cosa implica, come dicevo prima, il rating sollecitato? Implica che gli investitori possano sempre vedere sulle piattaforme degli information providers, Bloomberg, Reuters, questi qua, possano sempre vedere il rating attribuito al singolo titolo. Ora, a partire dal 2009, 2010 noi constatavamo che spesso c'erano alcuni titoli che risultavano non retati, non avevano rating attribuito. Ora, siccome noi pagavamo Standard & Poor's per questo servizio, abbiamo cominciato una interlocuzione con loro per capire come mai questo non avveniva. E loro ci hanno detto: "Ma queste cose a Bloomberg non è detto che siamo tenuti noi a comunicarle", abbiamo cominciato a sentire anche Bloomberg e Bloomberg ci disse: "Ma a noi qualche volta ce lo dicono le banche", dico: "Va be', ma questo è un ruolo che dovete fare voi agenzia e abbiamo un contratto praticamente per questo". E loro però ci hanno risposto che per avere questo, volevano che per ogni singola asta, emissione, noi gli facessimo una comunicazione ad hoc. Allora, siccome le nostre aste, a parte qualche singola operazione, ma sono pochissime, che hanno natura di piazzamenti privati, e allora in quel caso è logico che noi forniamo la comunicazione all'agenzia, ma per tutto il resto, è tutto pubblicato sul sito, esce sugli schermi di Banca d'Italia, le aste sono pubbliche, veramente ci sembrava un onere eccessivo caricarci noi di una informativa a Standard & Poor's, che non poteva per questo indicare lei. Allora, verso la fine del 2010 facemmo una sollecitazione alle tre maggiori agenzie,

chiedendo come prima cosa - questo pre-requisito - di assicurarci questo servizio, più oltre una indicazione delle metodologie dettate, delle fonti a cui si ricorreva, eccetera. E c'era anche un fattore di costo, ovviamente, però non prioritario. E vinse Fitch questa sollecitazione. Soprattutto... non solo, ma soprattutto perché fu quella che più chiaramente si prese l'impegno in questo senso. Quindi abbiamo fatto un contratto, cessato il contratto con Standard & Poor's, e iniziato il rapporto contrattuale con Fitch.

Sofferamoci nella valutazione delle dichiarazioni della dr.ssa Cannata inerenti i difficili rapporti con gli analisti di S&P's ed il rapporto contrattuale con l'Agenzia di rating.

Sarà una coincidenza, ma è sicuramente un **FATTO** singolare (emerso per la prima volta in dibattito) che **dopo ben 17 anni di relazione contrattuale tra l'Italia e Standard & Poor's**, sia accaduto che – **chiusa a fine 2010 quella relazione contrattuale** (per le ragioni spiegate dalla Dirigente del Debito Pubblico) **con subentro della Agenzia di rating concorrente Fitch** (con azionariato, peraltro, totalmente diverso rispetto a quello di S&P's) – **nell'anno 2011 S&P's si sia letteralmente “scatenata” nei giudizi negativi elaborati e divulgati** (invero con frequenza e intensità mai registrate prima di allora) **nei confronti dell'ex sua cliente Repubblica Italiana**: ciò – si badi bene – nonostante i dati dei “fondamentali economici” del nostro Paese nel 2011 fossero addirittura migliorati rispetto a quelli del 2010!

Si pensi – per considerare elementi di particolare valore secondo S&P's come emerge dall'azione di declassamento del 13/1/2012 –

all'ammontare della quota "estera" di debito pubblico e del settore bancario: un ammontare che nel 2011 si riduce rispetto a quello del 2010.

Ma riprendiamo l'analisi della deposizione della dr.ssa Cannata.

PUBBLICO MINISTERO – Bene, senta, vorrei sapere una cosa, dunque l'Italia ha un rapporto difficile, ha avuto un rapporto difficile con Standard & Poor's?

PRESIDENTE – Che rapporto ha avuto?

DICH CANNATA – Allora, i rapporti con le agenzie di rating si configurano così.

PUBBLICO MINISTERO – Voglio sapere con Standard & Poor's, dottoressa, mi scusi.

DICH CANNATA – Sì, sì, però la inquadro perché tanto è comune con tutti.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, prego, certo.

DICH CANNATA – Ci sono... le agenzie di rating periodicamente, tipicamente un paio di volte l'anno, ci chiedono aggiornamenti sugli andamenti di finanza pubblica, sull'andamento del mercato, sulle misure adottate dal Governo per risolvere determinati problemi strutturali. Con Standard&Poor's, ma anche da prima del 2010, noi notavamo che, insomma... ma questa è una percezione nostra, voglio dire...

PUBBLICO MINISTERO – Nostra di chi?

DICH CANNATA – Nostra del...

PUBBLICO MINISTERO – Dell'ufficio che lei dirige?

DICH CANNATA – Sì, esatto, nostra di noi che abbiamo relazioni con le agenzie.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, sì.

DICH CANNATA – Che, insomma, c'è sempre una enfattizzazione degli aspetti critici maggiore rispetto a quello che fanno gli altri...nei rapporti con l'Italia, ci sembra che loro siano particolarmente critici e che, una volta che si risolve un problema sul quale magari hanno battuto per molto tempo, si rifocalizzano su qualcos'altro. Questa è la mia percezione.

PUBBLICO MINISTERO – Scusi, dottoressa, lei ha detto la sua opinione...

DICH CANNATA – E in questo senso io confermo quello che avevo detto.

DICH CANNATA –quando arrivano questi rapporti, vengono trasmessi via e-mail a me e alla dottoressa De Simone....La sensazione comune, era....commentando questi rapporti abbiamo detto: “Insomma, qui vedono sempre il bicchiere mezzo vuoto”.

PUBBLICO MINISTERO – Lei ha dichiarato: “Per quel che riguarda l'Italia, perché poi devo dire - pagina 4 del verbale – nella mia esperienza, ogni sovrano in Europa ha la sua bestia nera, ecco. E noi abbiamo un rapporto difficile con Standard & Poor's, tipicamente”. Queste sono le sue parole. Che vuol dire che ogni stato ha la sua bestia nera?

DICH CANNATA –Ho detto prima che mi sembrava che una volta che si fosse risolto un problema...Loro si focalizzavano su un altro.

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, lei ha rilevato una ipercriticità da parte di Standard & Poor's?

PRESIDENTE – Così ha detto.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, e perché?

DICH CANNATA – E non lo so.

PUBBLICO MINISTERO – Allora le rispondo, le dico, con contestazione.

Alla sua affermazione: “E’ sempre stata ipercritica”, dice:
“Proprio perché ci dà rating più basso e, tutto sommato, l’Italia durante questa crisi – eravamo nel luglio del 2011 quando si rendevano queste dichiarazioni – aveva mantenuto meglio il controllo della finanza pubblica aveva avuto sì un aumento del debito, ma inferiore a molte altre situazioni. Non partiva da una situazione nel settore privato così critica come l’avevano in molti altri Stati. Invece, ad un certo punto, hanno deciso di dire: “No, la crescita è troppo bassa e non ci convince””. A questo punto, lei ricorda di avermi detto queste dichiarazioni?

DICH CANNATA – Certo.

PRESIDENTE – ...la teste ha detto che ha rilevato che era ipercritica la valutazione.

DICH CANNATA – Allora, mi scusi, qui forse c’è un fraintendimento lessicale. Per me un soggetto che è ipercritico, nella stessa definizione di ipercritico, lascia presupporre che non ci sia una...

PRESIDENTE – Serenità nel giudizio, vuole dire?

DICH CANNATA – Ma più che serenità, ci sia una tendenza a valutare con maggiore enfasi gli aspetti negativi...

PRESIDENTE – E non apprezzare quelli positivi.

DICH CANNATA – Io questo lo chiamo pregiudizio....Io intendo per pregiudizio negativo il fatto che, come ho detto, tendano sempre ad enfatizzare gli aspetti negativi rispetto a quelli positivi. Questo per me è pregiudizio.

PRESIDENTE – Ha detto anche che, anche se c’era la soluzione di un

profilo, diciamo, economico, la loro attenzione si appuntava sempre su altri elementi negativi.

DICH CANNATA – Esatto, e tendono a cambiarlo una volta... perché, adesso non ricordo con estrema precisione, sono passati tanti anni, ma per molto tempo insistevano... adesso non ricordo... insistevano su determinati aspetti e poi dopo questi aspetti diventavano meno rilevanti perché in qualche modo l'Italia aveva risolto o si era attivata per risolvere questo problema e loro si focalizzavano su altro.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene...Con riferimento ai fatti del maggio 2011, lei si ricorda che cosa era successo nel maggio del 2011?

DICH CANNATA – L'Outlook negativo...significava che la agenzia cominciava a mettere...

PUBBLICO MINISTERO – Di che agenzia parliamo?

DICH CANNATA – Parliamo di Standard & Poor's, no?

PUBBLICO MINISTERO – Sì, sì.

DICH CANNATA – Metteva sotto osservazione l'Italia con una prospettiva di peggioramento dei fondamentali economici, dovuta al fatto che la crescita economica era stata debole, non particolarmente forte, per molto tempo. E quando c'è un Outlook negativo, significa che nell'arco di 18, 20 mesi, di norma, perché non c'è una regola fissata, ma normalmente vuol dire che nell'arco di 18, 20 mesi, se non si correggono i fattori che l'agenzia ritiene critici, si può arrivare ad un declassamento.

PRESIDENTE – C'erano i presupposti?

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, c'erano i presupposti per il cambio di Outlook?

DICH CANNATA – La situazione economica non era cambiata in

maniera tale da farmi supporre che ci fosse...Io non avevo notato nessun cambiamento rispetto ad un giudizio precedentemente espresso.

PRESIDENTE – La situazione economica era stabile.

DICH CANNATA – Era la stessa di tre mesi prima, quando c'era stato un...

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, che cos'era cambiato quando poi era intervenuto l'Outlook negativo?

DICH CANNATA – Secondo me nulla. Però siamo sempre sulle opinioni, secondo me non era cambiato nulla.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, senta dottoressa, sempre con riferimento ai fatti del 20 maggio del 2011.

PRESIDENTE – Sono pure in inglese, Pubblico Ministero. No, c'è la parte in italiano.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, avete riscontrato se nelle aste di titoli di Stato che ci sono state nei giorni subito successivi al 20 maggio 2011 ci siano stati dei contraccolpi?

DICH CANNATA – Non ci sono stati.

PUBBLICO MINISTERO – La domanda era, parlando del famoso comunicato del Ministero dell'Economia, in cui rappresentava che le valutazioni espresse e confermate, eccetera, erano confermate dai consessi internazionali come Fondo Monetario, Commissione OCSE, del tutto diversi di Standard & Poor's, lei dice: "Certo". "A fronte di questo dato, dunque dei dati macroeconomici di riferimento, in relazione a questi – dati – avete riscontrato se nelle aste di titoli che sono state svolte nei giorni subito successivi – al 20 maggio 2011 – ci sono stati dei

contraccolpi?”.

AVVOCATO ALLEVA – Ci dice la pagina?

PUBBLICO MINISTERO – Pagina 5, rigo dodicesimo. La risposta è stata: “Sì. Allora, noi aste subito dopo non ne abbiamo avute. Quello che però noi possiamo sempre osservare è il comportamento del mercato secondario. Devo dire che gli effetti sul mercato secondario nel lunedì successivo, che mi pare fosse il 22, ci sono stati, ma per un periodo di tempo limitato, cioè ci sono state pochissime ore nella mattinata dove abbiamo visto un...”.

AVVOCATO GOLINO – Molto limitato!

PUBBLICO MINISTERO – Sto leggendo tutto. Dopo produciamo il verbale.

AVVOCATO GOLINO – No, non produciamo nessun verbale.

PUBBLICO MINISTERO – Scusate, io ho letto... scusate, io devo finire la contestazione, funziona così. “Ci sono stati, ma per un periodo di tempo molto limitato, cioè ci sono state pochissime ore nella mattinata dove abbiamo visto un innalzamento degli spread, che abbiamo potuto pensare fosse attribuibile a quel fattore. Però devo dire, chiusa la mezza giornata, cioè la metà giornata, era completamente...”, e poi si prosegue.

Come già detto, dalla deposizione della dr.ssa Cannata emerge, fra l’altro, un **non trascurabile dato di fatto**: quello rappresentato da un rapporto contrattuale di fornitura onerosa del servizio di rating all’emittente sovrano Repubblica Italiana che si instaura con l’Agenzia Standard & Poor’s nel lontano 1993 e si protrae per circa 17 anni (rinnovandosi nel tempo) – si badi bene – fino alla fine dell’anno 2010, allorquando – a seguito di una

serie di interlocuzioni critiche tra le parti – quel rapporto si interrompe e l'Italia affida il servizio all'altra agenzia di rating Fitch.

Ebbene, è un **FATTO** che, una volta conclusosi a fine 2010 il rapporto contrattuale tra l'Italia e S&P's, quest'ultima si trovò ad elaborare e divulgare nell'anno immediatamente successivo (ossia nel 2011) una impressionante sequenza di rating negativi “non sollecitati” (*unsolicited*) nei confronti dell'ex cliente Repubblica Italiana con una “iper criticità” (per dirla con le parole della dr.ssa Cannata) di intensità crescente; una iper criticità che non si giustifica alla stregua dei dati relativi all'andamento degli indici dei c.d fondamentali economici del Paese e che registrano nel 2011 alcuni sensibili miglioramenti (rilevanti per S&P's) quali – per fare un esempio che attiene ad uno degli episodi di manipolazione informativa contestati (quello del 13/1/2012) – l'ammontare delle quote di debito pubblico e di debito bancario detenute da creditori non residenti che si riducono sensibilmente nel 2011 rispetto al 2010 (per il debito pubblico si passa dal 42% del 2010 al 39,2 del giugno 2011; analogamente si registra una flessione della quota “estera” di debito bancario, come si registra nel raffronto dei dati ricavabili dal primo e dal secondo Rapporto sulla Stabilità Finanziaria di Banca d'Italia: documenti pubblici consultabili dal sito internet di Banca d'Italia).

Anche il **Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas**, escusso all'udienza del 19/11/2015, ha contestato l'attendibilità delle informazioni rese ai Mercati da S&P's nel maggio 2011 sull'affidabilità creditizia dell'Italia.

Qui di seguito, un estratto testuale della sua deposizione.

PUBBLICO MINISTERO –Senta, lei conosce, e in caso positivo ce le riferisce, quali erano le condizioni dell'Italia, le condizioni economiche dell'Italia, nella primavera del 2011? Quando si dice “i fondamentali” dell'economia del nostro Paese, nel 2011, nella primavera 2011, anche secondo i dati ufficiali OCSE, Fondo Monetario, Commissione Europea, dati, tra l'altro, le voglio rappresentare, menzionati nel comunicato del Ministro dell'Economia Tremonti del 21.5.2005, e poi ribaditi dalla stessa Banca d'Italia?

PRESIDENTE – Vediamo quello che conosce lui.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, questa è la domanda.

DICH VEGAS – Sì, a memoria, nella prima parte del 2011 i dati dell'economia italiana erano sostanzialmente, con qualche differenza, ovviamente, in linea rispetto ai dati degli altri Paesi europei. Era, se non sbaglio, prevista una moderata crescita, devo dire, intorno all'1%. Il debito era sostanzialmente stabile, ancorché a livelli elevati. La finanza pubblica all'epoca non destava particolari preoccupazioni. Ma ovviamente c'era nello spirito la fine della parte della crisi relativa al subprime, che poi si trasformò in debito sovrano, e c'era la questione Grecia, perché era stata da poco, diciamo, affrontata e non risolta.

Ad ulteriore conferma e riscontro di quanto fin qui emerso, giova richiamare due mail – in relazione all'azione di rating di cui qui si discute – intercorse tra la dr.ssa Cannata e gli imputati analisti di S&P's Moritz Kraemer e Eileen Zhang.

Si tratta di mail (prodotte dalla difesa all'udienza del 2/12/2016 in un corposo faldone composto da n. 42 allegati) che, per così dire, costituiscono

il “retroscena” del già menzionato Comunicato del Tesoro n. 72 del 21/5/2011 e riassumono la discussione intervenuta “*in un clima teso, ma professionale*” tra Moritz Kraemer e il Direttore Generale del Tesoro prof. Vittorio Grilli alla vigilia della pubblicazione del Report in questione.

Sono mail che dimostrano, ecco il punto rilevante, come quel Comunicato del Ministero dell’Economia non fosse una risposta “politica” del Ministro Tremonti a S&P’s, ma la risposta autorevole e qualificata di un Organo Tecnico, del massimo organo tecnico nazionale quale è il Dipartimento del Tesoro ed il suo Direttore Generale.

Le mail dipingono uno spaccato letteralmente inquietante, una condizione di muro contro muro tra S&P’s e i nostri dirigenti apicali del Tesoro (dr.ssa Maria Cannata e dr. Vittorio Grilli, quest’ultimo Direttore Generale del Tesoro) in cui si ritrova appieno l’icastica espressione utilizzata dalla dr.ssa Cannata per descrivere il forte pregiudizio manifestato nel 2011 da S&P’s nei confronti dell’Italia: “*parlare con Standard & Poor’s era come parlare al vento*”.

Dalle mail in questione (che, di fatto, costituiscono l’antecedente del Comunicato del Tesoro del 21/5/2011 di cui all’imputazione) traspare chiaramente come i massimi dirigenti del Dipartimento del Tesoro dello Stato sovrano italiano, dr.ssa Maria Cannata e dr. Vittorio Grilli, implorino (ma invano) il “giudice” del mercato Moritz Kraemer perché non dia corso alla diffusione di quel report negativo sull’Italia in quel momento perché non giustificato né giustificabile sulla base dei dati macroeconomici ufficiali esibiti all’Agenzia di rating: una richiesta, tuttavia, respinta al mittente da Moritz Kraemer che anticipa pure lo sdoppiamento temporale dell’azione di rating, soggiungendo che con le FAQ da diffondere all’inizio della settimana successiva avrebbero fornito

agli investitori “un maggiore contesto” (così ammettendo la carenza motivazionale del Report del 20/5/2011).

isule
Dott. e
STINA
consulter
N°
BUN

60311 Francoforte sul Meno (Germania)
moritz_kraemer@standardandpoors.com
Tel: +49 69 33 999 249

HRB: 51034 Frankfurt am Main/ Geschäftsführer: Torsten Hinrichs, Etha Paul, David Robert Pearce

Da: Cannata Maria <ma[redacted].it>
A: Kraemer, Moritz
Cc: Grilli Vittorio <vi[redacted].it>
Inviato: venerdì 20 maggio 2011 18:52:22
Oggetto: I:

Moritz, il professor Grilli vorrebbe parlarti. Puoi chiamarlo per cortesia al cellulare?
Il suo numero è + 3933 [redacted]
Grazie
Maria

Maria Cannata
Dipartimento del Tesoro – Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dirigente Generale del Debito Pubblico
Sede: Via XX Settembre, 97 – 00187 Roma
Tel. +39 06 [redacted]
E-mail: ma[redacted].it
Web: www.dl.tesoro.it



DIPARTIMENTO DEL
TESORO

Questa e-mail è riservata compresi gli eventuali allegati. In caso di ricezione per errore della presente e-mail siete pregati di darne comunicazione al mittente mediante e-mail di risposta e cancellare immediatamente questo messaggio, essendo escluso il consenso in ordine a qualsiasi tipo di trattamento del suo contenuto e dei relativi allegati. Vi ringraziamo per la collaborazione.

Da: Cannata Maria
Inviato: venerdì 20 maggio 2011 19:49
A: 'Kraemer, Moritz'
Cc: 'eileen_zhang@standardandpoors.com'
Oggetto:
Priorità: Alta

Caro Moritz,

il Con

Dat
RISTINA

ansulere
N° 11

ALE

Torino

non so se sei consapevole del grande nervosismo dei mercati europei negli ultimi due giorni, non solo per la Grecia ma anche per la Spagna.

Se, in questo contesto, pubblicate il comunicato stampa sull'Italia, che è **totalmente inatteso**, non posso immaginare quali potrebbero essere gli effetti sul mercato dell'Eurozona nel complesso. Infatti l'Italia viene percepita come un paese davvero più solido rispetto ad altri paesi periferici, proprio per i motivi che continuate a riconoscere.

Inoltre, l'Istat ha pubblicato oggi nuovi dati molto positivi sugli ordinativi industriali: 8,1% mese su mese e +6,3% rispetto al trimestre precedente (vedi allegato).

In ultimo, ho parlato con il Ministro, che mi ha autorizzato a dirti che il governo sta lavorando alacremente a un nuovo decreto legge che sarà presentato entro 10 giorni, che prevede una forte manovra proprio per tenere sotto stretto controllo i conti pubblici. Quindi assolutamente nessun timore di scostamento di bilancio.

Potresti rivalutare l'opportunità di pubblicare il comunicato ora, considerate le potenziali conseguenze a livello europeo?

Maria

Maria Cannata
Dipartimento del Tesoro – Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dirigente Generale del Debito Pubblico
Sede: Via XX Settembre, 97 – 00187 Roma
Tel. +39 06 [redacted]
E-mail: [mg\[redacted\].it](mailto:mg[redacted].it)
Web: www.dt.tesoro.it



DIPARTIMENTO DEL
TESORO

Questa e-mail è riservata compresi gli eventuali allegati. In caso di ricezione per errore della presente e-mail siete pregati di darne comunicazione al mittente mediante e-mail di risposta e cancellare immediatamente questo messaggio, essendo escluso il consenso in ordine a qualsiasi tipo di trattamento del suo contenuto e dei relativi allegati. Vi ringraziamo per la collaborazione.

Tecr
A. DONETTI
Co.
TF

Da: Kraemer, Moritz
Inviato: venerdì 23 maggio 2011 2:49
A: Zhang, Eileen
Oggetto: FW. I:
Allegati: foin1103.pdf



Priorità: Alta

Eileen, ti allego per l'archivio il riepilogo della conversazione telefonica avuta con Vittorio Grilli (VG), Direttore generale del tesoro della Repubblica Italiana venerdì scorso alle ore 20:30 CET. La conversazione è durata una trentina di minuti e si è svolta in un clima teso ma professionale (mi conosce da molti anni).

- VG ha espresso sorpresa per l'azione di *outlook* e il timore che, nell'attuale contesto di mercato, l'Italia possa essere penalizzata dai mercati con un aumento dei costi di rifinanziamento. La nostra decisione è stata reputata "non utile" e ci ha esortato ad attendere ancora una decina di giorni in modo che il governo dia prova delle nuove misure. Ha sottolineato inoltre che gli attori del mercato potrebbero associare la situazione alla crisi greca. Secondo VG non sussiste "alcuna probabilità che il governo vacilli". Restano "fermamente impegnati verso la riforma".

- Ho spiegato cosa significa la variazione di *outlook*, illustrandola con le statistiche di tipo "*weathervane*" dei sovrani, sottolineando la differenza tra *outlook* e CW. Gli ho anche ricordato che il nostro ruolo non è tanto quello di essere "utili", ma di dire agli investitori i rischi che vediamo. In questo momento riteniamo che il livello del debito, molto più elevato di quello pre-crisi, rappresenti sempre più un freno al merito creditizio sovrano, in particolare nel caso in cui la crescita resti deludente come nell'ultimo decennio. Sebbene lui dichiarò che non è cambiato assolutamente nulla, gli ho parlato dell'ultima pubblicazione ISTAT sul PIL e dello scarso risultato raggiunto dalla coalizione alle elezioni amministrative della settimana scorsa, che indicano il probabile permanere di una crescita estremamente modesta e un indebolimento della posizione del governo per attuare le riforme necessarie ad aumentare il potenziale di crescita. In termini di procedure, ho chiarito che gli *outlook* non sono appellabili e che prevediamo di pubblicare la notizia appena dopo mezzanotte CET, fornendo un maggior contesto all'inizio della prossima settimana con le FAQ e una conferenza con gli investitori e i media. In termini di confronto con la Grecia, gli ho ricordato che la Grecia si colloca in una categoria di rating completamente diversa e che diamo atto della risposta fiscale relativamente ferma dell'Italia alla crisi finanziaria, avendo mantenuto invariati i rating e l'*outlook*. Crediamo tuttavia che si tratti ora di gettare le fondamenta per aumentare la crescita e riportare il rapporto del debito al livello pre-crisi e, su questo fronte, riteniamo prevalgano allo stato attuale i rischi negativi (*down side*).

Moritz Kraemer
Managing Director EMEA, Analytical Manager (Sovereign Ratings)
Standard & Poor's
Neue Mainzer Strasse 52

3.c Le informazioni di S&P's dell' 1/7/2011, le reazioni dei mercati finanziari e delle Istituzioni: le deposizioni del dirigente della Direzione del Debito Pubblico e del Presidente della CONSOB

Riproduciamo anche qui testualmente, per comodità di lettura e studio, lo specifico addebito mosso – come si legge in relazione al secondo episodio di manipolazione informativa – agli imputati che:

“il giorno venerdì 1 luglio 2011, poco dopo le ore 13.00 (dunque, a mercati “aperti” ed a contrattazioni in corso), elaboravano e divulgavano una nota (“Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks to Debt Reduction”) che, con l’artificio di diffondere valutazioni negative sulla manovra finanziaria correttiva presentata dal Ministro dell’Economia prima ancora che il testo della stessa fosse reso ufficiale e pubblicato in Gazzetta Ufficiale (condotta che determinava l’intervento della CONSOB), determinavano ulteriori turbolenze sul mercato dei titoli di Stato italiani, con pericolo concreto di deprezzamento degli stessi”.

Il report in questione, elaborato dalla “primary credit analyst” del debito sovrano italiano **Ehileen Zhang** e dal “secondary contact” **Frank Gill**, viene diffuso da Londra il giorno venerdì 1/7/2011 con una Nota intitolata “Despite Announced Austerity Measures, Italy still Faces Substantial Risks To Debt Reduction” (“Nonostante le annunciate misure di austerità, l’Italia continua a fronteggiare un sostanziale rischio sul fronte della riduzione del debito”).

Sebbene in relazione a questo episodio il profilo di addebito non involga assolutamente il merito del commento di S&P's, vale comunque la pena rilevare che in premessa quella Nota evidenziava come:

- il governo italiano avesse introdotto ulteriori misure fiscali per il periodo 2011-2014;

- le deboli prospettive di crescita dell'Italia rimanessero il principale rischio per il piano di riduzione del debito.

Come detto, questo secondo addebito – avente ad oggetto una **bocciatura** della manovra finanziaria correttiva del Governo sentenziata da S&P's "**in anteprima assoluta**" e senza che vi fosse alcun dato/documento ufficiale – non tocca in alcun modo il "merito" del giudizio, ma si appunta esclusivamente sul profilo della "**tempistica**" della **diffusione** ai mercati di quella "stroncatura" (termine adoperato dalla dr.ssa Cannata) costituente e contenente una **informazione finanziaria price sensitive** che determinava turbolenze sul mercato e, ancora una volta, pericolo di deprezzamento di titoli di Stato e comunque di titoli bancari, azionari ed obbligazionari con "targa" italiana: stroncatura che interviene con una tempistica singolare:

- 1) a mercati aperti, a contrattazioni in corso;
- 2) prima che il testo ufficiale e definitivo della manovra fosse licenziato.

Ebbene, la **scelta consapevole** di quel particolare *timing* di diffusione al mercato di informazioni *price sensitive* rappresenta **anche in questo caso** (esattamente come nel precedente caso del 20-23 maggio 2011) un **consapevole artificio informativo** (rilevante ex art. 185 T.U.F.) che viola

una serie di prescrizioni del Regolamento europeo sul rating n. 1060/2009.

Il report in questione costituisce e contiene un **sostanziale “declassamento”** della manovra finanziaria correttiva del Governo italiano (manovra correttiva da 47 miliardi di euro in 4 anni che puntava ad un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014 e che viene poi regolarmente approvata da Camera e Senato il 15/7/2011: d.l. 6/7/2011 n. 98 Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria, conv. con l. 15/7/2011 n. 111 in G.U. del 6/7/2011 n. 155), sicché quella Nota/Commento sostanzialmente **“maschera”** – ecco l’**ulteriore artificio informativo con il quale la violazione regolamentare si fa “condotta tipica”** – un’**azione di rating**, senza che poi se ne seguano corrispondenti protocolli e procedure.

Questo **sostanziale declassamento, interviene in un momento topico e critico per l’Italia**: e ciò richiama – si badi bene – quel passaggio dell’imputazione che addebita a S&P’s **artifici informativi** non solo in fase di “elaborazione” dei rating sul debito sovrano italiano, ma anche (testuale) ***“in fase di diffusione dei “rating”: nel comunicare ai Mercati finanziari analisi/previsioni/declassamenti inerenti la Repubblica Italiana (sempre di segno negativo) non già – come da Regolamento comunitario 1060/2009 – in maniera “tempestiva”, bensì in maniera “selettiva e mirata” in relazione ai momenti di maggiore criticità della situazione politico-economica italiana, con una tempistica diretta – per un verso – ad amplificare gli effetti negativi di analisi/previsioni/declassamenti inerenti l’Italia e – per l’altro – a minare l’affidabilità creditizia del Paese”***.

Detto declassamento interviene a poco più di un mese di distanza dal taglio dell'Outlook sul debito sovrano e tale “declassamento” interviene con un report – si osservi la **tempistica** (il *timing*) – **diffuso ai mercati**:

- 1) **in un momento politico-economico critico per l'Italia**, quale l'apprestamento della manovra correttiva da 47 miliardi di euro in 4 anni che puntava ad un sostanziale pareggio di bilancio nel 2014;
- 2) **nella giornata di chiusura della settimana** (venerdì) ma a mercati aperti: il che determina l'intervento immediato della CONSOB;
- 3) **in un momento in cui il testo di quel delicatissimo decreto non aveva un “crisma” di ufficialità/definitività**.

Per giunta quel sostanziale declassamento era elaborato con metodiche quanto meno atipiche (trattandosi sostanzialmente di un'azione di rating, essendo stata nel corpo di quel documento denominata da S&P's proprio con le parole “*this unsolicited rating*”, senza che se ne fosse seguita la procedura standard della preventiva comunicazione all'entità valutata, ossia al Dipartimento del Tesoro), in contrasto con la normativa di settore.

Vale qui la pena rammentare e richiamare le stringenti prescrizioni regolamentari sul tema dell'**affidabilità delle fonti informative** in relazione alle attività di rating; prescrizioni che devono sempre e comunque trovare applicazione, anche quando l'Agenzia esprima le sue “valutazioni” sotto forma di “**commento**” (come S&P's qualificava la “valutazione” in questione) piuttosto che sotto forma di una tipica “**azione di rating**”: trattasi, infatti, pur sempre di valutazioni costituenti e

contenenti informazioni finanziarie price sensitive e, come tali, rilevanti per il mercato e gli investitori.

Giova, dunque, rammentare il considerando n. 35 del Regolamento europeo 1060/2009 che prescrive chiaramente come “*Per garantire la qualità di rating del credito è opportuno che un’Agenzia di rating del credito adotti misure per garantire che le informazioni utilizzate ai fini dell’assegnazione di un rating siano affidabili*”.

Ancora, a riscontro di quanto contemplato nel citato **considerando n. 35** soccorre l’art. 8 del Regolamento 1060/2009 (Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating) ove, al comma 2, si dispone che “*Un’agenzia di rating del credito adotta ed applica effettivamente le misure adeguate a garantire che i rating che essa emette siano basati su una analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone.... Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le *informazioni che essa usa ai fini dell’assegnazione di un rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili.*”*

Il tema dell’**affidabilità delle fonti** è affrontato anche nell’**Allegato I** (al Regolamento) “*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*” ove, alla “**Sezione D**” (*Disposizioni in materia di presentazione dei rating del credito*”), il **comma 1** dispone: “*Un’agenzia di rating del credito “**garantisce almeno quanto segue: a) indica tutte le principali fonti rilevanti utilizzate per preparare il rating; b) indica chiaramente la principale metodologia utilizzata per determinare il rating...***; al **comma 4** si specifica che “*laddove la mancanza di dati affidabili o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell’agenzia di rating del credito di emettere un rating*”

credibile, l'agenzia si astiene da emettere il rating o ritira il rating esistente".

Ma da cosa scaturiva il nuovo pronunciamento negativo dell'Agenzia di rating S&P's e perché esso scatenava una serie di reazioni da parte di varie Autorità fra le quali la CONSOB?

Ebbene, come è emerso in dibattimento, il 30 giugno 2011 il Governo Italiano aveva approvato un pacchetto di misure finalizzato al consolidamento fiscale: sennonché, il testo ufficiale del decreto del Governo non era noto, alla data (non solo del 1° luglio – ossia della Nota di S&P's – ma addirittura a quella) del 3 luglio 2011 neppure al Presidente della Repubblica, come precisato in un comunicato stampa del 3 luglio 2011 (riportato nelle note a piè pagina della Nota Tecnica del 9/2/2012 della CONSOB) che, testualmente, affermava: "*Poiché molti organi di informazione continuano a ripetere che la manovra finanziaria approvata dal Governo nella seduta di giovedì scorso sarebbe al vaglio della Presidenza della Repubblica già da venerdì, si precisa che a tutt'oggi la Presidenza del Consiglio non ha ancora trasmesso al Quirinale il testo del decreto legge*".

Il testo ufficiale contenente la manovra correttiva interverrà, quindi, solo con il d.l. 6/7/2011 n. 98 "Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria", convertito con l. 15/7/2011 n. 111, in G.U. del 6/7/2011 n. 155.

Richiesto di riferire sulla "bocciatura preventiva" del 1° luglio 2011 da parte di S&P's, l'on.le prof. Giulio Tremonti, in sede di deposizione testimoniale, entrando nel merito di quella manovra – merito che, si

ribadisce, non è qui in discussione come non lo è il merito del giudizio di S&P's su quella manovra – ha dichiarato che quella manovra correttiva, in realtà, era stata largamente condivisa ed apprezzata dal Consiglio Europeo di tal che ancora una volta apparivano quanto meno sorprendenti i giudizi intempestivi e negativi divulgati ai mercati dall’Agenzia di rating.

Ha dichiarato l’ex Ministro dell’Economia al Tribunale:

*“..avevo continui contatti con i colleghi europei, e non solo, e venivamo da un Consiglio Europeo nel quale **la manovra** che sarebbe stata fatta oggetto di discussione, in realtà era stata pienamente approvata. Il Cancelliere Merkel da Francoforte diceva: “**Bene la manovra italiana**”.”*

Questo di seguito riportato, invece, è il contributo testimoniale reso dalla **Dirigente del Debito Pubblico, dr.ssa Maria Cannata**, nel corso dell’udienza del 19/11/2015.

L’alto funzionario descrive quale fosse il “livello di professionalità” degli analisti di S&P’s con cui interloquiva ed il quadro che se ne ricava è semplicemente disarmante.

PUBBLICO MINISTERO – Dottoressa, un altro episodio su cui dobbiamo soffermarci è quello del 30 giugno/1° luglio 2011.

Ricorda se si è arrabbiata in quel giorno?

DICH CANNATA – Quello lo ricordo.

PUBBLICO MINISTERO – Eh, che cosa era successo? Perché lo ricorda bene?

DICH CANNATA – Lo ricordo bene perché ci fu un consiglio dei Ministri il 30 giugno, dove venne praticamente varato un pacchetto di misure e venne fatto un comunicato stampa.

PRESIDENTE – *Perché? Cosa era successo?*

DICH CANNATA – *C'era stato un consiglio dei Ministri dove si prendevano determinate misure per affrontare le...*

PUBBLICO MINISTERO – *Misure di consolidamento fiscale, precisamente.*

DICH CANNATA – *Sì, infatti, quel tipo di misure lì. C'era... adesso la tempistica è tutta cambiata, ma insomma, era il momento in cui si produceva il documento di economia e finanza, e quindi si elaboravano le misure in preparazione poi del ciclo autunnale di legge finanziaria e quant'altro. E vennero prese delle misure e fu emanato... cioè, fu emanato un comunicato stampa. Sulla base di quel...*

PUBBLICO MINISTERO – *Ma era uscita la manovra? Cioè, il testo della manovra era venuto fuori?*

DICH CANNATA – *No, il testo non era però stato ancora depositato, perché c'erano alcuni, diciamo, affinamenti, rifiniture da fare, eccetera, e quindi questo testo non era disponibile. Il giorno dopo, a metà giornata, uscì un commento da parte di rappresentanti di Standard & Poor's, che stroncavano un provvedimento il cui testo non era ancora disponibile.*

PUBBLICO MINISTERO – *E come facevano a stroncare un documento che non era ancora disponibile?*

DICH CANNATA – *Questo perché lei ha citato che io mi sono arrabbiata, io mi sono arrabbiata perché ho trovato che questo fosse un comportamento poco professionale.*

PUBBLICO MINISTERO – *Cioè, non ce l'avevano neanche gli uffici del Ministero la manovra?*

DICH CANNATA – *No, noi di sicuro no.* *Credo che alcuni uffici la stessero...*

PRESIDENTE – Non era stata varata, Pubblico Ministero.

DICH CANNATA – Non era stata ancora perfettamente definita.

PRESIDENTE – Però si discuteva.

DICH CANNATA – Stavano affinando i particolari, quindi non ce l'aveva nessuno. Salvo, probabilmente, non so, il Ministro, presumo.

PUBBLICO MINISTERO – Ma lei ha sollecitato anche l'intervento della CONSOB?

DICH CANNATA – Onestamente non mi ricordo. Trovai abbastanza improprio questo tipo di commento così tempestivo su qualche cosa che non si era avuto modo di vedere. Questo senz'altro sì.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, chi è che aveva scritto quella stroncatura, come la dice lei? Chi era l'analista? Non si ricorda se era Frank Gill?

AVVOCATO ALLEVA – Presidente, però che domanda?

PUBBLICO MINISTERO – Lei si è incontrata...?

AVVOCATO GOLINO – Vediamo se c'è la firma sul documento.

DICH CANNATA – E sì, non lo so, mi devo ricordare chi l'ha firmato?

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, lei ha parlato con Frank Gill di quel fatto?

DICH CANNATA – Sì, sì, io poi ci ho parlato.

PUBBLICO MINISTERO – E che cosa vi siete detti?

DICH CANNATA – Ci vedemmo...

PUBBLICO MINISTERO – Lei gliel'ha contestato il fatto che era una cosa disdicevole?

DICH CANNATA – Sì, pochi giorni dopo ci troviamo a Bruxelles insieme, in una conferenza di quelle che organizza l'AFME, che è l'associazione delle banche che hanno un ruolo importante nel mercato dei titoli governativi, e venne nel dibattito e io glielo

contestai. Gli dissi: “Ma perché?”, ed è in quel modo che seppi che erano stati fortemente sollecitati da giornalisti, analisti economici.

PRESIDENTE – E la spiegazione la ottenne in quella sede.

DICH CANNATA – La ottenni in quella sede. E la risposta fu questa: “Non sapevamo bene come reagire, pensammo che fosse meglio fare un comunicato pubblico, così, piuttosto che metterci a rispondere uno per uno alle richieste che ci venivano fatte”. E io gli replicai: “Sì, però scusate, non mi sembra corretto dare opinioni su qualche cosa che non si è visto, solo sulla base di una conferenza stampa di carattere generale. E dopo basta.

PUBBLICO MINISTERO - Vuole essere più precisa su quello che lei ha detto a Frank Gill?

DICH CANNATA – Questo gli ho detto.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, in aiuto della memoria, perché sono importanti le cose che lei ha dichiarato al Pubblico Ministero di aver detto a Frank Gill.

DICH CANNATA – E non sono quelle che le ho detto adesso?

PUBBLICO MINISTERO – Diciamo grossomodo, però vorrei un attimo maggiore precisione.

DICH CANNATA – Ma lei non può pretendere che io mi ricordi le parole esatte.

PRESIDENTE – Dottoressa, ma adesso siccome quelle dichiarazioni ce le hanno le parti, noi non ne disponiamo, il Pubblico Ministero le utilizza in aiuto della sua memoria, e lei conferma se ha detto quello.

DICH CANNATA – Certo.

PUBBLICO MINISTERO – Pagina 20, “Gli ho chiesto che fretta avevano, che urgenza avevano mezza giornata dopo di uscire,

peraltro a mercati aperti. Sulla storia dei mercati aperti si sono difesi dicendo: “Eh, ma non è una rating action”; dico: “Sì, ma voi siete un’agenzia di rating”; “Eh, ma la nostra è un’opinione come un’altra” – risposta della dottoressa Cannata – “No, scusate, non può essere una opinione come un’altra. Il mercato, la regolamentazione... il mercato sa che siete un’agenzia di rating. La regolamentazione internazionale vi attribuisce un ruolo che impatta sulle regole di valutazione del rischio delle banche. La stessa BCE adotta le vostre valutazioni come benchmark, che per definire cosa accettare e cosa non accettare come collaterali nella definizione della politica monetaria, gli investitori di tutto il mondo fanno riferimento a voi. Non potete dire che la vostra opinione è una opinione come quella dell’uomo della strada che va lì con il microfono: “Che ne pensi della manovra?”. No, questo è un discorso, secondo me, inaccettabile”. Sono le sue parole.

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Le conferma?

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – E quindi le fonti di questa stroncatura quali erano?

DICH CANNATA – La conferenza stampa, immagino.

PUBBLICO MINISTERO – La conferenza stampa.

DICH CANNATA – Loro si sono basati sulla conferenza stampa.

PUBBLICO MINISTERO – Ma in prossimità di quel 1° luglio c'erano state altre aste?

DICH CANNATA – Be', sicuramente qualche giorno prima ci sarà stata un'asta.

PUBBLICO MINISTERO – No, dopo.

DICH CANNATA – Dopo? A metà mese ci sarà stata un'altra asta. Non mi chiedo com'è andata, perché non lo ricordo.

PUBBLICO MINISTERO – No, non glielo chiedo, dottoressa Cannata. Lei siccome alla mia domanda ha risposto: “Fortunatamente no”. Perché dice “fortunatamente”?

DICH CANNATA –Comunque ho detto “fortunatamente” perché è chiaro che un'asta che avviene subito dopo un qualcosa di negativo...

PRESIDENTE – Potrebbe...

DICH CANNATA – E' potenzialmente un'asta che potrebbe non andar bene.

PUBBLICO MINISTERO – Grazie, l'ha detto chiaro finalmente.

DICH CANNATA – E che è comunque un fattore di ansia.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, sì. Ma voi parlavate con questi di Standard & Poor's?

PRESIDENTE – Ora 'ha detto.

DICH CANNATA – Ma che domanda è, scusi?

PUBBLICO MINISTERO – Siccome lei ha detto che parlare con Standard & Poor's era come parlare al vento, le chiedo, ma voi parlavate...?

AVVOCATO GOLINO – Ma quando?

AVVOCATO ISOLABELLA – C'è opposizione, sono considerazioni suggestive.

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, noi non sappiamo se la teste a lei ha detto: “Parlare con Standard & Poor's è come parlare al vento”. Allora.

PUBBLICO MINISTERO – E infatti voglio sapere se essi si incontravano

con gli analisti o con i responsabili di Standard & Poor's.

DICH CANNATA – Ho detto che regolarmente con le agenzie di rating noi ci incontriamo in genere un paio di volte all'anno.

PUBBLICO MINISTERO – *Ma vi ascoltate reciprocamente?*

DICH CANNATA – Io loro li ascolto.

PUBBLICO MINISTERO – E loro vi ascoltano?

DICH CANNATA – E secondo lei come faccio a dirlo, scusi?

PUBBLICO MINISTERO – Me l'ha già detto, dottoressa Cannata. Me l'ha già detto. Le contesto, pagina 28, penultimo rigo: “Con Standard & Poor's è come parlare con il vento”. Perché lei dunque dice così?

PRESIDENTE – *Usò quella espressione.*

PUBBLICO MINISTERO – *Ha usato questa espressione. È importante, perché prima ha usato l'espressione che hanno un pregiudizio negativo molto forte, poi che sono ipercritici, poi ha detto che sono stati scorretti, che il comportamento era disdicevole, qui dice che parlare con loro era come parlare con il vento. Ci vuole spiegare?*

DICH CANNATA –Perché a me è sembrato che quando noi rappresentavamo i progressi che erano stati fatti, le misure intraprese...Da loro venivano tenuti in pochissima considerazione. Quindi, allora in quel colloquio che noi abbiamo avuto...

PRESIDENTE – *Quello che ha detto prima.*

DICH CANNATA –io rivesto un ruolo istituzionale, per me parlare al vento vuol dire che noi esponiamo le nostre ragioni, dall'altra parte ci sembra che quello che abbiamo rappresentato...

PRESIDENTE – *Non è stato considerato.*

DICH CANNATA – **Non venga ritenuto in dovuto conto.**

PRESIDENTE – *Ma questo l'ha già spiegato.*

PUBBLICO MINISTERO – *Benissimo. Bene, molto bene.*

A censurare quell'**iniziativa estemporanea ed irrituale di S&P's** è anche ufficialmente la CONSOB ed a darne conto è il **Presidente di quell'Autorità di vigilanza sul mercato, Giuseppe Vegas** che testimonia all'udienza del 19/11/2015 dichiarando quanto segue.

DICH VEGAS – *Spieghiamo bene. Il 1° luglio viene emesso un giudizio da parte di Standard & Poor's circa la manovra economica che era stata emanata il giorno prima dal Governo. Noi abbiamo convocato Standard & Poor's, è stata la prima volta, credo, che ci sia stata una convocazione di questo genere, perché, come dire, ci ha lasciati un po' sorpresi questo fatto, tenendo conto che la manovra economica aveva avuto una illustrazione sommaria sui giornali, ma il testo ancora non era ancora disponibile.*

PRESIDENTE – *Quindi avevano espresso il giudizio prima che fosse disponibile il testo.*

DICH VEGAS – *Poteva essere, questa era almeno l'apparenza. **Quindi li abbiamo convocati perché se fosse stato un rating, sarebbe stato...***

PRESIDENTE – **Improprio.**

DICH VEGAS – **Un rating espresso prima di conoscere il testo ufficiale,**
poi è noto che...

AVVOCATO GOLINO – *Io lo posso affrontare in controesame, ma forse perché c'è stato un qui pro quo. Stiamo parlando del comunicato stampa o dell'azione di rating di maggio? Perché il 1° luglio c'è*

un comunicato stampa.

DICH VEGAS – No, stiamo parlando del comunicato stampa del 1° luglio.

AVVOCATO GOLINO – Quindi è un commento, è un... è un commento, non è un'azione di rating, giusto?

DICH VEGAS – E' un commento, però questo lo abbiamo visto dopo aver convocato, per avere una...

PRESIDENTE – Voi come lo avevate interpretato? CONSOB come l'aveva interpretato?

DICH VEGAS – Allora, noi l'abbiamo interpretato che sotto il profilo degli effetti era sostanzialmente un giudizio di rating, dal punto di vista degli effetti, perché l'effetto principale... Li abbiamo convocati il giorno stesso o il giorno dopo, perché? Perché allora - e dico allora, poi il mondo è cambiato - lo spread si elevò di circa 5 punti e mezzo percentuali, da 180 e qualcosa a 186 che, per quel momento, sembrava un salto, un gradino di enorme altezza..... Li abbiamo convocati per valutare principalmente la coerenza di questa azione rispetto alla disciplina allora esistente dei meccanismi di rating. A seguito di questa convocazione, abbiamo avuto modo di capire meglio che non era un vero e proprio giudizio di rating, neanche una sorta di Outlook, ma una interpretazione, mettiamola così, un giudizio secondo il quale... che si occupava di dare una valutazione ai probabili effetti economici della manovra”.

PRESIDENTE – Ma gliel'aveva chiesto qualcuno questo giudizio? Perché proprio in quel momento e in maniera così atecnica?

DICH VEGAS – Appunto questo... questo era l'oggetto della convocazione. All'epoca, parliamo di un mondo completamente diverso dall'attuale.

PRESIDENTE – Ci caliamo in quel contesto.

DICH VEGAS – Molti si stupirono del fatto che noi avessimo convocato un'agenzia di rating perché non era mai successo. Però, siccome riguardava, diciamo, questa differenza di spread, sembrava a noi il caso di capire meglio. E in effetti abbiamo capito meglio perché ci è stato spiegato che non era un'azione di rating, ma un comunicato stampa, un chiarimento che si rifaceva sostanzialmente a quello che era stato preannunciato a maggio, perché a maggio era stato preannunciata una sorta di caveat, "Attenzione che potremmo arrivare ad un downgrade nei prossimi, se non sbaglio, 24 mesi".

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, la differenza tra le due tipologie di documenti, report o rating, è sostanziale la differenza.

DICH VEGAS – La differenza è sostanziale.

PUBBLICO MINISTERO – Perché?

DICH VEGAS – Perché il rating è sottoposto ad una regolamentazione molto più puntuale.

PUBBLICO MINISTERO – Richiede l'approvazione da parte di un comitato.

DICH VEGAS – Richiede l'approvazione da parte di un comitato di senior, di cui non dovrebbero far parte coloro che stilano il rapporto; richiede certi dati di tempestività. Tra l'altro questa comunicazione era avvenuta a borsa aperta, e quindi tutto ciò che avviene a borsa aperta ci desta sempre qualche preoccupazione.... E l'effetto sostanziale che abbiamo verificato

quel giorno era stato questo incremento dello spread.

PUBBLICO MINISTERO – ...In altre parole gli analisti lì non consideravano quello un rating?

DICH VEGAS – *Esatto.*

PUBBLICO MINISTERO – *Però loro avevano scritto che quello era un... dissero in inglese “this-unsolicited rating”, quindi l’hanno chiamato loro rating.*

DICH VEGAS – *Quello, se ricordo bene, è una specie di codicillo stampato in fondo, che poi dopo mi sembra sia stato disconosciuto...*

PUBBLICO MINISTERO – *Ah, l’hanno lasciato così.*

DICH VEGAS – *...perché è una sorta di errore di stampa.*

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, essi dicevano che non era rating, però poi lo chiamano rating.

PRESIDENTE – *Il codicillo.*

PRESIDENTE – Ma loro dissero che era un rating? No.

DICH VEGAS – No, non lo dissero.

PUBBLICO MINISTERO – *Però lo scrissero.*

PRESIDENTE – E come l’avevano chiamato?

DICH VEGAS – E in fondo c’era stampata questa dizione.

PUBBLICO MINISTERO – *Che era rating.*

PRESIDENTE – *Era un foglio prestampato oppure era nel testo?*

DICH VEGAS – *Quello era, se ho capito bene, un prestampato.*

PUBBLICO MINISTERO – *E forse sono stati distratti.*

DICH VEGAS – *Quindi può darsi che fosse... però qui andiamo nella parte illazioni e non voglio...*

PRESIDENTE – *Non si può esprimere.*

Alle domande del difensore degli imputati in ordine al comunicato del giorno 1/7/2011 il Presidente Vegas risponde come segue.

AVVOCATO GOLINO – *Ecco Presidente, torno al comunicato stampa del 1° luglio.*

DICH VEGAS – *...Il Regolamento, da quello che mi ricordo distingue solo Outlook e rating, non altri tipi di attività.*

AVVOCATO GOLINO – *Ma non proibisce, diciamo, modalità di stampa.*

PRESIDENTE – *E va be', poi vedremo. Io così l'ho letto.*

AVVOCATO GOLINO – *Come?*

PRESIDENTE – *Verificheremo. Scusi, Avvocato, ma c'era una necessità?*

DICH VEGAS – *Questa è la domanda da cento milioni.*

PRESIDENTE – *Questa è la domanda.*

DICH VEGAS – *La necessità, ovviamente non sono io che posso giudicare se c'era una necessità o meno. L'agenzia ha ritenuto di farlo.*

PRESIDENTE – *Ha detto: "Il mercato lo chiede".*

DICH VEGAS - *Il mercato lo chiedeva e quindi...*

PRESIDENTE – *Va bene.*

AVVOCATO GOLINO – *Ora, capisco che sono passati anni, però siccome lei ha fatto riferimento specifico al fatto che Standard & Poor's è stata convocata perché c'è stato un allargamento dello*

spread del 5%, a me da fonti Bloomberg risulta il giorno dopo un miglioramento dello spread del 2,5%. Allora le chiedo qual è la sua fonte, se la ricorda o se si può riservare di fornirla, perché a me risulta invece il contrario.

DICH VEGAS – Io francamente la fonte era quella ufficiale di giornata, e mi ricordo questo 6% che mi fece... è un... poi può essere migliorata anche il giorno dopo, ma quel giorno lì ci fu questo scatto piuttosto importante, che fino all'epoca non era mai stato così alto.

*AVVOCATO GOLINO – **Mi dicono che sono forse 6 punti base e non 6%.***

DICH VEGAS – No, 6 punti base.

AVVOCATO GOLINO – Quindi 0,06.

DICH VEGAS – Scusi, se io ho detto in percentuale, ho sempre sbagliato, erano punti base.

AVVOCATO GOLINO – Quindi 0,06.

DICH VEGAS – 0,06 da 180 a 186.

AVVOCATO GOLINO – 0,06 va bene.

*DICH VEGAS – Che **è una variazione che non si era mai verificata.***

Come già detto, a censurare tecnicamente e puntigliosamente quelle dichiarazioni di S&P's dell'1/7/2011 interveniva ufficialmente la CONSOB con la più volte menzionata **Nota Tecnica del 9/2/2012** redatta dalla Divisione Mercati (Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating, Analisi Finanziaria) che affronta la questione al paragrafo "**3.2. Report di S&P'S del 1 luglio 2011**" che qui – per comodità di lettura – si riporta testualmente.

"3.2. Report di S&P'S del 1° luglio 2011

Il 1°luglio 2011 S&P'S ha pubblicato un **Report** dal titolo "*Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks To Debt Reduction*" (cfr. all. 6). Tale Rapporto non ha avuto ad oggetto un cambiamento di rating (o di *Outlook* o di *Rating watch*) ma conteneva **valutazioni negative in merito alla manovra economica appena presentata dal Governo italiano, ma non ancora definitiva e di cui non era ancora pubblico il testo scritto.**

* * *

Al riguardo, lo scrivente Ufficio ha convocato per **il 4 luglio 2011** i rappresentanti legali dell'agenzia di rating al fine di acquisire informazioni e chiarimenti in merito al suddetto Report. Nel corso di tale audizione , è stato evidenziato da S&P's che tale **Report** rappresentava una semplice nota di carattere macroeconomico, redatta per far fronte alle esigenze del mercato di avere valutazioni da parte di S&P'S in merito alla **manovra di consolidamento fiscale** allo studio da parte del Governo Italiano. S&P'S, in una successiva risposta scritta del **7 luglio 2011**, ha precisato che — **benché la pubblicazione non fosse stata sollecitata da alcun soggetto terzo**, essa derivava dalla constatazione, da parte dei propri analisti, che il comunicato stampa diffuso dal Governo Italiano "*rappresentasse un fatto di interesse per il mercato, meritevole dunque di un commento*".

Sebbene vi fosse stato un mutamento di scenario⁸ lo stesso report tuttavia, secondo quanto rappresentato da S&P'S, non conterrebbe

nuovi elementi di giudizio rispetto a quanto rappresentato nell'ultima revisione *dell'Outlook* del 20 maggio 2011.

S&P'S ha altresì precisato di non considerare tale tipologia di report quale "attività di rating del credito" ai fini del Regolamento (CE) 1060/2009. Pertanto lo stesso non è stato assoggettato alle misure previste in materia di approvazione dei rating, quale, ad esempio, l'esame da parte di un Comitato rating. **Tuttavia si evidenzia che lo stesso report riporta "This unsolicited rating(s) was initiated by Standard & Poor's [...]"**, lasciando quindi intendere che l'agenzia stessa **potesse ritenere tale report come un giudizio di rating**.

Al riguardo, si rappresenta che **un primo elemento di criticità** del suddetto Report è costituito dal fatto che, in presenza di elementi informativi in qualche modo "nuovi", l'agenzia di rating **deve valutare con attenzione** quando questi determinano l'esigenza di produrre un **nuovo rating, piuttosto che un semplice Report macroeconomico**.

La diffusione di tali report, secondo quanto rappresentato da S&P'S nel corso dell'audizione, sarebbe usuale in occasione di nuovi eventi o di un mutamento del contesto informativo concernente un emittente. S&P'S ha inoltre sottolineato che il Report in oggetto, contenente una sintetica valutazione della manovra di consolidamento fiscale allo studio da parte del Governo italiano, era stato elaborato e diffuso a mercati aperti al fine di non creare asimmetrie informative sul mercato.

⁸ Il 30 giugno 2011 il Governo Italiano aveva approvato un pacchetto di misure finalizzato al consolidamento fiscale. Il testo di tale decreto tuttavia alla data del 3 luglio 2011 non era noto neanche al Presidente

della Repubblica (come precisato in un comunicato stampa del 3 luglio 2011: "Poiché molti organi di informazione continuano a ripetere che la manovra finanziaria approvata dal Governo nella seduta di giovedì scorso sarebbe al vaglio della Presidenza della Repubblica già da venerdì, si precisa che a tutt'oggi la Presidenza del Consiglio non ha ancora trasmesso al Quirinale il testo del decreto legge").

Inoltre, con riferimento alle informazioni esaminate, un **ulteriore elemento di criticità** è rappresentato dal fatto che, in presenza di un giudizio di rating, l'agenzia deve valutare "se considera soddisfacente la qualità delle **informazioni** disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o a terzi collegati" e che "Laddove la mancanza di dati affidabili [...] o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il rating o ritira il rating esistente" (Allegato I, Sezione D, Par. 4, del Regolamento (CE) 1060/2009).

Anche a seguito di tale analisi, è stato chiesto alle agenzie di rating, in fase di registrazione, di prevedere esplicitamente nelle proprie procedure che tale verifica della "**novità**" e dell'**affidabilità delle informazioni** dovesse essere fatta sempre, al fine di valutare la necessità di emettere o meno un giudizio di rating, nonché che tale attività di verifica non fosse posta in essere dal solo analista, ma fosse **condivisa da un esponente senior** del Dipartimento di rating coinvolto.

S&P'S, così come le altre agenzie di rating internazionali (che prevalentemente producono tali Report macroeconomici), ha quindi modificato nel modo richiesto le relative procedure”.

Diverse e gravi, dunque, le obiezioni che CONSOB muove a S&P's per i fatti del giorno 1/7/2011, sottolineando – ed il dato non è di poco momento – la necessità di “potenziare” il team degli analisti del debito sovrano dell'Italia con **esponenti “senior”** che condividessero il percorso valutativo: è davvero incredibile osservare come CONSOB (che quando scriveva la Nota in questione ignorava le telefonate intercettate dalla Procura di Trani tra la dr.ssa Pierdicchi ed il capo globale Deven Sharma in cui si affrontava il tema scottante della mancanza proprio di personale “senior” nella squadra di analisti che si occupava del rating alla Repubblica Italiana) rappresenti in questo punto della Nota Tecnica l'opportunità – per S&P's – di garantire maggiore “qualità” alle analisi sul nostro Paese con innesti di persone più esperte o comunque più anziane e competenti!

Siamo, in definitiva, al cospetto di una **nuova bocciatura dell'Italia (dopo quella del 20/5/2011) consapevolmente decretata e divulgata ai mercati** da S&P's:

- 1) **in un momento politico-economico critico per l'Italia (come da imputazione testuale)** quale la manovra finanziaria correttiva di consolidamento fiscale (dunque, un delicatissimo provvedimento di politica economica del Governo);
- 2) **a mercati aperti**, quindi **con una tempistica intrinsecamente idonea** (ore 13.00 circa del giorno venerdì 1 luglio 2011) ad

accrescere sensibilmente la volatilità dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati;

- 3) **prima** che il decreto fosse reso dal Governo definitivo, ufficiale e conoscibile: la valutazione negativa di S&P's – peraltro non richiesta da alcuno! (come emerso dall'istruttoria CONSOB) – interveniva, infatti, quando il testo del decreto non era noto al Dipartimento del Tesoro, nè agli Uffici del Presidente della Repubblica;
- 4) attraverso un “Commento” che mascherava (ulteriore artificio ex art. 185 T.U.F.) quella che era sostanzialmente una azione di rating, senza che però fossero seguite le procedure di quest'ultimo tipo di valutazione, per giunta in violazione delle prescrizioni del Regolamento 1060/2009 in tema di “novità” e “affidabilità/qualità” delle informazioni finanziarie destinate al Mercato ed oggetto di valutazione (quale che fosse la “forma” di tale valutazione). Che peraltro, la valutazione negativa di S&P's avesse avuto **“sostanzialmente”** gli effetti di una azione di rating (come dichiarato dal presidente della Consob in sede di esame testimoniale) era dimostrato dalla variazione dello spread da 180 a 186 punti base.

In definitiva appaiono chiari gli **artifici informativi** utilizzato da S&P's per mettere a segno un'ulteriore stroncatura nei confronti dell'Italia e della sua affidabilità creditizia di fronte agli investitori internazionali.

Quand'anche quel commento negativo sulla manovra correttiva non fosse stato una vera e propria azione di rating, esso lo era sostanzialmente (**sebbene artificialmente “mascherato”**) e costituiva un **giudizio oltre modo prematuro** che, stante la “oggettiva” non ufficialità della fonte,

non poteva in alcun modo garantire – come avrebbe dovuto essere trattandosi di valutazione costituente e contenente una notizia *price sensitive*, diffusa peraltro in un momento politico assai delicato (come quello del varo di una manovra finanziaria correttiva) – una **informazione aggiuntiva** al mercato (peraltro non richiesta) che fosse **puntuale, completa, corretta e trasparente**, oltre che in linea con quelle **prescrizioni regolamentari** che **devono ritenersi sempre applicabili** alle **valutazioni** diffuse da un'agenzia di rating in relazione ad un Emittente Sovrano trattandosi di valutazioni **contenenti e costituenti informazioni finanziarie price sensitive e come tali rilevanti ex art. 185 T.U.F.**

Né vale difendersi dall'addebito in questione sostenendo che il testo di quella manovra presentato in conferenza stampa dal Governo ma – al momento della stroncatura di S&P's – ancora non definitivo, non cambiò nella successiva versione ufficiale, posto che nella fattispecie la verifica della correttezza e trasparenza della condotta dell'agenzia di rating non può essere operata con valutazione *ex post*.

3.d Le informazioni di S&P's del 5/12/2011, le reazioni dei mercati finanziari e delle Istituzioni: le deposizioni del dirigente della Direzione del Debito Pubblico e del Presidente della CONSOB

Passiamo ora ad analizzare il terzo degli episodi di manipolazione informativa oggetto di contestazione, quello del 5 dicembre 2011.

Riproduciamo anche qui testualmente, per comodità di lettura, lo specifico addebito mosso agli imputati che:

“il giorno lunedì 5 dicembre 2011 (ossia all’indomani della conferenza stampa domenicale tenuta dal Presidente del Consiglio prof. Mario Monti per presentare un programma di riforme strutturali, arginare l’ondata di sfiducia montata nei giorni precedenti sui Mercati finanziari nei confronti dell’Italia e fornire così, ad inizio di settimana, un segnale positivo agli investitori) ponevano il c.d. “credit watch negativo” sull’Italia, così adottando un ulteriore “artificio” temporale-informativo (quello di preannunziare il declassamento – pur senza decretarlo – in un momento storico particolarmente critico del Paese, di “ripartenza” agli occhi della Comunità internazionale) concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati finanziari, nonostante l’intervenuto cambio di leader alla guida del Governo e le riforme strutturali preannunziate (in conferenza stampa)”.

Il *Credit Watch* in questione è un’azione di rating che vede impegnati come “*primary credit analyst*” gli imputati **Moritz Kraemer** e **Frank Gill** i quali diffondono da Francoforte, lunedì 5/12/2011, il Report “*Standard & Poor’s Puts Ratings On Eurozone Sovereigns On Credit Watch With Negative Implications*” (“**Standard & Poor’s pone in Credit Watch negativo i rating sovrani dell’Eurozona**”).

Per chiarire il significato del termine “watch” in relazione ad un’azione di rating occorre analizzare la Nota Tecnica prot. DME/RM/12007184 del 30/1/2012 della Divisione Mercati della CONSOB (acquisita all’incarto dibattimentale nel corso dell’udienza del 19/11/2015) avente ad “*Oggetto: Richiesta della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Trani di documentazione ai sensi dell’art. 187 decies del D. Lgs.58/1998 (T.U.F.) concernente le agenzie di rating Standard & Poor’s*

e *Fitch*” dove, al paragrafo “2.2”, si legge un importante chiarimento sul punto che qui interessa.

Più segnatamente si dice, con riguardo alla distinzione tra rating in “Outlook” e rating in “watch” (*rating watch/credit watch*), che (testuale dalla Nota) “*la differenza tra la decisione di porre un rating in Outlook negativo, rispetto a quella di porre in Rating Watch negativo, consiste nell’orizzonte temporale del futuro cambiamento del rating: pur esprimendo entrambe una prospettiva di possibile downgrading, infatti, l’orizzonte temporale relativo a un Outlook negativo è più di medio periodo (il possibile downgrading può avvenire in un arco temporale di 1 o 2 anni), mentre l’orizzonte relativo a un Rating Watch è molto più di breve termine (la revisione, che può concludersi con un downgrading, termina nell’arco di alcune settimane o al massimo di pochi mesi). Infine, un’ulteriore differenza è costituita dai fattori che sono alla base della decisione: di solito più strutturali quelli alla base dell’Outlook negativo, più contingenti quelli alla base di un Rating Watch*”.

Si legge nella premessa del documento di S&P’s che l’Agenzia di rating pone in osservazione, in *Credit Watch* negativo, i rating sovrani a lungo termine di **15 membri dell’Unione Economica e Monetaria Europea (EMU o Eurozona)** e che ciò è imputabile alle **tensioni sistemiche dell’eurozona** che nelle ultime settimane hanno registrato un incremento tale da esercitare una pressione al ribasso sullo *standing* creditizio di tutta l’eurozona.

Si dice:

“Riteniamo che queste **tensioni sistemiche** siano imputabili a cinque fattori:

- (1) *Irrigidimento delle condizioni creditizie nell'eurozona;*
- (2) *Premi di rischio nettamente superiori su un numero crescente di rating sovrani dell'eurozona, inclusi alcuni che sono attualmente valutati "AAA";*
- (3) *Disaccordi continui tra i responsabili europei della politica su come affrontare l'immediata crisi di fiducia dei mercati e, a più lungo termine, su come assicurare maggiore convergenza economica, finanziaria e fiscale tra i membri dell'eurozona;*
- (4) *Alti livelli di debito pubblico e delle famiglie in una vasta area dell'eurozona; e*
- (5) *Il rischio crescente della recessione economica in tutta l'eurozona nel 2012".*

LISTA RATING

A

DA

Rating a lungo termine in CreditWatch negativo

Austria (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano AAA/Watch Neg/A-1+
AAA/Stabile/A-1+

Belgio (Regno di)

Rating Credito Sovrano AA/Watch Neg/A-1+ AA/Negativo/A-1+

Finlandia (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano AAA/Watch Neg/A-1+
AAA/Stabile/A-1+

Francia (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano AAA/Watch Neg/A-1+
AAA/Stabile/A-1+

Germania (Repubblica Federale di)

Rating Credito Sovrano AAA/Watch Neg/A-1+
AAA/Stabile/A-1+

Lussemburgo (Granducato di)

Rating Credito Sovrano AAA/Watch Neg/A-1+
AAA/Stabile/A-1+

Paesi Bassi (Stato di)

Rating Credito Sovrano AAA/Watch Neg/A-1+
AAA/Stabile/A-1+

Rating a breve e lungo termine in CreditWatch negativo

Estonia (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano AA-/Watch Neg/A-1+ AA-
/Stabile/A-1+

Irlanda (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano BBB/Watch Neg/A-2 BBB+/Stabile/A-2

Italia (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano A/Watch Neg/A-1

A/Negativo/A-1

Malta (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano A/Watch Neg/A-1 A/Stabile/A-1

Portogallo (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano BBB-/Watch Neg/A-3 BBB-
/Negativo/A-3

Repubblica di Slovacchia

Rating Credito Sovrano A+/Watch Neg/A-1 A+/Positivo/A-1

Slovenia (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano AA-/Watch Neg/A-1+ AA-
/Stabile/A-1+

Spagna (Regno di)

Rating Credito Sovrano AA-/Watch Neg/A-1+ AA-
/Negativo/A-1+

Rating a breve termine in CreditWatch negativo, rating a lungo termine ancora in CreditWatch negativo

Cipro (Repubblica di)

Rating Credito Sovrano

BBB/Watch Neg/A-3

BBB/Watch Neg/A-

3

I rating su Francia, Germania, Paesi Bassi, Italia e Belgio non sono sollecitati.

Ebbene, la decisione di S&P's di porre, in data 5/12/2011, in "Watch" negativo i rating sovrani dell'eurozona rappresenta (come meglio si comprenderà nel prosieguo della presente requisitoria e come, d'altro canto, emerge con chiarezza in esito all'istruttoria dibattimentale) una sorta di necessaria tappa di avvicinamento a quell'azione di rating del 13/1/2012 che, definita da autorevoli studiosi ed esperti come una sorta di "Attacco all'Europa", decretava – cosa che non era mai accaduta prima – il downgrading, ossia il declassamento, di mezza Europa.

Senonchè, a certificare come le **tensioni sul debito sovrano** nell'area dell'euro (quelle evocate da S&P's per giustificare la decisione di mettere 16 Paesi in credit watch negativo) si fossero aggravate principalmente a causa dei ripetuti declassamenti decretati dalle agenzie di rating, segnatamente da S&P's, è la Banca d'Italia nel suo Bollettino Economico n. 67 del gennaio 2012 (acquisito alle udienze del dicembre 2016, ma consultabile direttamente dal sito on line ufficiale di Banca d'Italia) che, a **pag. 14** nel paragrafo **"2.3 I Mercati finanziari internazionali"**, evidenzia quanto segue (testuale):

"Nonostante le decisioni adottate dai vertici europei del 26 ottobre e del 9 dicembre, le tensioni sul debito sovrano dell'area dell'euro si sono aggravate risentendo del deterioramento del quadro macroeconomico, dei ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni

paesi europei da parte di talune agenzie di rating, nonché dei dubbi degli operatori circa l'adeguatezza dei meccanismi di gestione della crisi predisposti dalle autorità europee. **Dalla fine di settembre, dieci paesi dell'area hanno subito un declassamento da una o più delle principali agenzie di rating. Queste ultime, agli inizi di dicembre hanno messo sotto osservazione il merito di credito di quasi tutti gli Stati sovrani dell'area dell'euro, inclusi quelli con rating AAA come la Germania, la Francia e i Paesi Bassi. Il 13 gennaio 2012 l'agenzia di rating Standard & Poor's ha declassato il debito sovrano di 9 paesi dell'area dell'euro, tra cui la Francia (che ha perso il rating AAA), la Spagna e l'Italia**".

Banca d'Italia, in altre parole, valorizza positivamente – al contrario di quanto farà S&P's – i risultati delle "decisioni adottate dai vertici europei del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011" (vertici che culminano non con dichiarazioni di intenti, ma con "decisioni adottate") e sottolinea come, malgrado queste significative novità positive, si fossero abbattute sull'area dell'euro – tra la fine di dicembre ed i primi di gennaio 2012 – le mannaie dei rating watch negativi e dei declassamenti dell'intera eurozona.

Proseguendo nel medesimo paragrafo 2.3 del Bollettino Economico in parola, Banca d'Italia, nel riquadro posto alle **pagg. 14 e 15** intitolato "Le decisioni dei Capi di Stato e di Governo dell'area dell'euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011", analizza approfonditamente gli esiti dei summit e le decisioni di ottobre e dicembre 2011 rilevando come "in un contesto ancora caratterizzato da straordinarie tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro, il 26 ottobre e il 9 dicembre i Capi di Stato e di governo dell'area hanno adottato ulteriori decisioni volte a: (a) migliorare la governance europea; (b) chiarire il ruolo degli investitori

privati nella soluzione della crisi greca; (c) rafforzare gli strumenti di stabilizzazione finanziaria (lo European financial Stability Facility, EFSF, e lo European Stability Mechanism, ESM); (d) aumentare la solidità patrimoniale delle Banche e favorirne l'accesso alla raccolta a più lungo termine; (e) accrescere le risorse finanziarie a disposizione del Fondo Monetario Internazionale (FMI) per il sostegno ai Paesi in difficoltà”.

Ma la domanda è: vi erano o no in relazione all'Italia – alla data del 5/12/2011 – i presupposti per quella nuova azione di rating, ossia per decretare una prospettiva di possibile, imminente downgrading, **dopo il declassamento decretato da S&P's il 19/9/2011 (e le informazioni finanziarie in esso contenute) nonostante l'autentico “terremoto politico-istituzionale” seguito in Italia (dopo quell'azione di rating), con l'abbandono della premiership da parte del Presidente del Consiglio in carica on.le Berlusconi, praticamente “costretto” alle dimissioni da fortissime pressioni interne ed internazionali?**

Ecco l'*ubi consistam* del profilo di addebito in questo 3° episodio di manipolazione informativa del mercato.

In altre parole, sebbene quell'azione di rating del 5/12/2011 avesse coinvolto ben 16 Paesi dell'eurozona, vi erano in quel momento i presupposti per coinvolgervi (nuovamente) anche l'Italia che, a quella data, aveva azzerato le criticità evidenziate da S&P's nel precedente *downgrade* del 19/9/2011?

La risposta è senz'altro negativa.

Ecco perché risultava oggettivamente ed assolutamente incoerente, incongruente e ingiustificabile la nuova azione di rating negativa sulla Repubblica Italiana!

Viene anche qui in rilievo – si badi bene (come, peraltro, in relazione alle valutazioni espresse da S&P's il giorno 1/7/2011) – quel passaggio dell'imputazione che addebita a S&P's artifici informativi non solo in fase di “elaborazione” dei rating sul debito sovrano italiano, ma anche (testuale) *“in fase di diffusione dei “rating”: nel comunicare ai Mercati finanziari analisi/previsioni/declassamenti inerenti la Repubblica Italiana (sempre di segno negativo) non già – come da Regolamento comunitario 1060/2009 – in maniera “tempestiva”, bensì in maniera “selettiva e mirata” in relazione ai momenti di maggiore criticità della situazione politico-economica italiana, con una tempistica diretta – per un verso – ad amplificare gli effetti negativi di analisi/previsioni/declassamenti inerenti l'Italia e – per l'altro – a minare l'affidabilità creditizia del Paese”*.

Le emergenze dibattimentali dimostrano come non fosse assolutamente coerente né con i dati macroeconomici (analizzati nei capitoli precedenti e compendati nelle tabelle del Rapporto di Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria), né con le evoluzioni dello scenario politico di quel momento storico decretare il coinvolgimento dell'Italia in quell'azione “cumulativa” di rating a distanza di 3 mesi dall'altra precedente azione che aveva condotto al suo declassamento per ragioni di “stallo politico”; decretare, peraltro, detto coinvolgimento (come recita testualmente l'imputazione):

- 1) *nonostante l'intervenuto cambio di leader alla guida del Governo e le riforme strutturali preannunziate (in conferenza stampa);*
- 2) *all'indomani della conferenza stampa domenicale tenuta dal Presidente del Consiglio prof. Mario Monti per presentare un programma di riforme strutturali, arginare l'ondata di sfiducia montata nei giorni precedenti sui Mercati finanziari nei confronti dell'Italia e fornire così, ad inizio di settimana, un segnale positivo agli investitori.*

La decisione di coinvolgere “comunque” l'Italia in quell'azione di rating con il “**pretesto**” (**artificio rilevante ex art. 185 T.U.F.**) di tensioni sistemiche dell'eurozona (tensioni, come si è visto leggendo il rapporto di Banca d'Italia, concausate proprio dai ripetuti declassamenti dell'agenzia di rating) si profila come un'ulteriore riprova della **volontà** dell'agenzia di rating di focalizzarsi sempre e comunque (come ampiamente e diffusamente spiegato dalla dr.ssa Maria Cannata) su elementi di negatività per l'immagine e l'affidabilità creditizia dell'Italia sui mercati finanziari internazionali.

In definitiva, quell'azione di rating del 5/12/2011 costituisce una nuova, ennesima “stroncatura” dell'affidabilità creditizia dell'Italia e del Governo appena insediatosi: una stroncatura che, similmente a quanto accaduto in occasione dei fatti del giorno 1/7/2011 (secondo episodio dell'imputazione) segue ad una conferenza stampa del Governo: in quel caso la conferenza stampa del 30/6/2011 precede il pronunciamento di S&P's del giorno 1/7/2011; in questo nuovo caso la conferenza stampa del 4/12/2011 precede il pronunciamento di S&P's del giorno 5/12/2011. Come mai S&P's l'1/7/2011 aveva ritenuto di fornire un “parere” (attraverso non già una azione di rating, ma attraverso un commento) su una delicata manovra finanziaria (“stroncata” da quel parere) non ancora

ufficiale per “*far fronte alle esigenze del mercato*” (come spiegherà a CONSOB la delegazione italiana di S&P’s) ed invece il 5/12/2011, quando sarebbe stata egualmente se non addirittura maggiormente una “*esigenza del mercato*” fornire un “parere” sulle misure adottate ufficialmente dal nuovo Governo Monti (e presentate in conferenza stampa, stavolta a decreto ufficialmente adottato), S&P’s tace su quella conferenza stampa (che inviava ai mercati un segnale positivo) e stronca l’Italia motivando l’azione di rating stavolta con la storia delle “tensioni sistemiche dell’Eurozona” (causate, come spiega Banca d’Italia, proprio dai declassamenti a raffica decretati da “talune Agenzie di rating”)?

A proposito di quell’azione di rating del 5/12/2011, il sen. Prof. Mario Monti ha dichiarato, in sede di escussione dibattimentale (all’udienza del 29/1/2016) quanto segue (in estratto dal verbale stenotipico).

PUBBLICO MINISTERO – Perché, chiedo scusa, faccio due domande in una, così esaurisco. Lei prima diceva che il 4 dicembre, era una domenica pomeriggio, fa una conferenza stampa in cui rappresenta una serie di riforme in cantiere già, diciamo così, programmate e il 5 dicembre, il giorno dopo, interviene il credit watch negativo, che è nella imputazione, da parte di Standard & Poor's. Lasciamo stare...

DICH MONTI – Cosa che mi stupì molto.

PUBBLICO MINISTERO – Cosa che la stupì.

DICH MONTI – Infatti lo dichiarai.

PUBBLICO MINISTERO – Infatti le chiedo perché si è stupito? Perché lei disse: “Sorpresa e stupore”? Usò questa endiadi, questi due aggettivi qualificativi. Perché si stupì allora per il credit watch negativo e non si è stupito del declassamento di gennaio 2012 di due gradini? Vuole spiegare?

DICH MONTI – Sì, nel credit watch negativo di dicembre il mio stupore nasceva dal pensare che il credit watch negativo si riferisse soltanto, trattandosi dell'Italia, alla politica economica italiana, ed ero stupito, e anche un po' deluso, che dopo aver prodotto questa batteria di provvedimenti in due settimane di governo, ci fosse questo riconoscimento negativo, anziché positivo.

Ma approfondiamo quanto era accaduto il precedente 4/12/2011.

Ebbene, il 4 dicembre 2011, giorno prima dell'azione di rating di S&P's (del 5/12/2011), era una domenica ed in quel giorno “festivo”, in modo del tutto inusuale ma giustificato dalla particolarità della situazione di forte tensione a livello di mercati finanziari internazionali (lo spread aveva raggiunto i noti livelli di allarme), il neo presidente del Consiglio dei Ministri sen. Prof. Mario Monti indisse una conferenza stampa pomeridiana seguita da un “**Comunicato Stampa del Consiglio dei Ministri n. 5 del 4/12/2011**” in cui si rappresentava (anche in vista del fatto che il seguente giorno di lunedì vi sarebbe stata la riapertura dei mercati cui occorreva dare segnali di fiducia), fra le varie decisioni adottate, che (testuale):

“Il Consiglio dei Ministri, appositamente convocato, ha approvato un decreto legge che contiene un pacchetto di misure urgenti per assicurare la stabilità finanziaria, la crescita e l'equità.... L'insieme degli interventi ammonta a circa 20 miliardi di euro strutturali per il triennio 2012-2014...I risparmi conseguiti in parte sono destinati a un considerevole pacchetto di interventi a favore della crescita, del sistema produttivo e del lavoro.

Attraverso la deducibilità dell'IRAP - lavoro vengono favorite le imprese che assumono lavoratori e lavoratrici per un importo di 1,5 miliardi nel 2012 e 2 miliardi nel 2013 e 2014.

E' stato deciso il completamento della riforma della previdenza con l'estensione dal 1 gennaio 2012 a tutti del metodo contributivo per il calcolo delle pensioni per le anzianità future.

Viene anticipata l'introduzione sperimentale dell'IMU.

L'aumento dell'IVA è deliberato in 2 punti percentuali a decorrere dal 1/9/2012 a copertura della clausola di salvaguardia e da attuare solo nel caso in cui sia necessario

Viene attuato un pacchetto antievasione che prevede il divieto di uso del contante per pagamenti superiori a 1000 euro

E' stato deliberato un insieme di liberalizzazioni

Il Governo ha avviato un'azione di selezione e di riordino dei programmi di spesa con abolizione di una serie di enti ritenuti inutili.

Semplificazione nella Pubblica Amministrazione"

Come si vede, con il drammatico abbandono della leadership di Governo da parte dell'on.le Silvio Berlusconi e l'avvicendamento al Governo del sen. Prof. Monti, doveva risultare assolutamente sbloccato quel presunto "stallo politico" (*political gridlock*) menzionato da S&P's a giustificazione delle azioni di rating nei confronti dell'Italia sia a maggio 2011 (in occasione del taglio dell'Outlook: ne abbiamo parlato in precedenza) che a settembre 2011 (in occasione del declassamento del 19/9/2011 da "A+ ad A").

Ed invece, l'Agenzia di rating S&P's non teneva in alcuna considerazione né il cambio di governo, né la "batteria di riforme" adottate dal leader "tecnico" prof. Monti e – come se nulla fosse accaduto o avesse fatto il

Governo italiano in quei mesi ed in quei giorni – proseguiva imperterrita nella *sequenza di bocciature: una nuova “stroncatura” del tutto simile a quella intervenuta il giorno 1/7/2011.*

E' singolare rilevare come, mentre il giorno 1/7/2011 S&P's – a manovra finanziaria correttiva non ancora varata – si affrettava a “stroncarla” (usando le parole della dr.ssa Cannata) per “*fare fronte alle esigenze del mercato*”, il giorno 5/12/2011 – a manovra varata dal Presidente Monti con apposito decreto legge (e pubblicizzata con conferenza stampa domenicale e comunicato stampa che documentava una serie di iniziative che – in discontinuità con il recente passato – andavano nella direzione che sembrava richiesta da S&P's) – **l'agenzia di rating non senta di venire incontro alle “esigenze del mercato” con un Commento, ma ignori completamente quelle riforme annunciate e varate** promuovendo, per contro, un'azione di rating (in forma di Credit Watch negativo) costituente una **sostanziale nuova stroncatura di quelle riforme e di quel “nuovo corso”, mascherata (ecco l'artificio rilevante ex art. 185 T.U.F.) dal “pretesto” di presunte “tensioni sistemiche dell'eurozona”**.

L'azione di rating del 5/12/2011 è, dunque, la prova evidente di un preciso disegno di penalizzare ad ogni costo e in ogni caso l'Italia ed il suo prestigio creditizio agli occhi degli investitori internazionali; un disegno che traspare con evidenza da frasi e parole (spesso edulcorate, ma assolutamente significative) pronunciate in corso di testimonianza dall'autorevole dirigente del Tesoro dr.ssa Cannata la quale descrive minuziosamente il “*difficile rapporto*” tra l'Italia e Standard & Poor's confermando sostanzialmente l'esistenza di un “pregiudizio” di

quell’Agenzia di rating verso il nostro Paese: un insuperabile pregiudizio che la dr.ssa Cannata avverte e percepisce, più e più volte, rendendone testimonianza dinanzi al Tribunale.

3.e Le informazioni di S&P’s del 13/1/2012 e le reazioni di mercati finanziari e Istituzioni al declassamento dell’eurozona: le deposizioni della dr.ssa Maria Cannata, del Ministro dell’Economia Pier Carlo Padoan e del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas

Riproduciamo testualmente, per comodità di lettura e studio, lo specifico addebito mosso – come si legge in relazione al quarto episodio di manipolazione – agli imputati che:

il giorno venerdì 13/1/2012 operavano il declassamento/taglio del rating (di ben due gradini, c.d. “notch”: da “A” a “BBB+”) del debito sovrano della Repubblica Italiana, confermando l’Outlook negativo: tanto facevano nonostante il responsabile del “Bank Team” per l’Italia di Standard & Poor’s Renato PANICHI, avesse segnalato in un’ e-mail diretta (nella mattinata del 13.01.2012, prima della comunicazione ufficiale) agli analisti ZHANG e KRAEMER che il giudizio dai medesimi espresso sul sistema bancario italiano (ed alla base del doppio taglio di rating del debito sovrano da essi elaborato) fosse errato, addirittura “esattamente contrario” alla situazione reale, e gli avesse per questo invitati perentoriamente a rimuovere quell’informazione dal comunicato: rimozione avvenuta solo parzialmente e sul solo testo in lingua inglese, non invece su quello trasmesso – come per legge – alla Repubblica Italiana (in persona della dr.ssa Maria CANNATA dirigente

*del Ministero dell'Economia), né su quello in lingua italiana e diffuso in Italia (con **ULTERIORE** confusione e **DISTORSIONE** delle informazioni rese alla Repubblica Italiana, ai mercati, agli analisti ed agli investitori).*

Detto declassamento, inoltre, decretavano alla stregua di argomentazioni incoerenti e incongruenti sia rispetto alle motivazioni poste a base del precedente declassamento dell'Italia del 19 settembre 2011 (declassamento da A+ ad A, fondato prevalentemente su valutazioni di carattere non economico, segnatamente sulla condizione di “stallo” politico del Paese: “stallo” superato nel novembre 2011 con il cambio alla guida del Governo e l'effettivo avvio delle riforme strutturali preannunziate il 4/12/2011), sia per l'intervenuto sensibile calo dello spread tra i titoli di debito italiani e i Bund tedeschi); così facendo, adottavano l'ennesimo “artificio informativo” concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati finanziari ed a provocare una sensibile alterazione del prezzo dei titoli di Stato (alterazione effettivamente registrata dall'aumento dello “spread” – a seguito della notizia del declassamento – da 482 punti base a 505 punti base).

Fatti da ritenere aggravati sia ai sensi dell'art. 185 cpv. T.U.F. perché di “rilevante offensività” (giacché commessi in danno dello Stato sovrano italiano), sia ai sensi dell'art. 61 n. 7 c.p. per avere cagionato alla Repubblica Italiana un danno patrimoniale di rilevantissima gravità.

Appare di tutta evidenza dalla lettura dell'enunciato accusatorio come questo quarto episodio di manipolazione informativa di mercato si focalizzi appieno sulle **informazioni finanziarie false e contrarie**

alla realtà divulgate da S&P's in occasione del doppio declassamento dell'Italia in data 13/1/2012.

In particolare si possono distinguere **tre distinti profili** di addebito in seno a quella imputazione:

- a) La **falsità/incoerenza** (rispetto a tutti i dati ufficiali, conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's) delle **informazioni (contenute nella prima versione del R.U. sull'Italia del 13/1/2012) fornite – in data 13/1/2012 – ai mercati finanziari da S&P's sulla situazione del debito bancario italiano (financial sector debt) costituente – secondo quanto dichiarato da S&P's – la base giustificativa del doppio declassamento del debito sovrano della Repubblica Italiana;**

- b) La **falsità/incoerenza** (rispetto a tutti i dati ufficiali, conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's) delle **informazioni (contenute nella seconda versione del R.U. sull'Italia del 13/1/2012) fornite – in data successiva al 14/1/2012 (trattasi di successiva e diversa condotta delittuosa oggetto di contestazione: l'imputazione, infatti, indica una condotta compresa in un arco temporale che non si esaurisce il 13/1/2012, ma che va “dal maggio 2011 al gennaio 2012”) – ai mercati finanziari da S&P's a seguito della rimozione parziale del riferimento alla situazione del debito bancario italiano ed elaborazione di un nuovo e diverso documento, con “ulteriore confusione e distorsione delle informazioni finanziarie fornite alla Repubblica Italiana, al mercato ed agli investitori” in**

relazione alla base giustificativa del doppio declassamento del debito sovrano della Repubblica Italiana;

- c) **l'incoerenza delle motivazioni del doppio declassamento del 13/1/2012 rispetto a quelle del precedente downgrading di settembre 2011** (da A+ ad A, fondato prevalentemente sulla condizione di “stallo” politico del Paese: “stallo” superato nel novembre 2011 con il cambio alla guida del Governo e l’effettivo avvio delle riforme strutturali preannunziate il 4/12/2011).

Il primo addebito (strettamente legato al secondo, quindi alla “seconda versione” del R.U. sull’Italia, divulgata a seguito della parziale rimozione del riferimento al settore del debito bancario) è, dunque, quello di **assoluta infondatezza, incoerenza e falsità dell’informazione finanziaria diffusa ai mercati da S&P’s** – nella motivazione del **doppio declassamento del nostro debito sovrano** – **sull’ammontare della quota estera del debito del settore bancario italiano** e di quella del settore pubblico; infondatezza, incoerenza e falsità rispetto ai dati ufficiali a quella data conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s.

Ma esaminiamo in modo puntuale quale sia l’informazione finanziaria sull’Italia che S&P’s scrive e poi diffonde ai mercati di tutto il mondo nel Report del 13/1/2012 che vede come “*primary credit analyst*” l’imputato **Moritz Kraemer** (Francoforte) e come “*secondary contact*” l’imputato **Frank Gill** (Londra); dalle emergenze istruttorie emerge, tuttavia, un’attiva e determinante partecipazione a quella decisione da parte dell’altra imputata **Ehileen Zhang**.

Nella serata del **13/1/2012** a partire dalle ore 22.36 (21.36 ora di Londra) S&P's pubblicava vari Report esercitando una azione di rating "collettiva" nei confronti di **16 Stati europei** e riducendo il rating a lungo termine di 9 Paesi dell'Eurozona: **Italia, Francia, Spagna, Portogallo, Austria, Cipro, Malta, Slovacchia e Slovenia.**

Il rating dell'Italia veniva ridotto di 2 livelli o notches (da A a BBB+); ugualmente di 2 notches veniva ridotto il rating della Spagna, Portogallo e Cipro, mentre quello degli altri Paesi di un solo notch; tra i Paesi citati Francia ed Austria perdevano per la prima volta la tripla A vedendo il loro rating abbassato a AA+.

Contemporaneamente veniva posto in Outlook negativo il rating a lungo termine dei suddetti Paesi (tranne la Slovacchia) e di ulteriori 6 Paesi: **Belgio, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo ed Olanda.**

La Germania manteneva Outlook stabile e rating AAA.

Invero, già nel primo pomeriggio del 13/1/2012 le agenzie di stampa riportavano rumors sui suddetti downgrading da parte di S&P's: lanci della Reuters delle ore 15.08 e lanci APCOM delle ore 15.26 ed altre agenzie riportavano il dettaglio dei Paesi i cui rating avrebbero successivamente subito il downgrading: i **mercati europei** che avevano avuto un andamento positivo fino a quel momento **giravano negativamente in corrispondenza della diffusione delle indiscrezioni succitate** (a ulteriore riprova della *price sensitivity* di quelle notizie): la Nota Tecnica della CONSOB del 9/2/2012 riproduce con un grafico l'andamento dell'indice FTSE MIB nella giornata del 13/1/2012.

Esaminando il Report sull'Italia di S&P's "*Italy's Unsolicited Ratings Lowered To "BBB+/A-2"*" è agevole notare come quel doppio downgrading dell'Italia si caratterizza per l'assoluta e clamorosa FALSITA' delle informazioni finanziarie presenti nella motivazione ufficiale dell'ennesima azione di rating!

Analizziamo attentamente ed approfonditamente **con quali parole S&P's fornisce a livello planetario l'informazione finanziaria** (rilevante) **sul downgrade dell'Italia: sono quelle parole** (non già i calcoli tecnici e le metodologie tecniche di attribuzione dei punteggi di rating interni al comitato che delibera quella decisione di downgrade: ossia la congerie di technicalità – tutte riservate – su cui i consulenti della difesa si sono concentrati in corso di istruttoria per tentare di sottrarsi all'addebito e distogliere l'attenzione del Tribunale dalle chiarissime parole usate per l'informazione finanziaria in questione) **a giungere a conoscenza dei mercati e di tutta la comunità degli investitori ed a rappresentare l'informazione finanziaria ufficiale, pubblicamente ostensibile e che deve essere assolutamente VERITIERA** (ma che, nella fattispecie, è stata – **numeri alla mano** – assolutamente **FALSA**).

Analizziamo, cioè, quali siano le **parole precise** usate da S&P's per **informare il mercato sulle motivazioni** del declassamento dell'Italia e come, **poi, quella motivazione** – dopo essere stata resa pubblica e diffusa a livello planetario sui mercati finanziari internazionali il 13/1/2012 – venga "stranamente" modificata e sostituita con una **nuova e diversa informazione** al **mercato medesimo foriera di ulteriore confusione ed egualmente FALSA**.

Sono importanti quelle “**parole**” utilizzate per motivare ai mercati finanziari di tutto il mondo le ragioni del downgrade dell’Italia, **poiché proprio esse sostanziano (al di là dei calcoli e delle metodologie riservate e interne al comitato di rating cui la Difesa ha fatto continui riferimenti) l’informazione finanziaria ufficiale di S&P’s sul declassamento dell’Italia: una informazione che avrebbe dovuto essere puntuale, rigorosa e VERA, ma che si rivela clamorosamente e deliberatamente FALSA!**

Nella versione originaria del “**Razionale**” (ossia della “**Motivazione**”) dell’azione di rating di doppio declassamento nei confronti dell’Italia, **si motiva** quel **downgrading** con le seguenti **informazioni finanziarie** (in lingua inglese):

“The downgrade reflects what we see as Italy’s increasing vulnerabilities to external financing risks, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt. It is our view that depending political, financial, and monetary problems within the Eurozon are exacerbating the external funding constraints on the Italian public and private sectors.”

Questa di seguito è la fedele traduzione in italiano, nel testo a suo tempo predisposto (in lingua italiana) direttamente da S&P’s:

“Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell’Italia ai rischi finanziari esterni, stante l’elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore”

finanziario. *L'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'Eurozona sta esacerbando, a nostro avviso, i vincoli di finanziamento estero sui settori pubblico e privato dell'Italia*".

Successivamente a quella divulgazione del 13/1/2012 (certamente dopo il 14/1/2012 o dopo il 16/1/2012 – date in cui sul sito ufficiale di S&P's erano ancora disponibili le predette versioni originarie della motivazione di declassamento, come dimostrato dal testo di quel documento che direttamente la CONSOB estrasse e consegnò a questa A.G. come risulta dall'Allegato 41, recante la data del 14/1/12, prodotto dal P.M. all'incanto dibattimentale durante la deposizione della dr.ssa Pierdicchi), **S&P's** *“rimuove parzialmente il riferimento” al “financial sector debt” (ossia al settore del debito del sistema bancario italiano), quindi elabora e diffonde un nuovo documento (solo in lingua inglese) che **INFORMA** il mercato di qualcosa di diverso che – come recita testualmente l'imputazione – costituisce la causa di “ulteriore confusione e distorsione delle informazioni rese alla Repubblica Italiana, ai mercati, agli analisti ed agli investitori) e segnatamente:*

The downgrade reflects what we see as Italy's increasing vulnerabilities to external financing risks, given the high absolute amount of external debt. It is our view that depending political, financial, and monetary problems within the Eurozon are exacerbating the external funding constraints on the Italian public and private sectors.

Tradotto:

“Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell’Italia ai rischi finanziari esterni, stante l’elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri.

*L’aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all’interno dell’Eurozona sta esacerbando, a nostro avviso, **i vincoli di finanziamento estero** sui settori pubblico e privato dell’Italia”.*

Come è facile notare, il testo della motivazione di declassamento resta **assolutamente identico, ma cambia** – ed ecco la **“ulteriore”** manipolazione informativa del mercato evidenziata nella seconda parte dell’addebito relativo all’episodio (il 4°) del declassamento del 13/1/2012 – nel riferimento al “tipo” di debito: non si parla più di elevata titolarità estera di *“debito governativo e di debito del settore bancario”*, ma si parla di **elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri: ecco una NUOVA INFORMAZIONE FINANZIARIA che sostituisce la precedente, ma è causa – come recita l’imputazione – di “ulteriore confusione e distorsione delle informazioni rese ai mercati e agli investitori”!**

Secondo il documento originario di S&P’s (quello trasmesso ai Mercati ed al nostro Dipartimento del Tesoro), dunque, il doppio declassamento dell’Italia rispecchiava una condizione di vulnerabilità crescente del Paese a quelli che si denominano **rischi finanziari esterni** **“stante una alta titolarità estera di debito pubblico e bancario”**, ossia (seguendo le nozioni riportate nei paragrafi iniziali sui “fondamentali” dell’economia italiana) **“stante una quota alta di debito pubblico e di debito bancario detenuta da creditori non residenti.**

Secondo, invece, il documento successivamente divulgato (questa volta solo in lingua inglese e giammai trasmesso prima – come da Regolamento – al nostro Dipartimento del Tesoro) – **ed ecco “l’ulteriore” distorsione e confusione, quindi l’ulteriore manipolazione informativa oggetto di specifica contestazione** – il doppio declassamento dell’Italia rispecchiava una condizione di “*crescente vulnerabilità ai rischi finanziari esterni, stante l’elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri*, ossia “**stante una quota alta in assoluto di debito estero detenuta da creditori non residenti**”.

Deve, poi, aggiungersi che sia nel primo documento, che nel secondo S&P’s prosegue nelle motivazioni del declassamento precisando che “*L’aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all’interno dell’Eurozona sta esacerbando, a nostro avviso, i vincoli di finanziamento estero sui settori pubblico e privato dell’Italia*”.

Nel testo inglese: “*It is our view that depending political, financial, and monetary problems within the Eurozon are exacerbating the EXTERNAL FUNDING CONSTRAINTS on the Italian public and private sectors.*

Come si può notare si parla prima di “**external financing risks**”, poi di “**external funding constraints**”: di “estero” o “esterno”, cioè, si parla prima con riferimento ai *rischi finanziari esterni* dati dalla titolarità “alta” di debito estero pubblico e bancario italiano; poi ai *vincoli finanziari esterni* sul settore pubblico e privato italiano che si stanno esacerbando per l’aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie nell’eurozona.

Come si vede, in quelle puntuali parole che costituiscono la motivazione – che è quella divulgata al mercato ed agli investitori di tutto il mondo – non vi è nessun riferimento ai molteplici concetti tecnici (riportati solo nei successivi capoversi del R.U. sull'Italia) cui hanno, invece, fatto cenno in dibattito testi a discarico, consulenti e super consulenti di S&P's all'evidente solo scopo di distogliere l'attenzione del Collegio dalla questione fondamentale della falsità assoluta dell'informazione finanziaria contenuta nella motivazione ufficiale del declassamento dell'Italia decretato da S&P's e in quei precisi termini divulgato ai mercati.

Ma torniamo al profilo di interesse principale.

Perché dopo il 14 o dopo il 16 gennaio 2012 interveniva quel cambiamento nella motivazione di downgrading dell'Italia, sostanzialmente una nuova informazione finanziaria per il mercato?

E quella nuova informazione (conseguente alla correzione della precedente motivazione) – e che come assume puntualmente l'imputazione genera “ulteriore confusione e distorsione delle INFORMAZIONI rese alla Repubblica Italiana, ai mercati, agli analisti ed agli investitori” – era fondata, era vera (ossia coerente con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili)?

Ed infine, a seguito della correzione dell'Informazione finanziaria e del cambio di motivazione si generava anche (come era ragionevole attendersi) un cambio della decisione di downgrading dell'Italia?

Ebbene, va anzitutto rilevato come il “cambio di motivazione” di downgrading e la conseguente “nuova informazione finanziaria” posta a fondamento del declassamento dell’Italia (presente nella seconda versione dell’R.U. sull’Italia, ossia quella diffusa dopo il 14/1/2012) intervenne dopo che la primigenia versione del comunicato di S&P’s (con la motivazione di supporto al downgrade) era stata ormai licenziata e pubblicata.

Quella **diversa e nuova informazione finanziaria che diviene motivazione del declassamento** rispecchia un’accesa discussione intervenuta via mail tra gli analisti imputati Zhang/Kraemer e il loro collega Renato Panichi tra la sera del 12/1/2012 e la mattina del 13/1/2012, ma comunque prima della divulgazione dell’azione di rating: una discussione – documentata da uno scambio di mail sequestrate dal Pubblico Ministero nel corso delle perquisizioni presso gli uffici milanesi di S&P’s nel gennaio 2012, qualche giorno dopo il declassamento – nella quale il Panichi, analista *senior* esperto del settore bancario italiano per S&P’s, contestava perentoriamente che potesse affermarsi – come, invece, Ehileen Zhang e Moritz Kraemer affermavano nella motivazione del declassamento del nostro Paese che di lì a poche ore sarebbe stata pubblicata a livello planetario – che per l’Italia vi fosse una condizione di “*elevata titolarità estera di debito del settore bancario*”.

Anticipiamola qui la mail “di fuoco” che Panichi invia a Zhang e Kraemer, mettendone a conoscenza pure l’analista e manager apicale David Harrison.

“Ciao Ehileen e Moritz,

Ho provato a chiamarvi entrambi.

Ho qui il RU sull'Italia e vedo una frase, all'inizio, dove dite: "Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi legati ai finanziamenti esteri, dato l'elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri".

Ehileen, ieri non mi hai letto quella frase e non è corretto dire che vi è un elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri. In realtà è proprio il contrario: uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il limitato ricorso ai finanziamenti esteri e wholesale.

Per favore togliete il riferimento alle banche!

Grazie"

Ebbene, come emerge dalla mail **Panichi si preoccupa di segnalare** ai colleghi che "non è corretto dire....." quello che essi dicevano nell'R.U. sull'Italia a lui trasmesso per una qualificata interlocuzione: cioè, per Panichi non era corretto proprio il fatto di "**dire**", cioè **scrivere nell'R.U., dichiarare ufficialmente** (ai Mercati finanziari del pianeta cui quell'R.U. era diretto) e **informare** di una situazione del debito bancario italiano, esattamente contraria alla realtà!

Nonostante questa accorata mail proveniente dal senior analyst del settore bancario italiano, la sera del 13/1/2012 Standard & Poor's – **pur informata dell'erronea affermazione sul sistema bancario italiano dall'analista finanziario esperto Renato Panichi** – decide di dare corso al declassamento dell'Italia di due livelli (*notches*) ponendo a base della decisione esattamente quelle motivazioni originariamente predisposte da

Zhang e Kraemer e che Panichi aveva radicalmente contestato nella mail considerandole “contrarie alla realtà” .

Ma era VERA o FALSA l’informazione finanziaria sul sistema bancario italiano fornita al Mercato da S&P’s il 13/1/2012 per motivare il declassamento dell’Italia?

In altre parole, era vera o falsa, in relazione all’Italia ed a quel tempo, la notizia diffusa (condotta tipica ex art. 185 TUF) da S&P’s che la “titolarità estera di debito del settore bancario” cioè la quota di debito bancario italiano detenuta da creditori non residenti fosse “HIGH”, cioè “alta” (come sostenevano gli analisti Zhang e Kraemer che declassavano di due gradini l’Italia e contestava, invece, il loro collega Panichi)?

Ebbene, la risposta è che è quel dato informativo – come sosteneva Panichi nella sua mail – era assolutamente falso ed incoerente con i dati e le informazioni conosciute e/o conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s, posto che la quantità di debito bancario in mano a creditori non residenti era assolutamente “bassa”, intorno al 15-20 per cento del totale!

Per conoscere e verificare l’ammontare della titolarità estera del debito governativo (debito “pubblico”) e del settore bancario italiano è sufficiente compiere una serie di semplici operazioni di consultazione diretta delle banche dati tratte da fonti aperte di importanti istituzioni come la Banca d’Italia (Rapporto sulla Stabilità Finanziaria n. 2 del novembre 2011 e Rapporto sulla Stabilità Finanziaria n. 3 dell’aprile

2012), o organizzazioni internazionali quali la Banca Mondiale (World Bank) o l'OCSE: dati richiamati nel precedente paragrafo "1.c Le condizioni economiche ed i "fondamentali" dell'Italia all'epoca dei fatti di causa".

Dalla consultazione dei dati riportati nei Rapporti sulla Stabilità Finanziaria di Banca d'Italia (dati che hanno quali **fonti il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Centrale Europea, la Commissione Europea, l'ISTAT ed EUROSTAT**), nonché di quelli estraibili dai menzionati Organismi internazionali emerge in tutta evidenza la "**falsità**" **dell'informazione finanziaria fornita ai mercati di tutto il mondo** da Kraemer, Gill e Zhang **CONSAPEVOLMENTE (dopo il richiamo scritto del Panichi che avrebbe dovuto imporre un riesame di quel dato)** contenuta nel R.U. di declassamento dell'Italia del 13/1/2012.

Già questi accertamenti consentono – con riguardo al quarto episodio dell'imputazione di cui qui si tratta – di ritenerne pienamente fondato il "primo" profilo di addebito (quello di incoerenza del giudizio espresso da S&P's sul sistema bancario italiano e posto a base del doppio taglio di rating).

Approfondiamo, però, ulteriormente l'analisi.

Con riguardo all'affermazione di S&P's di una "*elevata titolarità estera di debito governativo*", possiamo ritenerla **Vera o Falsa?**

Occorre qui tenere presente che era (ed è) certamente elevato il debito pubblico dell'Italia, ma questa non era una novità e non era “la notizia” a base di quel doppio declassamento.

La “notizia nuova” che fondava il doppio declassamento era rappresentata – secondo S&P’s – dalla elevata quota “estera” (di debito bancario, e ne abbiamo già parlato, nonchè) di debito pubblico: era vera questa informazione?

I dati ufficiali universalmente conosciuti e conoscibili dimostrano che (anche) tale informazione era assolutamente **FALSA**.

Ed invero, con riguardo al **debito del settore pubblico** (“*government debt*” come dice S&P’s) ed alla quota dello stesso detenuta da soggetti (creditori) non residenti, è possibile consultare i dati significativi e dirimenti contenuti nelle tabelle riportate all’interno dei Rapporti sulla Stabilità Finanziaria n. 2 del novembre 2011 e n. 3 dell’aprile 2012 redatti dalla Banca d’Italia (dati richiamati nel precedente paragrafo “1.c Le condizioni economiche ed i “fondamentali” dell’Italia all’epoca dei fatti di causa”).

Dall’analisi dei dati di cui alle tabelle contenute nei Rapporti sulla stabilità finanziaria dell’Italia redatti da Banca d’Italia (pagg. 13 e pag. 60) emerge come **tra il 2010 ed il 2011 non fosse assolutamente “elevata”** (“*high*”, come sosteneva il declassamento del 13/1/2012 di S&P’s) la **titolarità estera del debito pubblico italiano**, oscillante tra il **39,2%** ed il **42,4 %** (secondo i dati di Banca d’Italia), contro la media dell’area euro del **52%** ed i valori ben più alti (sempre di debito pubblico in mano a non residenti) di **Germania (50,01-51,6%)** e **Francia (57,9-59%)**.

Nella stessa tabella si legge – con riguardo al **2010** – un **disavanzo pubblico** dell'Italia pari al **4,6** (in percentuale del PIL), contro il **7,1** della Francia, **9,3** della Spagna, **10,6** della Grecia, **9,8** del Portogallo, **31,3** dell'Irlanda, ed una media del **6,2** dell'Area Euro; con un **10,3** del Regno Unito, **10,3** degli Stati Uniti e **9,2** del Giappone.

Ed ancora, si legge in tabella – con riguardo al **2010** – un **avanzo primario** dell'Italia dell'**-0,1** (in percentuale del PIL), contro un **-4,6** della Francia, **-7,4** della Spagna, **-5,0** della Grecia, **-6,8** del Portogallo, **-28,2** dell'Irlanda, un **-7,3** del Regno Unito, un **-8,4** degli Stati Uniti ed un **-8,1** del Giappone.

Da tutti i dati summenzionati e riportati nelle tabelle prodotte dal P.M. all'udienza del 29/9/2016 emerge, dunque, la **clamorosa falsità di quelle informazioni finanziarie fornite ai mercati da S&P's** in ragione del raffronto tra la situazione dell'Italia (segnatamente della quota di debito pubblico in possesso di non residenti, pari al 39,2% del debito pubblico complessivo, percentuale notevolmente al di sotto della media dell'area dell'euro) e quella di altri Paesi.

Passando ora alla “seconda” versione del documento sul declassamento dell'Italia, ossia quella “corretta” e diffusa dopo il 14/1/2012 – **e che, come puntualmente recita l'imputazione, genera ulteriore confusione e distorsione dell'informazione finanziaria fornita al mercato ed agli investitori** – era **VERA o FALSA** la nuova e **“ulteriore notizia**

diffusa” (condotta tipica ex art. 185 T.U.F.) dagli analisti di S&P’s Kraemer, Gill e Zhang in relazione all’Italia, ossia che la **“quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri”** fosse **“HIGH”**, cioè **“alta”**?

Anche la risposta a questo interrogativo deriva dai dati numerici e quantitativi prodotti dal P.M. all’udienza del 29/9/2016 e contenuti in tabelle predisposte dalla Banca d’Italia che attestano la correttezza delle obiezioni mosse da Panichi ai colleghi Zhang e Kraemer e, per converso, la **assoluta FALSITA’** delle informazioni finanziarie diffuse sul conto della Repubblica Italiana da S&P’s nell’azione di *rating* (e doppio declassamento) del 13/1/2012.

La “nuova” **notizia**/motivazione (**elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri**) **diffusa** in lingua inglese da S&P’s dopo il 14/1/2012 costituiva una **non trascurabile modifica** nelle informazioni/motivazioni di declassamento dell’Italia: una nuova motivazione costituente, peraltro, un “infelice compromesso” (tra la motivazione originaria adottata dal comitato di rating di S&P’s e le critiche/sollecitazioni provenienti dall’analista esperto bancario Renato Panichi) **cui S&P’s fece ricorso ex post (cioè dopo la prima divulgazione del R.U. sull’Italia) pur di mantenere ferma la decisione di declassare l’Italia e di declassarla di ben due livelli (notches).**

Gli imputati, i testi a discarico e il corteo dei rispettivi consulenti e super consulenti privati hanno tentato (come era prevedibile) di ridimensionare con argomentazioni di vario genere l’importanza di quella **nuova informazione/motivazione: resta, però, il dato fattuale di un cambio di**

motivazione – ergo di **una nuova informazione diffusa al Mercato** – che interviene comunque dopo una prima diffusione di informazioni (sulla quota di debito bancario italiano detenuta da non residenti) assolutamente false ed incoerenti con i dati ufficiali a quel tempo universalmente conosciuti e conoscibili.

Non va trascurato, invero, un altro importante elemento di contesto rappresentato dal fatto che l'analista "contestatore" Panichi – come emerso in istruttoria – versava in quella condizione di *conflitto di interessi* (derivante dalla titolarità di titoli di Stato italiani) che ne aveva determinato (ma solo formalmente) l'esclusione dal comitato di rating che valutava l'Italia e da ogni decisione e/o interferenza nelle valutazioni riguardanti l'Italia: esclusione di fatto e praticamente "aggirata" – come emerso dall'istruttoria dibattimentale (sia dallo scambio di mail acquisite, sia dalla stessa deposizione del Panichi, convocato dalla difesa come teste "a discarico") – essendo stato il Panichi direttamente coinvolto nella decisione finale sulle motivazioni del declassamento dell'Italia per essergli stato personalmente recapitato via mail il rapporto di downgrade del 13/1/2012 al fine di ottenerne un parere come esperto del settore bancario italiano.

Approfondiamo ancora nel merito le motivazione di quel declassamento dell'Italia del 13/1/2012.

Con riferimento alla seconda "versione" della motivazione/informazione del declassamento dell'Italia a causa della elevata quantità assoluta di debito estero a fine 2011, il consulente degli imputati prof. Panizza ha

sostenuto (all'udienza del 15/9/2016) che quel dato si riferisse in realtà al "debito lordo".

Ebbene, cominciamo col dire che quando si vuole indicare il debito estero "lordo" non si utilizza semplicemente il binomio "external debt", ma lo stesso binomio con un aggettivo qualificativo che specifica il concetto: "gross external debt".

Giova, al riguardo evidenziare quanto indicato nella **nota 3 di pag. 9** del Manuale della Bilancia dei pagamenti pubblicato dalla Banca d'Italia (acquisito all'incanto processuale), ove si dice che "*per maggiori informazioni sul concetto di debito estero cfr. IMF (2014) External Debt Statistics Guide for Compilers and Users*".

Ebbene, cliccando su tale *link* (che richiama la Guida dell'International Monetary Found IMF) si apre una Guida (in estratto prodotta al Tribunale) composta di vari capitoli, il secondo dei quali intitolato "*The Measurement of External Debt: definition and core Accounting Principles*" contiene un secondo paragrafo che definisce il debito estero/esterno "*Definition of External Debt*" ed indica il debito estero/esterno lordo con le parole "gross external debt".

E tuttavia, anche se quell'espressione utilizzata da S&P's nella "seconda" versione della informazione/motivazione di declassamento dell'Italia avesse fatto riferimento al debito estero "lordo" (pur senza menzionare l'aggettivo "gross"), sarebbe **Vero o Falso** per l'Italia che a fine 2011 vi era una "elevata quantità assoluta di debito lordo "estero""?

Anche in questo caso la nuova ed ulteriore informazione finanziaria fornita da S&P's (pur di mantenere fermo il declassamento dell'Italia,

malgrado la severa critica del Panichi che, comunque, aveva sortito l'effetto di ottenere, seppure dopo alcuni giorni, la rimozione dal Report originario del riferimento al sistema bancario italiano) era **assolutamente Falsa: ecco la ulteriore confusione e distorsione della informazione finanziaria al Mercato ed agli Investitori** (puntualmente contestata nella imputazione).

Per chiarire al meglio questo profilo, vale la pena richiamare alcune nozioni trattate nel paragrafo precedente "1.c Le condizioni economiche ed i "fondamentali" dell'Italia all'epoca dei fatti di causa".

Facendo riferimento alla pubblicazione della Banca d'Italia "*Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia*" – Marzo 2016 prodotta al Collegio giudicante dal P.M. (cfr. pag. 8 e ss. e pag. 114) si chiarisce che il **debito estero lordo** consiste nell'ammontare complessivo delle passività di un Paese (dunque, debito pubblico, debito bancario, debito di famiglie e imprese, N.d.A.) che prevedono il pagamento effettivo e non eventuale di un capitale e/o interessi ad una data futura a controparti non residenti.

Nel nostro Paese le componenti maggiori del debito lordo estero sono rappresentate dal debito "estero" pubblico/governativo (cioè, la quota di debito pubblico detenuta da creditori non residenti) e dal debito "estero" bancario (cioè, la quota di debito bancario detenuta da creditori non residenti); sono, invece, componenti minori del debito lordo estero, il debito "estero" delle famiglie e il debito "estero" delle imprese che – come emerge dai dati (in precedenza analizzati) contenuti nel "Rapporto sulla stabilità finanziaria dell'Italia del novembre 2011", pubblicato da Banca d'Italia ed acquisito all'incanto processuale – si indebitavano

all'epoca dei fatti (e si indebitano tuttora) prevalentemente verso soggetti residenti, ossia ricorrendo al sistema bancario interno.

Ne consegue che per verificare se il debito estero lordo di un Paese è alto o basso occorre verificare a quanto ammonta la quota di debito pubblico e la quota di debito bancario di un Paese detenuta da creditori non residenti.

Rifacciamoci allora ai dati riportati nel precedente paragrafo illustrativo dei “fondamentali economici” dell'Italia nel 2011 per osservare quanto segue.

Quanto al debito pubblico dell'Italia nel 2011, lo stesso era di circa **1.900 miliardi di euro** con una quota di **debito pubblico detenuta da creditori non residenti del 39,2% del PIL**, al di sotto della media dell'area euro (52,1), addirittura la più bassa tra tutti i Paesi dell'area euro.

Ne consegue, alla luce dei dati ufficiali sopra richiamati (universalmente conosciuti e conoscibili), che nonostante il nostro debito pubblico fosse elevato, essendo la quota di debito pubblico italiana detenuta da creditori non residenti particolarmente “contenuta”, essa risultava sostanzialmente in linea con i Paesi dell'area euro.

Facciamo qualche calcolo semplice ed elementare per dimostrare questa conclusione utilizzando i valori medi dell'area euro indicati a pagg. 13 e 60 (nella tabella “Indicatori di sostenibilità finanziaria”) del Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011.

Essendo nel 2011 la percentuale “media” di debito pubblico dei Paesi dell’area euro l’**85,4 per cento del Pil** e la quota media di debito pubblico detenuta da creditori non residenti il **52,1 per cento del debito**, laddove l’Italia (come si è visto, con un PIL di circa 1.600 miliardi, un debito pubblico di circa 1.900 miliardi ed una quota di debito pubblico estero del 39,2 per cento del debito) avesse rispettato perfettamente la media dell’area euro, avremmo dovuto avere un debito pubblico di $(85,4 \times 1.600:100)$ 1.366,4 miliardi ed una quota estera di quel debito di $(52,1 \times 1.366,4:100)$ **711,89** miliardi.

Avendo, tuttavia, l’Italia un debito pubblico di circa 1.900 miliardi (più alto della media dell’area euro), ma una quota estera notevolmente più bassa dell’area euro (39,2 rispetto al 52,1), si ha che **la quota effettiva di debito pubblico “estero” dell’Italia** (cioè detenuto da creditori non residenti) era di $(39,2 \times 1.900:100)$ circa **744,8** miliardi: un ammontare che – raffrontato con quello che avrebbe dovuto essere per rispettare perfettamente la media dell’area euro, pari a 711,89 miliardi – deve considerarsi nella media o pochissimo al di sopra di essa, ma certamente **non** definibile come **“alto”** (come, invece, **falsamente dichiarato** ai Mercati finanziari da S&P’s nel primo R.U. sull’Italia **in occasione del doppio downgrading del 13/1/2012**).

Quanto al debito bancario dell’Italia, dai menzionati Rapporti sulla Stabilità Finanziaria del novembre 2011 (ove a pag. 42 si indica un’esposizione totale delle banche italiane verso residenti e non residenti come pari a 2.625,9 miliardi di euro ed una esposizione totale verso non residenti come pari a 668,2 miliardi di euro, ossia circa il 25% del totale) e del 3/4/2012 (ove alla fine di pag. 30 nel riquadro “La Raccolta sull’estero delle Banche Italiane” si indica che a fine del 2011 le passività

estere lorde delle banche italiane ammontavano a 870 milioni di dollari, pari al 21% delle passività complessive) emerge un **ammontare di debito bancario estero** decisamente “**basso**” e certamente **non** definibile come “**alto**” (come, invece, **falsamente dichiarato** ai Mercati finanziari da **S&P’s** nel primo R.U. sull’Italia **in occasione del doppio downgrading del 13/1/2012**).

Da tale esposizione di numeri e dati si torna puntualmente ai dati di partenza: si è già detto, sia quanto al debito bancario sia quanto al debito pubblico che le rispettive quote detenute da soggetti non residenti erano assolutamente basse e pari, rispettivamente, al 20-25% ed al 39-42% circa (peraltro, assolutamente al di sotto della media dell’area dell’euro): ne consegue che **dire ai mercati** (per giustificare il declassamento dell’Italia) **di una quantità *alta in assoluto* di debito estero lordo dell’Italia equivaleva a diffondere una notizia/informazione finanziaria assolutamente falsa (come la precedente) ed incoerente con i dati ufficiali universalmente conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s con ulteriore distorsione e confusione degli investitori:una **tipica condotta di manipolazione informativa del mercato ex art. 185 T.U.F.****

Ma vi è di più.

All’udienza del 29/9/2012 il P.M. ha fornito un’ulteriore importante prova della **assoluta falsità** delle **informazioni finanziarie** fornite ai mercati da S&P’s il 13/1/2012 con riguardo al **sistema bancario italiano**,

il cui *elevato debito estero* era valutato dall’Agenzia come un fattore di crescente vulnerabilità fino a pervenire ad un doppio declassamento che portava l’Italia a scendere al livello di BBB+.

Il P.M. ha prodotto e depositato un’analisi che S&P’s aveva elaborato proprio nel **novembre 2011** (ossia pochi giorni prima dell’azione di rating del 5/12/2011 ed un mese e mezzo prima del downgrade del 13/1/2012) in relazione alla “tenuta” del sistema bancario dell’Italia (un’analisi – giova qui sottolineare – che nessuno dei consulenti tecnici della difesa aveva pensato di portare all’attenzione dei Giudici).

Ebbene, detta analisi condotta da S&P’s con la **metodologia** c.d. **BICRA** (Banking Industry Country Risk Analysis) che dà il nome all’analisi medesima (che opera un raffronto tra i settori bancari di 23 Paesi incluso l’Italia, classificando questi Paesi in un ranking da 1 a 10, dove 1 equivale ad una stabilità assoluta ed assenza di rischio e 10 equivale a totale caos e massimo rischio) copre lo stesso periodo temporale considerato per supportare il downgrade di Gennaio 2012 (e quello di Settembre 2011).

In questa Analisi, il settore bancario italiano veniva classificato nel gruppo “**3**” (tra i punteggi migliori!) e definito stabile e ben supportato dall’azione di Governo (“*supportive*”): una classificazione, peraltro, riportata anche in un’analisi fatta dall’analista Renato Panichi con riguardo alla Banca Unicredit (analisi essa pure prodotta dal P.M. ed acquisita nel corso dell’udienza del 29/9/2012).

In definitiva, i dati prodotti dal P.M. ed acquisiti all’incanto dibattimentale all’udienza del 29/9/2016 (dati numerici, elementi quantitativi!) documentano la **grande falsificazione** di S&P’s sull’Italia: la sua analisi BICRA del 30 novembre 2011 classificava il settore

bancario italiano tra i più solidi, mentre l'azione di rating del 13/1/2012 di S&P's classificava il settore bancario italiano come particolarmente vulnerabile al punto di decretare un declassamento doppio del debito sovrano della Repubblica Italiana!

A riscontrare ulteriormente la “falsità” dei dati e delle informazioni contenute nel declassamento del 13/1/2012 ed a riferire della **assoluta stabilità e robustezza del Sistema Bancario** italiano è l'ex Governatore della Banca d'Italia, nonché attuale **Presidente della Banca Centrale Europea dr. Mario Draghi** che, sentito da questo Pubblico Ministero in fase di indagini (sommarie informazioni acquisite al fascicolo dibattimentale sull'accordo delle parti), dichiarava:

“Il Sistema bancario italiano è robusto; il deficit di parte corrente è basso; il risparmio è alto, il debito complessivo di famiglia-imprese e Stato è basso rispetto ad altri Paesi, il debito netto nei confronti dell'estero è basso e tutto ciò rende il caso dell'Italia diverso da quello di altri Paesi...Le banche italiane in ogni caso sono in grado di fronteggiare eventuali tensioni anche di notevole entità...”

Ancora un autorevole contributo giova qui rammentare; si tratta di una lettera al direttore del Corriere della Sera (lettera pubblicata sul citato quotidiano il 2/8/2016: l'articolo è stato prodotto dal P.M. all'udienza del 29/9/2016) inviata dall'ex Presidente del Consiglio prof. Mario Monti il quale afferma che il ***“sistema bancario italiano nel 2011 – 13 non presentava particolari problemi e non domandava aiuti”***.

Ed allora possono trarsi le seguenti conclusioni in ordine al 4° episodio di manipolazione informativa di mercato di cui all'imputazione:

- 1) affermare ed **informare il mercato e gli investitori** – come S&P’S’s faceva inizialmente il 13/1/12 – che in Italia vi fosse una *'crescente vulnerabilità ai rischi di finanziamento esterno data dalla elevata (high) titolarità estera di debito del settore bancario'* italiano **non corrispondeva al vero ed era oggettivamente falso ed incoerente con i dati e le informazioni conosciute e/o conoscibili** da un operatore qualificato come S&P’s, posto che la quantità di debito bancario in mano a creditori non residenti era assolutamente “bassa”, intorno al 15-20 per cento del totale!
- 2) affermare ed **informare il mercato e gli investitori** – come S&P’S’s faceva inizialmente il 13/1/12 – che in Italia vi fosse una *'crescente vulnerabilità ai rischi di finanziamento esterno data dalla elevata (high) titolarità estera di debito del settore pubblico e del settore bancario'* italiano **oggettivamente falso ed incoerente** alla luce di tutti i dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s essendo la quantità di debito estero del Governo inferiore al 50% del totale e sempre inferiore anche alla media dell'area euro (pari al 52,1%);
- 3) affermare ed **informare il Mercato e gli investitori** – come S&P’S’s faceva dopo il 14/1/12 – che fosse “alta” (*high*) la *“quantità assoluta di debito estero/esterno italiano detenuta da non residenti”* (come si dice nella nuova motivazione del Report, dopo l'intervento di Panichi e comunque dopo che il primo rapporto era stato divulgato e diffuso sui mercati: nuova versione che, a detta dei testi a discarico equivarrebbe sostanzialmente a quanto detto la prima volta, onde non si comprenderebbero le

ragioni dell'intervenuta modifica sul profilo motivazionale), **generava** – come recita l'imputazione – **ulteriore confusione e distorsione dell'informazione ai mercati ed agli investitori** poichè non corrispondeva al vero ed era oggettivamente falso ed incoerente alla luce dei dati ufficiali conosciuti e conoscibili, posto che del debito lordo del Paese (debito di Governo, Banche, Famiglie e Imprese) le quote parti estere/esterne/ detenute da non residenti erano e sono assolutamente basse e sotto il 50% del debito lordo totale (specie se si fa un confronto con altri grandi Paesi ed economie come Stati Uniti d'America Inghilterra, Francia, Germania, Olanda e Giappone che precedono l'Italia nella graduatoria dei Paesi per debito estero lordo stilata dalla Banca Mondiale: graduatoria in cui l'Italia si colloca al 7[^] posto).

Ne consegue che alla stregua delle informazioni finanziarie poste a fondamento della motivazione ufficiale di downgrade dell'Italia (non coerenti con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's) quel doppio declassamento decretato da S&P's il 13/1/2012 non poteva ritenersi assolutamente giustificato.

Acclarata, dunque, l'assoluta falsificazione, incoerenza e incongruità delle informazioni finanziarie diffuse nelle “**motivazioni ufficiali ostensibili e dirette al mercato**” del declassamento dell'Italia, risulta superata la *vexata quaestio* – affrontata invece con grande enfasi dai testi a scarico e dai consulenti e super consulenti di S&P's escussi in dibattito – della ricostruzione/aggiustamento dei “punteggi” assegnati dagli analisti dell'agenzia di rating al fattore chiave del declassamento, il c.d. '*fattore esterno*': esattamente quel fattore che l'analista senior Panichi identificava con quei (testuale dalla mail più volte richiamata) “rischi

legati ai finanziamenti esteri” che egli considerava, invece, inesistenti per le banche italiane, uno dei cui “*punti di forza*” – sosteneva sempre il Panichi nella mail – era rappresentato proprio dal “*limitato ricorso ai finanziamenti esteri e wholesale*” (intendendo quest’ultimo termine il ricorso ai mercati all’ingrosso di capitali).

I consulenti della difesa si sono lungamente soffermati nella spiegazione degli *'aggiustamenti negativi'* che avevano determinato il punteggio finale 6 sul “*fattore esterno*”: hanno perciò indicato per conto di S&P’s (che in fase investigativa S&P’s si rifiutò di fornire chiarimenti sull’assegnazione di quei punteggi alla CONSOB ed alla F.S.A. investita della richiesta di assistenza internazionale) le metodologie di calcolo ed i fattori critici del *'rischio di liquidità esterno'*, ossia il deterioramento della capacità di rifinanziamento e l’indebitamento a breve del debito a lungo termine in scadenza: concetti che, seppure trattati nel R.U sull’Italia del 13/1/2012 (nei capoversi successivi ai primi), nulla tolgono alla falsità delle informazioni finanziarie di cui si è fin qui detto e racchiuse nell’esordio della motivazione ufficiale di downgrade dell’Italia.

Senonchè, come già detto, si tratta di questioni totalmente al di fuori del tema che – secondo l’enunciato accusatorio – costituisce oggetto di specifico addebito: addebito che può dirsi pienamente integrato e provato alla luce di dati irrefutabili fin qui illustrati che consentono di ritenere assolutamente **FALSE** le iniziali **affermazioni/informazioni** divulgate da S&P’s ai mercati finanziari internazionali di una “*elevata titolarità estera del debito del settore governativo e del settore bancario*” della **Repubblica Italiana** (che per quello subisce in data 13/1/2012 un declassamento di ben due gradini), così come le successive

affermazioni/informazioni di una “**elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri**”.

Né risulta in alcun modo ragionevolmente sostenibile da parte degli imputati che si trattò di un semplice errore linguistico o di comunicazione posto che, a fronte delle puntuali contestazioni provenienti dall’analista senior (esperto nel settore bancario italiano) Renato Panichi ai colleghi Zhang e Kraemer (contestazioni comunicate via mail per conoscenza anche all’apicale David Harrison che non mosse un dito a fronte di quella clamorosa inesattezza “svelata” *apertis verbis* dal Panichi), l’agenzia di rating – che pure avrebbe potuto recepire “costruttivamente” quella critica e ritirare o ridimensionare il declassamento, magari limitandolo (come ha sostenuto la dr.ssa Cannata nel corso della sua deposizione) ad un solo “*notch*” – scelse di mantenere inalterata la doppia bocciatura dell’Italia e di “rettificare” quella motivazione originaria (indifendibile perché assolutamente sballata) nei termini (altrettanto inveritieri) di cui alla seconda versione del comunicato: quella “**scelta**” è la scelta che **inchioda gli imputati e S&P’s come società** alla **responsabilità** penale in relazione al delitto “doloso” di manipolazione informativa del mercato.

In definitiva, deve ritenersi che, al di là di criteri e metodologie di calcolo adottate o adottabili da S&P’s, **era comunque falso il dato informativo finale** – **diffuso ai mercati da S&P’s e costituente una notizia falsa price sensitive (poiché motivava il declassamento del debito sovrano dell’Italia)** – di una **elevata (high) titolarità estera del debito del settore bancario italiano**: tale dato “falso” venne riferito da Panichi agli analisti **Zhang e Kraemer** ed al “supervisore” (per modo di dire, visto l’esito finale) David Harrison ma gli stessi, pur messi a

conoscenza delle ragioni che sorreggevano quella “informazione” puntuale proveniente da un analista senior qualificato, **scelsero (ecco il dolo)** di **dare corso comunque** alla **diffusione** al mercato di **quella falsa informazione sul sistema bancario italiano**, notizia *price sensitive* e, come tale, **concretamente idonea a provocare un deprezzamento dei titoli di Stato italiani**.

La riprova della **consapevolezza** di avere fornito un dato falso è nell’**ulteriore scelta** (criminosa, ecco affiorare nuovamente il dolo) di **sostituire** quella prima informazione e **diffondere** al mercato **un nuovo dato informativo falso** (giacché pure esso incoerente ed in contrasto con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s) – *l’elevata titolarità in assoluto del debito estero (“lordo”?)* – costituente, al pari della precedente, una **notizia falsa price sensitive** poiché costituente supporto motivazionale di un declassamento che, ecco la cosa ancor più grave, non si ritenne di revocare o, quanto meno, di contenere entro un solo gradino/notch (modifica che si poteva e doveva porre in essere in ottemperanza alle regole di oggettività, trasparenza e qualità di cui al Regolamento europeo, a presidio dell’integrità dei mercati): **nuova notizia falsa**, dunque, **concretamente idonea e – a quel punto – maggiormente idonea (potendo essere interpretata come un rafforzamento del precedente giudizio)** a **provocare un deprezzamento dei titoli di Stato italiani**.

L’**ulteriore profilo di addebito** del quarto episodio di manipolazione che qui stiamo trattando è rappresentato dalla incoerenza delle

motivazioni del declassamento del 13/1/2012 rispetto a quelle del precedente downgrading di settembre 2011: declassamento, quest'ultimo, che portava l'Italia da A+ ad A e che era fondato prevalentemente su valutazioni di carattere non economico, segnatamente sulla condizione di "stallo" politico del Paese ("stallo" superato nel novembre 2011 con il cambio alla guida del Governo e l'effettivo avvio delle riforme strutturali preannunziate il 4/12/2011).

Un riscontro a tale profilo di addebito riviene dalla persona che aveva più di altri "il polso" della situazione del debito sovrano italiano: la dirigente del Debito Pubblico dr.ssa Maria Cannata che, all'udienza del 19/11/2015, contesta **l'attendibilità di analisi e motivazioni** poste da S&P's a base di quella pesante azione di rating contro l'Italia del 13/1/2012.

Questo, in estratto, il contributo dichiarativo dell'alto dirigente del Tesoro:

DICH CANNATA – quando ci fu il credit watch il dicembre precedente, tengo a precisare che il credit watch è qualcosa di più dell'Outlook. È un campanello d'allarme che dice che la situazione è peggiorata molto, per cui è altamente probabile che in un arco di tempo piuttosto breve, non oltre i due mesi, intervenga un'azione di rating negativa.

PRESIDENTE – Era un preavviso.

DICH CANNATA – Un preavviso, esatto, è qualcosa di più dell'Outlook.

Quindi quando c'è un credit watch negativo...

PRESIDENTE – E questo c'era stato quando?

DICH CANNATA – ...deve succedere qualcosa di importante perché non

avvenga il downgrade. Allora, quello che io trovai in quella occasione un po' strano è che in questo credit watch che Standard & Poor's fece tra l'altro non all'Italia, ma a tutti i Paesi dell'Unione Europea...

PRESIDENTE – E quando lo fece?

DICH CANNATA – Il 5 dicembre, se ricordo bene.

PRESIDENTE – Cosa dissero?

DICH CANNATA – Dissero che c'erano tutta una serie di fattori negativi, in particolare, diciamo, per l'Europa, perché era più focalizzato sui problemi della governance europea, del fatto che non c'era una Banca Centrale Europea che potesse risultare l'investitore di ultima istanza, quindi comprare al limite titoli di Stato; che non c'era accordo tra gli Stati su come trovare le soluzioni...

PRESIDENTE – Dell'Italia dissero qualcosa?

DICH CANNATA – Per l'Italia, sull'Italia si innestavano, diciamo, poi i problemi tipici di quel momento, per cui l'accesso al mercato era problematico, c'era una curva dei rendimenti anomala che rischiava di far rendere insostenibile il debito pubblico, più altri fattori strutturali macroeconomici che adesso in dettaglio non ricordo; la grande incertezza politica, perché era stato appena nominato il Presidente Monti, ma c'erano dubbi circa il fatto che sarebbe riuscito ad ottenere tempestivamente il voto positivo dal Parlamento, ad adottare misure sufficientemente forti, eccetera. Tutta una serie di condizioni per cui, in particolare, per l'Italia in questo credit watch, venne stabilito che poteva esserci un downgrade fino a due notch. Allora, uno o due giorni dopo noi avemmo una conference call con gli analisti di Standard & Poor's, che peraltro avevamo programmato già prima, e quindi

eravamo anche, insomma, un po' perplessi.

PRESIDENTE – Chi partecipò a questa riunione?

DICH CANNATA – L'avevamo programmata con gli analisti qualche giorno prima del 5 dicembre. Poi il 5 dicembre uscì questo credit watch, e noi rimanemmo veramente molto...

PRESIDENTE – E chi partecipò alla riunione che ci fu dopo?

DICH CANNATA – Fu una conference call, una teleconferenza.

PRESIDENTE – E parlò lei?

DICH CANNATA – Parlai io, sì.

PRESIDENTE – E poi chi ascoltava?

DICH CANNATA – E chi ascoltava erano sicuramente... guardi, sono abbastanza sicura che fossero – però la mano sul fuoco non ce la metterei a distanza di anni, ma c'erano sicuramente Ehileen Zhang, che era l'analista proprio dell'Italia, Frank Gill e Moritz Kraemer. Loro sono sicura al 99% che fossero presenti.

PRESIDENTE – E per l'Italia lei, per il suo ufficio.

DICH CANNATA – Io e la mia...

PRESIDENTE – De Simone.

DICH CANNATA – Esatto, eravamo noi. E gli domandai: “Questo fino a due notch significa “fino a...”? E da che cosa dipende?”. Dice: “Be’, dipende da tutte queste criticità che noi abbiamo evidenziato. In primis quelle a livello europeo, e poi il nuovo Governo, se riesce ad intraprendere rapidamente le misure che riteniamo necessarie e anche l'accesso ai mercati”. Perché non dimentichiamo che le aste che si sono tenute tra novembre e dicembre di quell'anno, furono fatte a tassi altissimi e, tra l'altro, come si dice in termine tecnico, con una curva invertita, dove cioè i titoli a lungo termine avevano tassi più bassi di quelli a breve. Una situazione da pre-default, considerata dal mercato. Allora,

cosa accadde? Che intanto prima di Natale venne approvata la legge finanziaria, il Governo Monti ricevette la fiducia, venne approvata la fiducia, vennero approvate misure molto pesanti, tra cui la riforma delle pensioni, che insomma, nessuno si attendeva che sarebbe diventata immediatamente operativa, e invece lo fu; la Banca Centrale Europea fece la prima abbondante iniezione di liquidità per il sistema bancario, quindi risolvendo un po' indirettamente la capacità di assorbimento delle nostre aste; e l'asta di fine dicembre, pur avendo registrato ancora tassi alti, però avvenne con una curva regolare, cioè con titoli più brevi che avevano tassi più bassi e titoli più lunghi... un qualche cosa che faceva rientrare il massimo allarme che si era determinato nei due mesi precedenti. Ora, in presenza di questi tre fattori, per me molto significativi, i due notch non ci stavano. Uno ci sarebbe potuto restare, ma due mi sembrava troppo.

PRESIDENTE – Adesso va bene, si è spiegata.

L'alto dirigente del Tesoro, in altre parole, spiega in modo puntuale, chiaro e dettagliato come le “criticità” che erano state evidenziate da S&P's nell'azione di rating del 5/12/2011 in relazione all'Italia non soltanto erano prive di giustificazione a quella data, ma vennero tutte puntualmente rimosse e risolte pochi giorni dopo e, comunque, prima di quel doppio declassamento del 13/1/2012 in cui Standard & Poor's **avrebbe potuto e dovuto** prendere atto del fatto che le criticità evidenziate a dicembre erano state superate dall'Italia, conseguentemente contenendo almeno ad un gradino il decretato *downgrade*: contenimento che invece non si registrò, ad ulteriore riprova di un evidente “pregiudizio” altamente

sintomatico di una volontà di colpire l'immagine ed il prestigio dell'Italia.

Alla data del 13/1/2012 – chiarisce la dr.ssa Cannata – in Italia erano accaduti fatti altamente significativi per una “*deliberazione di rating*”: fatti che – rappresentati dalle circostanze che qui di seguito nuovamente si richiamano – non potevano e non dovevano essere ignorati da un comitato di rating composto da persone competenti, oggettive ed indipendenti che avessero svolto l'attività di analisi e valutazione in sintonia con i dettami del Regolamento europeo 1060/2009; in particolare:

- 1) il nuovo Governo insediatosi a tempo di record (e senza passaggio dalle urne!) aveva ricevuto la “fiducia” dal Parlamento;
- 2) era stata approvata la legge finanziaria;
- 3) il nuovo Governo aveva annunciato riforme strutturali molto pesanti dando immediatamente corso a quella del sistema pensionistico (riforma c.d. Fornero);
- 4) la BCE aveva dato corso alla prima abbondante iniezione di liquidità nell'Eurosistema, così garantendo ai principali istituti di credito nuova liquidità da destinare sia all'acquisto di titoli di Stato che a famiglie ed imprese per rimuovere quella stretta creditizia (*credit crunch*) che frenava la crescita e la ripresa. A riscontro di questa indicazione fornita dall'autorevole teste, si veda il **Bollettino Economico n. 67 del gennaio 2012 della Banca d'Italia** che a pag. 17 rileva: “*L'operazione di rifinanziamento a tre anni della BCE ha parzialmente ridotto le tensioni sui mercati. Le misure di sostegno alla liquidità adottate dalla BCE alla fine di dicembre, contrastando il rischio di una crisi nella capacità di raccolta delle banche, hanno contribuito a ridurre in parte la*

rischiosità percepita. Rispetto ai giorni precedenti l'operazione, i premi sui CDS delle banche dell'area, si sono lievemente ridotti (di circa 20 punti base), mentre i corsi azionari dell'area hanno parzialmente recuperato (circa il 5 per cento)";

- 5) l'asta dei titoli di Stato di fine dicembre aveva avuto un andamento regolare (a differenza di quanto accaduto nei giorni antecedenti) con i titoli a breve scadenza (es. BOT) piazzati a tassi più bassi rispetto ai titoli a lunga scadenza (BTP).

Se, dunque, nonostante questi “fatti” nuovi, della massima rilevanza, S&P's procedette ad un declassamento dell'Italia di ben due gradini portandola a BBB+ era evidente – ragiona l'alto dirigente Cannata con argomentazioni assolutamente logiche, tecnicamente corrette e complessivamente condivisibili – che quell'Agenzia di rating avesse (quanto meno) un pregiudizio forte verso il nostro Paese.

Un “pregiudizio” – ragioniamo noi condividendo le parole della dr.ssa Cannata ma spingendoci oltre, visto quanto complessivamente acclarato in corso di istruttoria – **che nascondeva in realtà una precisa volontà di colpire l'affidabilità creditizia della Repubblica Italiana sui mercati internazionali.**

La riprova di tale “**volontà**” si desume dal fatto che in occasione del declassamento del 13/1/2012, l'Agenzia di rating S&P's – che non poteva non prendere atto che erano intervenuti fattori risolutivi delle criticità rilevate nelle azioni di rating del 19/9/2011 e del 5/12/2011 – “*si focalizzava su nuovi fattori negativi*” (per usare le parole della dr.ssa Cannata, secondo la quale allorché l'Italia risolveva un problema, S&P's subito ne evidenziava un altro) così peraltro violando le prescrizioni di

“coerenza” di cui al Regolamento 1060/2009 e, come si è visto, alimentava la nuova bocciatura dell’Italia con motivazioni/informazioni fondate su dati clamorosamente ed irrefutabilmente FALSI (segnatamente, una elevata titolarità estera del Debito Bancario e Pubblico).

Prosegue, quindi, la dr.ssa Cannata nella sua deposizione:

DICH CANNATA – Se invece andiamo nella sostanza, quello che io ho trovato poco coerente, diciamo, non è una questione di correttezza formale, ma di coerenza del merito, è quello che ho detto prima. Cioè, aver detto nel credit watch che il downgrade poteva arrivare fino a due notch. Nella call di dicembre ci siamo chiariti che quel “fino a...”, voleva dire se non ci sono progressi su nessun fronte...

PRESIDENTE – Invece i progressi ci sono stati.

DICH CANNATA – I progressi io li ho osservati e sono stati il Governo che ha ricevuto la fiducia, l’approvazione della legge finanziaria con misure molto drastiche, gli interventi di iniezione di liquidità della BCE al livello Europeo...

PRESIDENTE – Quindi almeno tre elementi.

DICH CANNATA – E, diciamo, almeno mezzo perché pure la regolarizzazione nella curva dei rendimenti, che ha cominciato a rendere sia pur costose, ma comunque più regolari le nostre aste, questi erano, diciamo, due fattori e mezzo su tre che a mio avviso avrebbero dovuto essere tenuti in conto e non far arrivare, non dico proprio a ritirare il watch, ma potevano giustificare un notch, ma non due. Questa è la mia valutazione.

PRESIDENTE – Quello che ha detto prima.

La **Dirigente Generale del Tesoro dr.ssa Maria Cannata** riferisce della sua incredulità di fronte a quella doppia bocciatura che le fornì la riprova del fatto che S&P's aveva un “*forte pregiudizio*” verso l'Italia e che spiegare agli analisti di quell'Agenzia i passi Avanti fatti dall'Italia non sortiva alcun effetto.

Quella che segue, in estratto, la parte saliente della deposizione della dr.ssa Cannata sul punto specifico che qui rileva.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, sì. Ma voi parlavate con questi di Standard & Poor's?

PRESIDENTE – Ora 'ha detto.

DICH CANNATA – Ma che domanda è, scusi?

PUBBLICO MINISTERO – Siccome lei ha detto che parlare con Standard & Poor's era come parlare al vento, le chiedo, ma voi parlavate...?

AVVOCATO GOLINO – Ma quando?

AVVOCATO ISOLABELLA – C'è opposizione, sono considerazioni suggestive.

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, noi non sappiamo se la teste a lei ha detto: “Parlare con Standard & Poor's è come parlare al vento”. Allora.

PUBBLICO MINISTERO – E infatti voglio sapere se essi si incontravano con gli analisti o con i responsabili di Standard & Poor's.

DICH CANNATA – Ho detto che regolarmente con le agenzie di rating noi ci incontriamo in genere un paio di volte all'anno.

PUBBLICO MINISTERO – Ma vi ascoltate reciprocamente?

DICH CANNATA – Io loro li ascolto.

PUBBLICO MINISTERO – E loro vi ascoltano?

DICH CANNATA – E secondo lei come faccio a dirlo, scusi?

PUBBLICO MINISTERO – Me l’ha già detto, dottoressa Cannata. Me l’ha già detto. Le contesto, pagina 28, penultimo rigo: “Con Standard & Poor’s è come parlare con il vento”. Perché lei dunque dice così?

PRESIDENTE – Usò quella espressione.

PUBBLICO MINISTERO – Ha usato questa espressione. È importante, perché prima ha usato l’espressione che hanno un pregiudizio negativo molto forte, poi che sono ipercritici, poi ha detto che sono stati scorretti, che il comportamento era disdicevole, qui dice che parlare con loro era come parlare con il vento. Ci vuole spiegare?

DICH CANNATA –Perché a me è sembrato che quando noi rappresentavamo i progressi che erano stati fatti, le misure intraprese...Da loro venivano tenuti in pochissima considerazione. Quindi, allora in quel colloquio che noi abbiamo avuto...

PRESIDENTE – Quello che ha detto prima.

DICH CANNATA –io rivesto un ruolo istituzionale, per me parlare al vento vuol dire che noi esponiamo le nostre ragioni, dall’altra parte ci sembra che quello che abbiamo rappresentato...

PRESIDENTE – Non è stato considerato.

DICH CANNATA – Non venga ritenuto in dovuto conto.

PRESIDENTE – Ma questo l’ha già spiegato.

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo. Bene, molto bene.

PUBBLICO MINISTERO – Passiamo alle sommarie informazioni del 15 febbraio 2012. Qui solo una domanda. In Parte, dottoressa,

abbiamo già affrontato questo tema. Qui ci soffermiamo un secondo sui fatti del 13 gennaio 2012, e sull'effetto, sull'impatto che questo tipo di declassamento doppio produsse, insomma, da parte di Standard & Poor's. Che cosa significa fare un downgrade di due gradini?

DICH CANNATA – E' un'azione di rating abbastanza pesante, che si fa solo quando si osserva, di norma, un deterioramento e il realizzarsi di un problema molto, molto grave. In quel caso poi, se ricordo bene, si passò dalla categoria A alla categoria tripla B, che può... che ha le implicazioni sugli investitori istituzionali che abbiamo citato all'inizio.

PUBBLICO MINISTERO – Scusi, dottoressa, ma dicendolo in maniera proprio semplice semplice, un downgrade rende più difficile per il Paese collocare i titoli? Sì o no?

DICH CANNATA – Potenzialmente sì, dipende, ripeto...

PUBBLICO MINISTERO – Perché dice potenzialmente?

DICH CANNATA – Potenzialmente perché, l'ho già detto prima, dipende se è una sola agenzia o se poi tutte le altre seguono oppure no.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, perché all'epoca non disse "potenzialmente sì", ma disse "certamente"?

DICH CANNATA – Perché comunque...

DICH CANNATA – L'ho detto prima, sì, ce l'aveva un peso, perché passare...

PUBBLICO MINISTERO – E siccome la domanda era se un downgrade rende più difficile per il Paese collocare i titoli, la risposta qual è?

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Grazie.

DICH CANNATA – *Indubbiamente sì.*

AVVOCATO GOLINO – *Forse Presidente, un downgrade o quel downgrade? Non ho capito.*

PRESIDENTE – Quello?

DICH CANNATA – Quel...

PUBBLICO MINISTERO – *Senta, ma per quanto riguarda, scusi, mi fa la differenza tra grandi e piccoli investitori? Per esempio, cioè, la differenza di un downgrade per grandi investitori, come ha detto prima i fondi pensione, eccetera, e i piccoli investitori? Così capiamo bene.*

DICH CANNATA – *Allora, piccoli investitori vuole dire, anche non necessariamente...*

PRESIDENTE – *Privato.*

DICH CANNATA – *Privati, ma soggetti che non hanno una struttura interna, tale che può formularsi un giudizio analizzando le condizioni di un emittente in maniera autonoma. Perché non sono sufficientemente... ed è per questo che...*

PUBBLICO MINISTERO – *Non sono sufficientemente...?*

DICH CANNATA – *...non sono sufficientemente...*

PUBBLICO MINISTERO – *Attrezzati.*

DICH CANNATA – *Attrezzati, per poter fare autonomamente una valutazione in quei termini.*

PUBBLICO MINISTERO – *Benissimo.*

DICH CANNATA – *Ed è per questo, soprattutto a tutela di questi investitori, che la regolamentazione attribuisce un peso alla indicazione sintetica formulata dalle agenzie di rating. Allora, per questi il peso di una azione di rating è sicuramente molto maggiore rispetto ai grandi che hanno una maggiore autonomia*

di potersi fare internamente uno staff in grado di fare una valutazione autonoma.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi è sui piccoli che si risente il danno maggiore?

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO –.....Senta, vogliamo parlare e spiegare al Tribunale, in relazione ai prestiti che vengono richiesti dalle banche presso la BCE, i titoli offerti in garanzia, i collaterali, devono avere un certo rating? Cioè, è importante il rating?

DICH CANNATA – Sì, e devono essere almeno investment grade, che significa doppia B più (BB+).

PUBBLICO MINISTERO – Doppia B.

DICH CANNATA – Eh no, scusi, tripla B meno (BBB-), scusi.

PUBBLICO MINISTERO – Tripla B meno (BBB-). Cioè, ce la facciamo ancora con il nostro punteggio ad andare alla BCE.

DICH CANNATA – Sì.

A restare esterrefatto dinanzi a quel doppio declassamento dell'Italia del 13/1/2012 fu anche l'allora Capo Economista OCSE, attuale Ministro dell'Economia e Finanze **prof. Pier Carlo Padoan** che, all'udienza del 10/12/2015, è stato escusso come teste del P.M.

L'autorevole teste è stato esaminato in dibattimento in relazione al contributo informativo da lui fornito nell'ambito del presente procedimento penale poiché autore di una forte reazione al declassamento della Repubblica Italiana decretato da S&P's il 13/1/2012: reazione

raccolta dal Corriere della Sera nell'intervista da lui concessa al giornalista economico Federico Fubini.

A seguito di una serie di eccezioni articolate dalla difesa degli imputati e volte a sbarrare la strada alla deposizione del Ministro Padoan (eccezioni confutate dal Tribunale con apposita ordinanza cui qui si rinvia), quest'ultimo ha reso l'esame dibattimentale.

Ha riferito in ordine alle funzioni esercitate prima di ricoprire la carica di Ministro dell'Economia presso l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), organismo internazionale che svolge analisi economico finanziarie ed i cui dati risultano tra quelli menzionati nel Comunicato del Tesoro del 21/5/2011 specificamente richiamato nell'imputazione del presente processo.

Il Ministro Padoan ha spiegato che (testuale dal verbale di udienza del 10/12/2011):

“l'OCSE è una organizzazione internazionale.....che svolge una funzione di analisi, monitoraggio e consulenza su praticamente tutti i temi della politica economica e sociale. Tra l'altro è una delle organizzazioni internazionali che fornisce lavoro di supporto continuo al G20, cosa che tra l'altro mi ha impegnato personalmente durante la mia permanenza all'OCSE.... l'OCSE tra le sue attività produce previsioni macroeconomiche per i singoli Paesi, per la zona dell'Euro, per l'OCSE nel suo complesso e anche per Paesi non membri dell'OCSE”.

Alla domanda del P.M. sulle fonti che alimentano analisi e previsioni macroeconomiche dell'OCSE il Ministro Padoan ha risposto:

“...Direi sulle fonti che normalmente tutte le istituzioni internazionali e anche i revisori individuali lavorano, e quindi le statistiche ufficiali, alcune delle quali sono statistiche prodotte dall’OCSE, le statistiche nazionali, le statistiche finanziarie e quant’altro... L’OCSE è organizzato in svariate direzioni, ciascuna delle quali si occupa di un settore specifico, in particolare le previsioni macroeconomiche sono curate dal dipartimento economico, di cui io ero a capo in quanto capo economista che, per quanto mi consta fino ad adesso, continua ad essere il principale luogo di elaborazione macroeconomica dell’OCSE...Le informazioni relative a ciascun Paese che viene monitorato dall’OCSE sono direttamente eseguite dai desk, cioè dagli uffici e dai team preposti a seguire un particolare Paese...le analisi, le previsioni, i dati macroeconomico elaborati dagli uffici OCSE sono soggetti a pubblicazione con vari veicoli. Ci sono due rapporti semestrali, ci sono dei rapporti intermedi e ci sono informazioni che sono utilizzate non dal Dipartimento dell’economia, ma da altre direzioni dell’OCSE, che vengono incorporate nelle pubblicazioni che l’OCSE produce. L’OCSE produce una quantità molto importante di pubblicazioni, direi un rapporto al giorno, più o meno, e quindi è chiaro che ci sono informazioni che all’interno dell’organizzazione poi sono scambiate tra le diverse direzioni”.

Con riguardo al tema del downgrade del 13/1/2012 e dell’intervista da lui rilasciata a Fubini, pubblicata il 15.1.2012 sul Corriere della Sera (l’articolo è stato acquisito all’incarto dibattimentale ed ad esso qui si rinvia), intitolata **“Capo economista OCSE: Se il Governo ha fatto progressi perché togliere all’Italia due gradini? Padoan: un intervento che esaspera la crisi, proprio mentre si lavora per superarla”**, il teste ha

detto di confermare quelle sue dichiarazioni.

Su quel doppio declassamento il prof. Padoan ha, quindi, dichiarato:

“Mi sorprese sì, perché se da una parte non sorprende il declassamento assegnato se non mi ricordo male a molti Paesi della zona Euro in un momento molto delicato della crisi dell’Euro, mi sorprende il doppio declassamento all’Italia, in un momento nel quale il nuovo Governo, presieduto dal professore Monti, Senatore Monti, stava mettendo in atto misure a mio giudizio molto importanti e che si sarebbero rilevate efficaci nell’affrontare una situazione di estrema delicatezza dell’economia italiana e quindi in grado di invertire una tendenza di fragilità crescente che si stava manifestando in Italia. Quindi, diciamo, la direzione della politica economica andava verso, se posso così dire, un andamento positivo, favorevole, mentre il giudizio di doppio declassamento evidentemente esprimeva una valutazione di segno opposto...Un Paese va nella direzione dell’aggiustamento, quindi una cosa che potrei definire virtuosa; la valutazione che viene data invece va nella direzione opposta”.

Si è pure chiesto al Ministro di spiegare al Tribunale il concetto della **prociclicità delle informazioni ai mercati finanziari** da parte delle agenzie di rating.

Ha spiegato il Ministro prof. Padoan che *“La prociclicità è un fenomeno in base al quale un andamento di una determinata variabile, che dovrebbe tornare indietro, viene invece spinto sempre nella stessa direzione, quindi si amplificano le oscillazioni cicliche. Questo vuol dire*

pro ciclicità....notavo, ma non semplicemente riguardo a quell'episodio, ma in generale, che spesso le valutazioni, o meglio le variazioni delle valutazioni da parte di agenzie di rating in generale, erano di natura prociclica e cioè, a fronte di un andamento di una variabile in meglio o in peggio, il giudizio espresso dalle agenzie di rating in generale spesso presentava caratteristiche di pro ciclicità.. cioè vuol dire che se una cosa andava bene, l'agenzia di rating diceva: "Le cose vanno bene"; e questo amplificava l'andamento apparentemente positivo...Se le cose andavano male, un giudizio negativo dell'agenzia di rating peggiorava la situazione.... Questa è la prociclicità, amplificare".

Meritano di essere qui richiamate le ultime risposte fornite dal Ministro Padoan al P.M. che gli ha chiesto se quelle dichiarazioni rilasciate a Fubini esprimessero anche il punto di vista dell'OCSE e del suo segretario generale e se il generalizzato declassamento della zona Euro potesse qualificarsi come "**attacco**" all'Europa da parte dell'agenzia S&P's.

PUBBLICO MINISTERO –Ascolti, signor Ministro, la sua valutazione... lei conferma quella intervista resa a Fubini?

DICH PADOAN - La confermo.

PUBBLICO MINISTERO – Grazie. La sua valutazione di quel declassamento, o comunque quello che lei dichiarò da capo economista OCSE al giornalista Fubini è stato da lei condiviso con il segretario generale dell'OCSE?

DICH PADOAN - Come credo di aver detto già...

PUBBLICO MINISTERO – Il Tribunale non lo sa questo.

DICH PADOAN – Non ho condiviso ex ante. Cioè, quella intervista mi fu richiesta, adesso poi ho ricordato un po' meglio, durante il

weekend e gli ho concesso questa intervista telefonica, io stavo ovviamente a Parigi, non ho in misura preventiva chiesto autorizzazione al segretario generale perché non era mia abitudine né... e le mie facoltà, d'altra parte, mi consentivano di fare dichiarazioni indipendenti. In ogni caso, i concetti che ho espresso in quella intervista e altri concetti sono stati confermati dal segretario generale sia in privato, sia in occasioni pubbliche.

PUBBLICO MINISTERO – Bene, un'ultima domanda. Lei prima ha spiegato, Ministro, che questo downgrading generalizzato della zona Euro, ci furono sei Paesi che furono, diciamo, coinvolti oltre l'Italia, oggettivamente indeboliva la capacità di risposta, diciamo, dell'area Euro. Sotto questo profilo, lei potrebbe definirlo questo tipo di downgrading generalizzato un attacco alla area Euro?

DICH PADOAN - La parola “attacco” implica una volontà di danneggiare. Non mi esprimo in questo senso, rilevo che un downgrade di sei Paesi produce effetti di indebolimento. Se posso specificare perché, c'è una ragione tecnica, una delle capacità di risposta della allora zona Euro, più debole di quella di oggi, era la capacità di intervento dell'EFSF, cioè del cosiddetto Fondo Salva Stati. La capacità di EFSF di intervenire finanziariamente era a sua volta dipendente dal rating che l'EFSF aveva, perché questo gli permetteva di andare sul mercato a raccogliere risorse, se necessario. Il downgrade indeboliva oggettivamente la capacità dell'EFSF, cioè del Fondo Salva Stati, di finanziarsi sui mercati. Oggettivamente c'era un indebolimento, un danneggiamento, per così dire, della capacità dell'area Euro di rispondere alla crisi.

Ancora qualche riflessione con riguardo al profilo di addebito relativo alla incoerenza delle motivazioni del doppio declassamento del 13/1/2012.

Detto secondo profilo di addebito rispecchia fedelmente una serie di censure che la CONSOB, nella Nota Tecnica del 9/2/2012, evidenzia con riguardo a quell'azione di rating decretata in violazione di una serie di norme del Regolamento europeo 1060/2009:

"L'analisi delle motivazioni addotte per il *downgrading* del rating del debito sovrano dell'Italia del 13 gennaio 2012, messe a confronto con quelle delle precedenti decisioni adottate da S&P'S il 20 maggio e il 19 settembre 2011, sembra indicare **un'applicazione non sistematica e continuativa dei criteri alla base del rating.** Desti infatti particolari perplessità il fatto che un fattore quale quello esterno venga considerato fondamentale il 13 gennaio 2012 per un declassamento del rating della Repubblica Italiana di 2 notches, mentre nel precedente *downgrade* del 19 settembre 2011, S&P'S precisava che lo stesso non aveva invece contribuito alla decisione (*"The scores relating to the other elements of our methodology - economic structure, external, and monetary -did not contribute to the downgrade"*)".

Nel corso dell'udienza del 19/11/2015, il Presidente della CONSOB Vegas ha ricordato che un'Agenzia di rating, secondo il Regolamento europeo, *"..Adotta tutte le misure necessarie affinché le informazioni che*

usa ai fini dell'assegnazione di un rating, siano di qualità sufficiente, provengano da fonti affidabili....Un'agenzia di rating del credito utilizza metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi i test...”.

Quello che il Presidente Vegas riferisce in sede di deposizione testimoniale rimanda alle puntigliose censure mosse all'azione di rating del 13/1/2012 nella più volte richiamata **Nota Tecnica del 9/2/2012** predisposta dalla Divisione Mercati (Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating, Analisi Finanziaria) che affronta la questione al **paragrafo 2.2** che qui di seguito, per comodità di lettura, si riporta testualmente (con sottolineature operate dallo scrivente solo per evidenziare i passi salienti e maggiormente significativi).

2.2 Motivazioni dei downgrade di S&P'S del 13 gennaio 2012

S&P'S ha diffuso, nella serata del 13 gennaio, una press release con la quale ha fornito le motivazioni di carattere generale dei 9 downgrading pronunciati nonché degli *Outlook* negativi (cfr. all. 1). Nelle ore successive l'agenzia di rating ha diffuso singole press releases per ogni Paese interessato dalla decisione (per l'Italia, cfr. all. 2) nonché un documento con le risposte alle possibili domande degli investitori (FAQ)(cfr. all. 3).

Tra le motivazioni di carattere generale, S&P'S ha evidenziato che le decisioni di rating sono state determinate, principalmente, dalla valutazione che le politiche poste in essere dai Governi europei e dalle altre istituzioni politiche europee nelle ultime settimane possono risultare insufficienti a fronteggiare pienamente la situazione di crisi

nell'Eurozona, dovuta ai seguenti aspetti: (i) stretta nelle condizioni di credito; (ii) un innalzamento del premio per il rischio di un vasto gruppo di emittenti dell'Eurozona; (iii) un simultaneo tentativo di ridurre l'indebitamento sia da parte dei Governi che delle famiglie; (iv) un indebolimento delle prospettive di crescita economica; (v) un'aperta e troppo prolungata disputa tra i Governi europei sull'approccio migliore per fronteggiare la crisi.

In particolare, S&P'S ha ritenuto **insufficienti i risultati raggiunti dopo il summit europeo del 9 dicembre 2011**, valutando che i relativi accordi politici non hanno garantito sufficienti risorse aggiuntive o flessibilità operativa tali da sostenere quei paesi dell'Eurozona maggiormente sottoposti alla pressione dei mercati. Inoltre, l'agenzia ha ritenuto che le misure poste in essere, essenzialmente centrate sul risanamento di bilancio, possano risultare controproducenti, in quanto deprimerebbero ulteriormente la domanda interna. Per tali ragioni, S&P'S ha ridotto il cd. parametro "politico" ("*political score*") del proprio sistema di valutazione del rating riferito ai Paesi coinvolti dal giudizio.

Inoltre, S&P'S ha ritenuto che i costi di rifinanziamento possano rimanere elevati per alcuni Paesi e che la disponibilità di credito e la crescita economica possano subire un'ulteriore decelerazione. Pertanto, l'agenzia ha ridotto anche un ulteriore parametro, cd. "esterno" ("*external score*", o "*external liquidity score*") per quei Paesi che considera più a rischio di rallentamento dell'economia e di peggioramento delle condizioni di finanziamento, per esempio in quanto maggiormente dipendenti dal finanziamento da parte di investitori esteri.

S&P'S ha invece **mantenuto stabile** il cd. parametro "monetario" ("**monetary score**") ritenendo gli interventi della BCE efficaci nel garantire l'afflusso di liquidità al sistema bancario a costi contenuti. Anche il parametro "**struttura dell'economia**" viene **mantenuto stabile**.

L'agenzia ha inoltre **mantenuto** il livello di rating costante per quei Paesi dell'Eurozona considerati più solidi alla luce sia della loro posizione piuttosto forte nei confronti dell'estero sia del basso **livello di debito** del settore pubblico e di quello privato.

Pertanto, dei 5 parametri considerati dall'agenzia di rating nelle proprie metodologie, ai fini della valutazione dei rating sul debito sovrano (politico, esterno, monetario, livello di indebitamento e struttura dell'economia), **solo** quello **politico** e quello **esterno** sono stati **ridotti e sono stati quindi alla base** delle varie decisioni di **downgrading**.

* * *

I fattori specificamente alla base del downgrading dell'Italia da parte di S&P'S **differiscono in parte da quelli indicati** nella **press release generale** relativa al declassamento di tutti e 9 i Paesi europei.

Infatti, nel caso dell'Italia il declassamento del parametro "politico" non è stato alla base della decisione di downgrading, come invece era avvenuto nel precedente declassamento avvenuto il **19 settembre 2011 (da A+ ad A)**, in cui ad incidere erano stati il fattore politico e quello dell'elevato indebitamento. S&P'S ha valutato, al riguardo, che il peggioramento del fattore politico in ambito europeo, vista l'inefficacia delle politiche e delle scelte adottate nelle ultime settimane, sia stato compensato dal miglioramento del fattore politico

in ambito nazionale, avvenuto grazie al nuovo Governo tecnico che ha mostrato una più forte capacità di formulare ed implementare politiche economiche tali da fronteggiare la crisi (benché essa debba essere messa alla prova nel prossimo futuro con riguardo all'adozione dei provvedimenti tali da stimolare la crescita). Per tali ragioni, il fattore politico è stato mantenuto inalterato per l'Italia.

Il fattore negativo che invece, secondo S&P'S, ha inciso sul *downgrading* dell'Italia, è costituito dalla forte dipendenza da investitori esteri nel finanziamento (in particolare quello a breve termine) sia del settore pubblico sia del settore bancario. Al riguardo, dati della Banca dei Regolamenti Internazionali mostrano, secondo l'agenzia, una marcata e prolungata riduzione dei finanziamenti delle banche estere nei confronti di debitori italiani, il che potrebbe incidere sulla capacità futura di rifinanziare il proprio debito e, di conseguenza, determinare un incremento del costo del finanziamento per il settore pubblico e il settore bancario, e/o una riduzione delle scadenze di tali debiti. Tali elementi hanno prodotto, secondo S&P'S, un peggioramento del fattore esterno, che giustifica il declassamento del rating di 2 *notches*, **da A a BBB+**.

Ciò sarebbe in parte dimostrato — come evidenziato dall'analista primario dei rating sovrani europeo di S&P'S, Moritz Kraemer, in una *conference call* tenuta con gli investitori il pomeriggio del 14 gennaio — dalla recente riduzione dei costi del debito pubblico principalmente per le emissioni di titoli di Stato a scadenza più breve, mentre tale riduzione è stata molto più modesta per le emissioni a più lunga scadenza. Ciò determinerà, per S&P'S, un maggior ricorso alle emissioni a breve

scadenza, rendendo tuttavia in tal modo la struttura del debito pubblico italiano più sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

Orbene, sospendiamo momentaneamente l'analisi della Nota Tecnica per svolgere qualche riflessione analizzando nuovamente il testo inglese della motivazione del declassamento del debito sovrano della Repubblica Italiana (testuale dal report e poi testuale dalla traduzione in italiano predisposta da S&P's):

“The downgrade reflects what we see as Italy’s increasing vulnerabilities to external financing risks, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt. It is our view that depending political, financial, and monetary problems within the Eurozon are exacerbating the external funding constraints on the Italian public and private sectors.

Tradotto in lingua italiana da S&P's;

“Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario. L'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'Eurozona sta esacerbando, a nostro avviso, i vincoli ai finanziamenti di finanziamento estero sui settori pubblico e privato dell'Italia”.

Dunque, secondo S&P's la crescente vulnerabilità dell'Italia che determina il “declassamento” di n. 2 gradini è determinata dalla (testuale

dalla traduzione fornita proprio da S&P's) "elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario".

Ma cosa si intende per "*financial sector debt*", cioè per "*debito del settore finanziario*"?

Secondo la CONSOB quella "*elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario*" (*the high foreign ownership of its government and financial sector debt*) di cui parla S&P's è la (testuale dalla Nota Tecnica CONSOB) "*forte dipendenza da investitori esteri nel finanziamento sia del settore pubblico sia del settore bancario*": ergo, per la CONSOB se il "*government sector debt*" identifica il debito "del settore pubblico" o debito pubblico/governativo, il "*financial sector debt*" identifica il debito del "del settore bancario".

Rileggiamo nuovamente la mail di Panichi a Zhang e Kraemer:

"Ciao Ehileen e Moritz,

Ho provato a chiamarvi entrambi.

Ho qui il RU sull'Italia e vedo una frase, all'inizio, dove dite: "Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi legati ai finanziamenti esteri, dato l'elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri".

Ehileen, ieri non mi hai letto quella frase e non è corretto dire che vi è un elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri. In realtà è proprio il contrario: uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il limitato ricorso ai finanziamenti esteri e wholesale.

Per favore togliete il riferimento alle banche!

Grazie"

Da questa chiarissima mail di Renato Panichi si comprendono due cose:

- 1) che per “elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri” si intendeva un elevato livello di debito del settore bancario italiano detenuto da soggetti stranieri”; il settore finanziario è, cioè, il settore bancario (“*per favore togliete il riferimento alle banche*”): esattamente come viene interpretato dalla CONSOB nella summenzionata Nota Tecnica;
- 2) che in realtà, la situazione della Repubblica Italiana era “*esattamente contraria*” a quella descritta nel documento di declassamento stilato dagli imputati Zhang e Kraemer posto che “*uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il limitato ricorso ai finanziamenti esteri e wholesale. Per favore togliete il riferimento alle banche!*”

Ciò dimostra come – a prescindere dalle criticità rilevate dalla CONSOB nelle metodologie seguite da S&P’s nell’elaborazione e diffusione di rating sulla Repubblica Italiana (criticità che, di fatto, integrano Violazioni del Regolamento 1060/2009) – è **la assoluta falsità ed infondatezza dei dati informativi** di S&P’s del 13/1/2012 sulla Repubblica Italiana a venire in evidente rilievo: una INFONDATEZZA CLAMOROSA che, pur “smascherata” dall’analista responsabile del Bank Team Renato Panichi, viene ignorata dagli analisti Zhang e Kraemer (e del loro superiore Harrison, che pertanto avalla) che deliberano un downgrade addirittura doppio.

Ma riprendiamo l’esame della Nota Tecnica della CONSOB in relazione al downgrade del 13/1/2012 ed alle censure inerenti la coerenza delle metodologie seguite dagli analisti.

2.3 I profili di possibile violazione del Regolamento n. 1060/2009

a. La diffusione di rumors nella giornata del 13 gennaio 2012

OMISSIS

b. La coerenza nell'applicazione delle metodologie

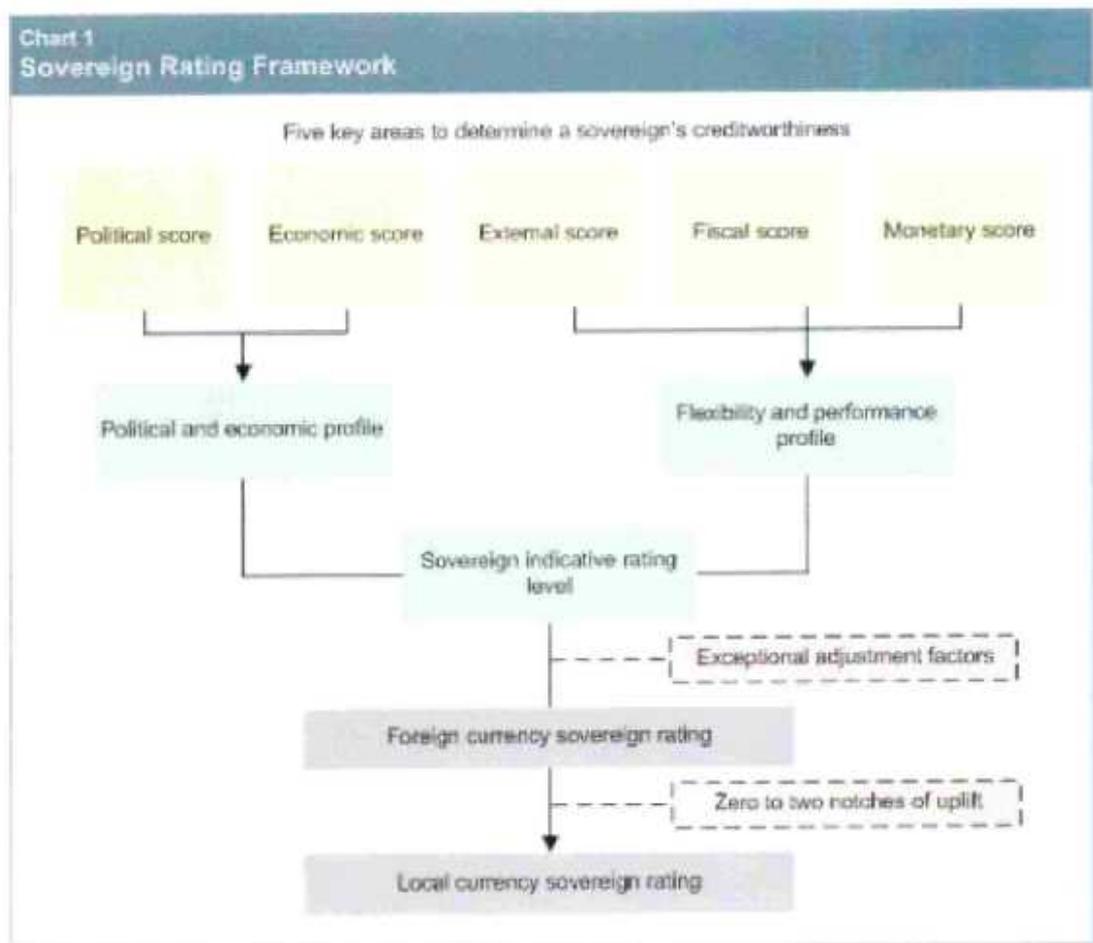
Con riferimento alle **metodologie** si osserva, in primo luogo, che il 30 giugno 2011 S&P'S ha adottato una nuova versione ("Sovereign government rating methodology and assumptions") che prevede l'assegnazione di un punteggio da 1 (migliore valutazione) a 6 (peggiore valutazione) per 5 key areas (fattore politico, esterno, monetario, livello di indebitamento e struttura dell'economia). Il punteggio è assegnato sulla base di una serie di fattori quantitativi e qualitativi sinteticamente descritti nel documento reso pubblico ai sensi della normativa vigente. Sulla base del punteggio assegnato ai cinque parametri S&P'S determina il proprio giudizio di merito creditizio dell'entità valutata (cfr. all. 4).

I fattori "politico" e "struttura dell'economia" congiuntamente riflettono la valutazione dell'agenzia di rating in merito all'elasticità dell'economia di un Paese, alla forza e alla stabilità del governo e all'efficacia delle proprie decisioni. La media dei punteggi riportati da tali fattori determina il valore attribuito al "*political and economic profile*".

I fattori "esterno", "monetario" e "livello di indebitamento" congiuntamente riflettono l'opinione di S&P'S in merito alla

sostenibilità del debito e dell'equilibrio fiscale, tenuto conto della posizione esterna del Paese e della flessibilità fiscale e monetaria. La media dei valori assegnati a tali fattori determina il valore attribuito al *'flexibility and performance profile'*.

CONSOB



Sulla base dei valori attribuiti al *"political and economic profile"* e al *'flexibility and performance profile'* viene determinato un livello indicativo di rating³. Di seguito si riporta la tabella sulla base della quale viene determinato il livello indicativo del rating tenuto conto dei valori

medi del "*political and economic profile*" e del "*flexibility and performance profile*".

³ Quest'ultimo valore può essere successivamente modificato per tenere conto di situazioni specifiche (ad es. eventi naturali catastrofici, accesso ai finanziamenti del FMI, conflitti interni congiunti ad **un** elevata spesa per interessi, ecc.) al fine di determinare il rating da assegnare all'entità valutata.

Table 2
Indicative Rating Levels From The Combination Of (1) The Political And Economic Profile With (2) The Flexibility And Performance Profile

		Political and economic profile										
Flexibility and performance profile	Category	Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor
Category	Score	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
Extremely strong	1 to 1,7	aaa	aaa	aa+	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Very strong	1,8 to 2,2	aaa	aa+	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Strong	2,3 to 2,7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderately strong	2,8 to 3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermediate	3,3 to 3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderately weak	3,8 to 4,2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Weak	4,3 to 4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Very weak	4,8 to 5,2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremely weak	5,3 to 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

Al riguardo si osserva innanzitutto che la decisione del 13 gennaio 2012 di un declassamento del rating della Repubblica Italiana di 2 notches (da A a BBB+), è stata determinata da una variazione sostanziale del parametro "flexibility and performance profile"(media dei valori assunti dai fattori "esterno", "monetario" e "livello di indebitamento").

In quest' ambito, come evidenziato in precedenza, la rating action sarebbe, in ultima analisi, riconducibile essenzialmente al peggioramento del solo fattore esterno ("external liquidity score"), che consiste nel rischio che possa verificarsi nel prossimo futuro un minor afflusso di finanziamenti esteri al settore pubblico e al settore bancario italiano. Tale fattore avrebbe subito, nel caso della Repubblica

Italiana, una variazione negativa tanto marcata da determinare, a parità degli altri fattori, una sensibile diminuzione del "flexibility and performance profile" e, di conseguenza, del rating sovrano (nella misura di ben due notches). Per ciò che attiene alla corretta presentazione delle informazioni utilizzate per la decisione (e quindi sulla fonte dei dati utilizzati a supporto di tale decisione in merito al fattore esterno) si rinvia al successivo par. 3.3.

Al riguardo, il confronto tra le motivazioni del downgrading dell'Italia del 13 gennaio u.s. e quelle dei precedenti cambiamenti dell'Outlook e del rating sul debito sovrano italiano (avvenuti rispettivamente il 20 maggio e il 19 settembre 2011) evidenzia una parziale incoerenza di tali motivazioni. Infatti, mentre nei precedenti giudizi il downgrading e il cambiamento di Outlook avevano alla base fattori legati all'elevato debito pubblico dell'Italia e alla situazione politica confusa e di stallo quanto a capacità decisionale, il downgrading del 13 gennaio u.s. pone invece l'accento soprattutto su fattori legati alla maggiore difficoltà dello Stato e del sistema bancario italiano ad ottenere finanziamenti da investitori esteri, da cui essi sono fortemente dipendenti. Questo potrebbe accrescere, secondo S&P'S, il costo del debito più a lungo termine o ridurre la scadenza media.

Tale motivazione non era stata tuttavia mai menzionata nei due citati report di S&P'S sul debito sovrano italiano **del maggio e del settembre 2011.** Solo nel Report del 5 dicembre 2011 — con cui 15 Paesi dell'Eurozona erano stati posti sotto revisione per un possibile downgrading — il fattore "esterno" viene menzionato per la prima volta, individuato tuttavia in termini generali per tutti i Paesi coinvolti

dell'Eurozona, e senza che venisse analizzato, in tali Report, come tale fattore potesse incidere sul rating del debito sovrano italiano e determinarne il declassamento. Inoltre, come detto, i 2 fattori che avevano determinato i precedenti declassamenti (i.e. quello politico e quello dell'elevato indebitamento) non vengono considerati rilevanti ai fini del *downgrading* dell'Italia del 13 gennaio 2012⁴.

L'analisi delle motivazioni addotte per il *downgrading* del rating del debito sovrano dell'Italia del 13 gennaio 2012, messe a confronto con quelle delle precedenti decisioni adottate da S&P'S il 20 maggio e il 19 settembre 2011, sembra indicare un'applicazione non sistematica e continuativa dei criteri alla base del rating. Desta infatti particolari perplessità il fatto che un fattore quale quello esterno venga considerato fondamentale il 13 gennaio 2012 per un declassamento del rating della Repubblica Italiana di 2 notches, mentre nel precedente *downgrade* del 19 settembre 2011, S&P'S precisava che lo stesso non aveva invece contribuito alla decisione (*"The scores relating to the other elements of our methodology - economic structure, external, and monetary - did not contribute to the downgrade"*).

Peraltro, anche nel Report del 5 dicembre 2011 — in cui il fattore esterno viene per la prima volta menzionato tra le motivazioni di un possibile *downgrading* — non viene data una spiegazione sufficientemente dettagliata su come tale fattore possa incidere su un eventuale *downgrading*, ma ci si limita a riportare, in termini generali per tutti i Paesi, che *"Our analysis of "external liquidity" will focus on the borrowing requirements of both eurozone governments and banks"*.

A questo proposito, si evidenzia l'opportunità di esaminare la coerenza dell'applicazione della metodologia di S&P'S sia tramite confronti temporali che tramite confronti tra i diversi Paesi dell'area Euro.

Sulla base degli elementi sopra esposti, si segnalano quindi all'E.S.M.A. le suddette attività poste in essere da S&P'S nell'elaborazione dei rating diffusi il 13 gennaio 2012 su vari Paesi europei e in particolare sull'Italia, al fine di verificare il rispetto dell'art. 8, par. 3 del Regolamento n. 1060/2009 — secondo il quale *"Un'agenzia di rating del credito utilizza metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi"* — e delle relative misure di attuazione emanate dell'E.S.M.A. e, in precedenza, dal CESR. In particolare, l'E.S.M.A. ha chiarito, in attuazione della suddetta norma regolamentare, che le metodologie di rating, i relativi modelli analitici, le assunzioni chiave alla base del rating e i criteri devono essere applicati in modo sistematico nella formulazione di tutti i rating relativi a una data classe di attività o a un segmento di mercato, salvo che non vi sia una ragione obiettiva per discostarsi da essi⁵.

⁴ Peraltro, è opportuno evidenziare che il giudizio di rating di S&P'S sull'Italia, basato sulle citate motivazioni, avviene praticamente pochi giorni dopo lo svolgimento di un'asta sui titoli di Stato italiani (BOT e BTP) che ha visto ridursi notevolmente i tassi di rendimento dei titoli a breve termine ma anche, seppur in misura inferiore, dei titoli con scadenze medio-lunghe. Inoltre, il suddetto declassamento potrebbe determinare un incremento dei tassi di interesse dei titoli di stato italiani a parità di scadenze, rendendo sempre più difficoltoso reperire

finanziamenti esterni, e quindi di fatto avverando le previsioni dell'agenzia di rating.

c. La corretta indicazione delle fonti utilizzate per preparare il rating

Nel Report del 13 gennaio sull'Italia, S&P'S ha citato, tra le fonti informative alla base del rating, i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (o Bank for International Settlements, o BIS "*Looking at BIS data, we note a marked and sustained decline in foreign banks' claims on Italian borrowers*"). I dati esaminati, come detto, mostrerebbero, secondo l'agenzia, una riduzione di tali finanziamenti esteri nei confronti dell'Italia, il che potrebbe incidere sulla capacità futura di rifinanziare il proprio debito e, di conseguenza, determinare un incremento del costo del finanziamento per il settore pubblico e il settore bancario, e/o una riduzione delle scadenze di tali debiti.

Prescindendo dall'entrare nel merito dalle valutazioni espresse da S&P'S con riferimento all'evoluzione dei dati analizzati, tuttavia si osserva quanto segue:

- il riferimento ai dati della Banca dei Regolamenti Internazionali è troppo generico: tale istituto infatti elabora e pubblica su base trimestrale un ampio *set* di informazioni sul sistema bancario internazionale. S&P'S non include né descrive all'interno del proprio Report la tipologia e la natura di tali dati, cosicché per i lettori e utilizzatori del rating non è possibile

- comprendere e stimare l'impatto degli stessi sul *downgrading*, anche al fine di valutare le argomentazioni addotte da S&P'S;
- i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali sono pubblicati entro 120 giorni dalla fine del primo mese successivo al trimestre al quale si riferiscono. Pertanto, alla data del 13 gennaio 2012, erano solo disponibili i dati al II trimestre del 2011, che tuttavia risultano anteriori alla fase di crisi finanziaria più acuta nell'UE. Inoltre, **il fatto che i dati citati non vengano rappresentati nel Report non consente di comprendere se S&P'S disponeva di dati della BIS differenti da quelli pubblici.**

Informazioni più puntuali in merito alla natura dei dati della Banca dei Regolamenti Internazionali citati ed esaminati avrebbero senz'altro rappresentato un'utile indicazione, nello spirito della regolamentazione europea vigente, per gli analisti. Questi ultimi infatti, analizzando il *trend* di tali dati anche per altri Paesi, avrebbero potuto formulare scelte di investimento più precise. L'importanza indicata, per la decisione di *downgrading*, del fattore "esterno", anche in considerazione della variazione dei summenzionati dati, avrebbe quindi meritato un'indicazione più precisa delle fonti esaminate.

In proposito, si segnalano quindi all'E.S.M.A. le modalità con cui S&P'S ha indicato, nel Report sull'Italia del 13 gennaio 2012, le fonti informative utilizzate per preparare il rating, al fine di verificare il rispetto delle misure indicate nell'Ali. I, sez. D, par. 2, lett a) del Reg. n. 1060/2009⁶.

- d. **Eventuale operatività di analisti e altri soggetti che hanno partecipato alle attività di rating**

OMISSIS

- e. **Ulteriori osservazioni**

Infine, un ulteriore aspetto di criticità che si intende segnalare è il fatto che S&P'S abbia diffuso congiuntamente giudizi di *downgrading* su ben 9 Paesi dell'Eurozona. Tale comportamento, anche se non appare violare alcuna nonna, ha verosimilmente avuto l'effetto di contribuire ad **amplificare l'impatto** sul "sistema euro", **dando agli investitori l'impressione** di un peggioramento generalizzato in tale area, anche se (come detto prima) le motivazioni che hanno determinato il *downgrading* dei vari Paesi sono almeno in parte diverse.

Al riguardo, anche in considerazione degli effetti che tali decisioni possono avere sulle scelte di investimento di vari soggetti (ad es. *asset manager*, compagnie di assicurazione e altri investitori istituzionali) può risultare opportuno proporre — nell'ambito della discussione attualmente in corso della nuova proposta di Regolamento sulle agenzie di rating (cd. CRA3) — l'introduzione di **misure finalizzate ad evitare tali decisioni (collettive)**, che spesso sono meno supportate a livello di motivazioni rispetto a singole *rating action*, mentre possono avere un impatto molto accentuato sui mercati o sui titoli coinvolti.

Dai dati fin qui raccolti è possibile affermare che al di là di criteri e metodologie di calcolo adottate o adottabili da S&P's, fosse comunque:

- 1) **falso** il **dato informativo** – rappresentato il **13/1/2012** da S&P's ai Mercati quale motivazione del doppio declassamento dell'Italia – di una **elevata (high) titolarità estera del debito del settore bancario italiano**, essendo invece detta titolarità **bassa (tra il 15 ed il 20% del totale)**;
- 2) **prevedibile in termini di assoluta certezza** da S&P's (analisti e manager apicali) che **quel dato informativo falso** sulla titolarità estera del debito del settore bancario italiano (***notizia price sensitive*** poiché costituente motivazione del doppio downgrade dell'emittente Repubblica Italiana, ergo concretamente idonea a provocare un deprezzamento dei titoli italiani) **fuorviasse** e **disorientasse** il Mercato e gli Investitori, **proprio come era accaduto al Panichi** che, proprio per tale ragione – ha poi spiegato in udienza – aveva richiesto ai colleghi (“anche considerate le condizioni del mercato”) di rimuovere quel riferimento alle banche, trattandosi di un dato informativo **“contrario” alla realtà bancaria italiana**;
- 3) **consapevole e deliberata** (quindi **dolosa**) **la scelta di S&P's** (analisti e manager apicali) **di dare corso comunque alla pubblicazione in data 13/1/2012** di quel **dato informativo falso** (sulla elevata titolarità estera del debito del settore bancario italiano) avendo avuto S&P's sia **tempestiva e piena conoscenza** del parere qualificato dell'analista bancario Panichi (che aveva evidenziato ai colleghi l'errore grossolano foriero di confusione nel mercato e negli investitori), sia **possibilità (anzi, un dovere!)** di **operare ulteriori verifiche e controlli su quel dato criticato**

- dall'analista bancario più esperto, sia piena previsione che divulgare quel dato informativo falso avrebbe potuto certamente disorientare gli investitori, quindi manipolare il mercato, con pericolo di danno per i titoli italiani;
- 4) falso il dato informativo – rappresentato il 13/1/2012 da S&P's ai Mercati quale motivazione del doppio declassamento dell'Italia – di una **elevata (high) titolarità estera del debito del settore governativo italiano**, essendo invece detta titolarità **bassa** (tra il **39 ed il 42% del totale**) ed inferiore alla media dell'eurozona (pari al 52%);
 - 5) prevedibile in termini di assoluta certezza che quel dato informativo falso sulla titolarità estera del debito pubblico italiano (*notizia price sensitive* poiché costituente motivazione del doppio downgrade dell'emittente Repubblica Italiana, ergo concretamente idonea a provocare un deprezzamento dei titoli italiani) fuorviasse e disorientasse il Mercato;
 - 6) consapevole e deliberata (quindi dolosa) la scelta di S&P's (analisti e manager apicali) di dare corso comunque alla pubblicazione in data 13/1/2012 di quel dato informativo falso (sulla titolarità estera del debito pubblico italiano) avendo avuto S&P's sia piena conoscenza e conoscibilità dei corrispondenti dati ufficiali corretti e veritieri, sia piena previsione che divulgare quel dato informativo falso avrebbe potuto certamente **disorientare gli investitori**, quindi manipolare il mercato, con pericolo di danno per i titoli italiani;
 - 7) falso il nuovo dato informativo – rappresentato successivamente al 14/1/2012 da S&P's ai Mercati quale "nuova"

motivazione del doppio declassamento dell'Italia – di una **elevata (high) quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri**, essendo il debito estero italiano prevalentemente composto da debito estero bancario e da debito estero pubblico che, come detto ai precedenti punti 1) e 3), si presentavano rispettivamente in percentuali basse e comunque sotto la media dell'eurozona;

- 8) prevedibile in termini di assoluta certezza che quel nuovo dato informativo falso sulla **elevata (high) quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri** (notizia *price sensitive* poiché costituente motivazione del doppio downgrade dell'emittente Repubblica Italiana, ergo concretamente idonea a provocare un deprezzamento dei titoli italiani) fuorviasse e disorientasse il Mercato;
- 9) consapevole e deliberata (quindi dolosa) la scelta di S&P's (analisti e manager apicali) di dare corso comunque alla pubblicazione successivamente al 14/1/2012 di quel nuovo dato informativo falso (sulla quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri) avendo avuto S&P's sia piena conoscenza e conoscibilità dei corrispondenti dati ufficiali corretti e veritieri, sia piena previsione che divulgare quel nuovo dato informativo falso avrebbe potuto certamente **disorientare gli investitori**, quindi manipolare il mercato, con pericolo di danno per i titoli italiani.

3.f Le iniziative della CONSOB in relazione alle azioni di rating di S&P's: segnalazioni, note tecniche e richieste di assistenza internazionale.

A garantire l'efficienza, la trasparenza e l'integrità del mercato finanziario, oltre che a svolgere vigilanza sul medesimo mercato è – per legge – la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), Autorità indipendente di diritto pubblico.

Un significativo e rilevante contributo all'edificazione dell'impianto accusatorio nel presente processo proviene proprio dalla **CONSOB** che **ha fornito** al Pubblico Ministero – dall'alto delle sue competenze e del suo ruolo di istituzione indipendente posta a tutela del Mercato – **elementi di comprensione, interpretazione e valutazione** dei fatti oggetto di indagine, **di natura e valenza** squisitamente **“tecnica”**: elementi presenti sia nelle Richieste di assistenza internazionale (assistenza fornita, tuttavia, alla CONSOB solo in parte dalle Autorità a vario titolo interpellate), sia nella Note Tecniche datate **30/1/2012** e **9/2/2012** (quest'ultima fin qui più volte richiamata in relazione ai temi oggetto di imputazione) curate dall'Ufficio **“Divisione Mercati – Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating ed Analisi Finanziaria”**.

La **Nota Tecnica del 9/2/2012** (acquisita al fascicolo dibattimentale al pari di quasi tutta la documentazione proveniente dalla CONSOB) è un **atto diretto all'E.S.M.A. dalla CONSOB** avente il seguente (testuale) ***“Oggetto: Downgrading di Standard and Poor's del 13/1/2012 ed eventi connessi. Segnalazione all'E.S.M.A. ai sensi dell'art. 31 del Reg. 1060/2009 (e successive modifiche).***

Dunque, si tratta (così come viene denominata) di una “Segnalazione” che costituisce un vero e proprio Atto di Denuncia delle **condotte tenute da Standard & Poor’s con riguardo alla Repubblica Italiana nel maggio, luglio e dicembre 2011 oltre che nel gennaio 2012: esattamente le condotte che il P.M. ha, successivamente, individuato e ritenuto come penalmente rilevanti ex art. 185 T.U.F. esercitando l’azione penale alla base del presente processo.**

Al tempo stesso, siffatta “segnalazione” costituisce una sorta di autorevolissima Consulenza Tecnica su quelle medesime condotte: dunque, atto di segnalazione/denuncia e di consulenza tecnica (perciò correttamente denominato, in sintesi, “Nota Tecnica”) proveniente dalla più alta, autorevole e competente Autorità nazionale posta a tutela proprio dell’integrità di quel mercato finanziario di cui si discute in questo processo.

La Divisione Mercati della CONSOB che, dunque, cura la **Nota Tecnica del 30/1/2012** e la **Nota Tecnica del 9/2/2012** (documenti acquisiti entrambi all’incarto dibattimentale in data 19/11/2015) è lo stesso Ufficio che pochi mesi prima – in relazione alla domanda di registrazione (ossia di Autorizzazione) di Standard & Poor’s (domanda del 20/8/2010 presentata dall’Agenzia al CESR ai sensi del Regolamento Europeo) per svolgere attività di rating nell’Unione Europea in conformità al corrispondente Regolamento 1060/2009 – aveva elaborato la “Relazione per la Commissione n. 2011-3513 del 12/7/2011”: una relazione che proponeva (alla Commissione CONSOB) di fornire conclusivamente una valutazione positiva (in ordine a quella domanda di autorizzazione) ma

condizionata al soddisfacimento da parte dell’Agenzia di rating Standard & Poor’s di una serie di richieste ed osservazioni in modo tale da modificare le proprie procedure o da fornire opportuni chiarimenti ed informazioni a CONSOB.

Per valorizzare al meglio gli **elementi di comprensione, interpretazione e valutazione** dei fatti oggetto di imputazione, **di natura e valenza** squisitamente **“tecnica”** complessivamente forniti dalla CONSOB, conviene partire proprio dall’analisi di tale **Relazione del 12/7/2011** (acquisita al fascicolo dibattimentale e qui integralmente richiamata).

Nella nota n. 13 al paragrafo “1.5 Procedure e metodologie utilizzate per l’emissione e la revisione dei rating” (pag. 21), si specifica che **“Per S&P’s sono Credit Rating Action: l’iniziale assegnazione di un rating, la decisione di modificare un rating assegnato, la decisione di confermare un rating assegnato, o la eventuale decisione di sottoporre il rating a Credit Watch Action intendendo per quest’ultima la decisione di mettere sotto osservazione un rating assegnato”**.

Al paragrafo “1.6 Presentazione e diffusione dei rating e delle ulteriori informazioni richieste” l’Ufficio della Divisione Mercati nel rilevare come “Il Regolamento europeo stabilisce che un’agenzia di rating del credito comunichi qualsiasi rating e qualsiasi decisione di abbandono di un rating **su base non selettiva e in modo tempestivo**”, osserva che (testuale) “da recenti verifiche svolte dallo scrivente Ufficio nella propria attività di vigilanza, **in merito ad alcuni report o press releases diffusi da S&P’s è emerso che allo stato non appare definito dalla stessa quali siano i criteri sulla base dei quali, specialmente in presenza di nuove informazioni, S&P’s valuta se vi siano i presupposti per produrre uno**

specifico giudizio di rating rispetto alle situazioni in cui decide di produrre un semplice report di tipo macroeconomico.

La differenza tra le due tipologie di documenti è sostanziale in quanto da un lato entrambe sono oggetto di diffusione al pubblico da parte di S&P's, dall'altro esse sono soggette a regole piuttosto differenti in quanto un report macroeconomico non necessita di approvazione da parte del Comitato di rating, non deve essere comunicato preventivamente all'entità oggetto del rating per individuare factual errors etc."

Evidente, in questo paragrafo, il riferimento che la Divisione Mercati della CONSOB fa alla "bocciatura" da parte di S&P's del giorno 1/7/2011 (secondo punto dell'imputazione) della manovra correttiva del Governo, divulgata a mercati aperti dall'agenzia di rating, senza che il testo di quella manovra fosse stato formalmente e ufficialmente varato, per giunta in assenza di fonti ufficiali sul testo normativo e senza seguire le procedure previste per le azioni di rating.

Nel paragrafo "3.Conclusioni" la Divisione Mercati della CONSOB afferma (testuale) : "Sulla base delle considerazioni sopra svolte, si evidenzia che, pur in un quadro complessivamente positivo e di rispetto dei requisiti e delle misure del Regolamento europeo, tuttavia alcuni degli elementi riscontrati non appaiono pienamente soddisfacenti. Si fa riferimento in particolare ai seguenti aspetti: a) Svolgimento delle funzioni di controllo a livello centralizzato ; b) Funzione di revisione delle metodologie ("Internal review); c) Verifiche di back-testing sulle metodologie utilizzate; d) Composizione del Comitato di rating; e)

Produzione di rating rispetto a quella di semplici report macroeconomici.

Con riferimento a quest'ultima criticità si conclude che “Pertanto, come emerso anche dalla recente attività di vigilanza svolta su S&P's **in merito** al rapporto sull'Italia con cui è stato cambiato **l'Outlook in negativo il 20 maggio 2011 ed in merito al Comunicato stampa con cui è stato diffuso un giudizio sulla manovra economica del Governo italiano, in data 1 luglio 2011, al fine di evitare che situazioni di questo tipo possano determinare un sostanziale aggiramento della normativa, appare opportuno chiedere a S&P's di fornire i criteri sulla base dei quali essa decide in presenza di nuove informazioni su un emittente o su un titolo, quale tipologia di documento produrre”**.

Evidente, in questo ulteriore paragrafo, il riferimento che la Divisione Mercati della CONSOB fa alla vicenda della revisione in negativo dell'Outlook sulla Repubblica Italiana del **20/5/2011** (primo punto dell'imputazione) che aveva suscitato forti reazioni (si rammenti il Comunicato del 21/5/2011 del Ministero dell'Economia, seguito a dieci giorni di distanza da un comunicato di Banca d'Italia) e, nuovamente, a quella del giorno **1/7/2011** (secondo punto dell'imputazione) della “bocciatura” della manovra correttiva del Governo, divulgata a mercati aperti da S&P's, per giunta in assenza di fonti ufficiali del testo normativo e senza seguire le procedure previste per le azioni di rating: con riguardo a tali due vicende la Divisione Mercati richiede precisi chiarimenti all'Agenzia S&P's al fine di evitare che situazioni di questo tipo possano determinare un sostanziale aggiramento della normativa”: “sostanziale aggiramento” normativo che costituisce una

locuzione perfettamente sovrapponibile a quella di **“artificioso aggiramento”** normativo **idoneo ad integrare la condotta tipica ex art. 185 T.U.F.**

E' una sorta di **cartellino giallo**, un sostanziale “ammonimento” che CONSOB rivolge a S&P's richiamandola al rispetto delle regole a tutela dell'integrità del mercato finanziario!

In ordine agli **esiti** di quella **“Relazione per la Commissione n. 2011-3513 del 12/7/2011”** portata dalla Divisione Mercati all'attenzione della CONSOB in seduta plenaria, ha riferito all'udienza del 19/11/2015 direttamente il Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas dichiarando (testuale) che **“...in Commissione, invece, la Commissione fu più critica e decise di proporre il diniego dell'autorizzazione in attesa che venissero adottate alcune modifiche nella struttura. Questo è il punto sostanziale”**.

Ebbene, il documento cui il Presidente Vegas fa riferimento è la Nota del 26/7/2011 prot. 11066168 diretta al Direttore della Financial Services Authority prot. 11066168 in cui si rappresentarono le criticità di cui alla suddetta Bozza al Direttore della Financial Services Authority in Londra.

Per verificare la correttezza dell'operato di S&P's ed il rispetto – da parte di quest'ultima – del Regolamento Europeo 1060/2009 nelle valutazioni elaborate e divulgate tra maggio 2011 e gennaio 2012 nei confronti della Repubblica Italiana, la CONSOB ha avanzato Richieste di Assistenza Internazionale alla britannica **Financial Services Authority (F.S.A.,**

organo simile alla CONSOB), segnatamente a tale Mr. Ros Davies – Acting Manager Legal Group F.S.A. Enforcement and Financial Crime Division F.S.A. – Canary Wharf – Londra.

Il Presidente Vegas indirizzava a detto Ufficio britannico la **Nota del 19/1/2012 prot. 12004157** avente ad oggetto una **“Richiesta di assistenza sul possibile caso di “market abuse” in connessione al declassamento dell’Italia da parte di S&P’S del 13/1/2012”**: si menziona e denuncia esplicitamente in quella nota – come è evidente – un caso di “market abuse in danno dell’Italia sul downgrade del 13/1/2012” e si richiedono precisamente una serie di dati che, tuttavia, verranno poi forniti alla CONSOB solo in parte.

Proprio della “parziale” assistenza internazionale ricevuta hanno riferito in dibattimento il presidente Vegas ed il funzionario della Divisione Mercati della CONSOB dr. Susi.

Con la Nota prot. 12048890 dell’8/6/2012 (pag 1863 e seg. del fascicolo del P.M., acquisita all’incarto dibattimentale) l’Ufficio Consulenza Legale (Ufficio Contenzioso e Rapporti con la Magistratura) della CONSOB fornisce, quindi, risposta al P.M. che aveva richiesto di acquisire ogni informazione/documenti ricevuti a seguito dell’attività di cooperazione internazionale avviata dalla CONSOB in ordine ai fatti del 13/1/2012 di cui è cenno anche nella Nota Tecnica della Divisione Mercati 12007184 del 30/1/2012; in tale Nota la CONSOB fornisce pure al P.M. la versione in italiano della Nota Tecnica del 9/2/2012 diretta all’E.S.M.A.

Rileva la CONSOB, nella Nota prot. 12048890, che **“il riscontro fornito da S&P’s per il tramite della F.S.A. alle richieste della CONSOB risulta parziale. Si fa riserva di trasmettere ulteriori informazioni che dovessero pervenire da parte dell’Autorità britannica”**.

La CONSOB ha, quindi, fornito al P.M. in allegato alla menzionata nota 12048890 del giugno 2012:

- 1) copia della Richiesta di cooperazione internazionale, in italiano ed in inglese, inviata dalla CONSOB alla britannica Financial Services Authority (F.S.A.) avente ad oggetto la richiesta di informazioni da rivolgere alla sede londinese di S&P’s;
- 2) copia della documentazione pervenuta da parte della Autorità britannica.

L’allegato 1 alla Nota prot. 12048890 in questione è rappresentato, dunque, dalla Nota della Divisione Mercati prot. DME/RM/12003602 del 17/1/2012 diretta all’Ufficio Relazioni Internazionale – Sede **“Richiesta di assistenza alla competente Autorità estera nell’ambito delle indagini sul downgrading dell’Italia da parte di Standard & Poor’s il 13/1/2012 svolte ai sensi dell’art. 187 octies D. Lgs.vo 58/98”** (pag. 1865 Fascicolo P.M.).

In tale Nota la **Divisione Mercati richiede l’assistenza della competente Autorità Estera (Financial Services Authority – F.S.A.)** nell’ambito delle **indagini** sul downgrading del rating sul debito sovrano della Repubblica italiana da parte di S&P’s comunicato il 13/1/2012 **al fine di ottenere una serie di informazioni da parte di S&P’s Credit Market Services Europe Ltd** con sede legale a Londra, ove ha sede l’*analista*

primario che ha redatto il Report avente ad oggetto il suddetto downgrading (oltre a quello di altri Paesi); lo stesso analista (si dice in nota) è inoltre l'analista secondario di altri Report che hanno riguardato alla stessa data ulteriori downgrading dei rating sui debiti sovrani italiani.

La Nota, quindi, dà conto che la Divisione Mercati - Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating ed Analisi Finanziaria stava svolgendo (testuale dalla Nota, con sottolineatura dello scrivente per evidenziare i punti salienti del documento):

*“**indagini preliminari** volte a verificare la sussistenza di ipotesi di **abuso di informazioni privilegiate** e di **manipolazione informativa** con riferimento, tra l'altro:*

-alla possibilità che soggetti al momento non noti possano aver profittato della conoscenza della informazione privilegiata del declassamento del rating sul debito sovrano di 9 Paesi europei avvenuto nella tarda serata del 13/1/2012 ma su cui rumors sono stati diffusi già nel primo pomeriggio dello stesso 13 gennaio;

-all'ipotesi in cui la notizia del downgrading dei 9 Paesi sia stata fatta filtrare ad arte nel corso del primo pomeriggio del 13 gennaio al fine di influire sull'andamento dei mercati e quindi di trarre profitto dalla relativa reazione;

*-alla **circostanza che alcuni dei criteri posti alla base della revisione al ribasso del rating sulla Repubblica Italiana avvenuto il 13/1/2012 non appaiano COERENTI con i criteri alla base delle revisioni del rating e dell'Outlook avvenute nel 2011 inclusa quella, comunicata il 19 settembre 2011 con cui il rating del debito sovrano italiano era stato ridotto ad “A” e posto sotto***

Outlook negativo in vista di un possibile ulteriore downgrading poi avvenuto appunto il 13 gennaio, e che quindi la diffusione di quest'ultimo rating possa essere risultata FUORVIANTE per il mercato

Nel corso delle indagini preliminari è emersa pertanto la necessità di richiedere informazioni alla competente Autorità britannica (F.S.A.) in quanto la sede legale competente di S&P's è Standard & Poor's Credit Market Services Ltd con indirizzo 20 Canada Square E14 5LH Londra, posto che l'analista primario del Report avente ad oggetto il downgrading del debito sovrano dell'Italia (nonché, come detto, analista primario o secondario di vari altri rating diffusi nella stessa giornata) è appunto il Sig. Frank Gill, avente sede a Londra”.

Analizzando attentamente questa prima parte della Nota CONSOB relativa alla richiesta di assistenza/cooperazione internazionale, emerge un dato assolutamente importante e cruciale: l'avvio – da parte della CONSOB e, in seno ad essa, della competente Divisione Mercati - Ufficio Informazione Mercati, Agenzie di Rating e Analisi Finanziaria – di vere e proprie (testuale) “indagini preliminari” mirate alla verifica, fra l'altro, di casi di *market abuse* e, segnatamente, di una ipotesi di “manipolazione informativa” con riguardo proprio ai fatti di cui al presente processo.

Emblematica, a tale riguardo, l'espressione utilizzata al terzo punto oggetto di “indagine preliminare”: la verifica che la diffusione del rating del 13/1/2012 non fosse risultato deliberatamente “fuorviante per il mercato” (ecco la “manipolazione informativa” del mercato) a causa

della **“incoerenza”** – **in violazione del Regolamento europeo 1060/2009 – dei criteri adoperati da S&P’s nelle revisioni al ribasso del rating sulla Repubblica Italiana intervenute il 13/1/2012 e ancora prima nel 19/9/2011, come pure nella revisione dell’Outlook avvenuta nel maggio 2011.**

E’ la CONSOB che, a fronte di una accurata e puntuale analisi del “merito” delle azioni di rating e dei comunicati del 2011 da parte di S&P’s, ne rileva la potenzialità manipolativa, qualificandola *apertis verbis* come “***manipolazione informativa***” conseguente alla violazione delle norme regolamentari di settore: **tanto dimostra come la violazione di quelle norme possa integrare gli estremi della manipolazione del mercato, sub specie di manipolazione informativa ex art. 185 T.U.F.**

Al fine di verificare la sussistenza di quella oggettiva ***“circostanza”*** (significativo l’utilizzo, nella Nota CONSOB di cui si discute, del termine ***“circostanza”*** diversamente dall’altro termine ***“ipotesi”***, utilizzato agli altri due punti fatti oggetto di indagini preliminari) della **“incoerenza”** tra i criteri volta a volta utilizzati da S&P’s nel 2011 per rivedere al ribasso il rating della Repubblica italiana, la Divisione Mercati CONSOB attiva una richiesta di cooperazione internazionale; più segnatamente, formula una **richiesta alla competente Autorità britannica F.S.A. di “necessarie informazioni” da parte di S&P’s Credit Market Services Europe Ltd: informazioni che, tuttavia, proprio sul nevralgico e cruciale punto di cui qui si discute, non verranno mai fornite in esito all’attivata richiesta di collaborazione.** Una “collaborazione” che, nella Nota dell’8/6/2012 indirizzata al P.M. di Trani, la CONSOB definisce **“parziale”**.

Queste che seguono (testualmente) le richieste della Divisione Mercati alla F.S.A. (a Ms. Ros Davis Acting Managr Legal Group F.S.A.) di cui alla Nota in parola del 19/1/2012: richieste le ultime due delle quali – esattamente quelle parzialmente disattese – ineriscono all’ipotesi di manipolazione informativa.

“A seguito delle considerazioni sopra riportate, si ritiene **necessario** **acquisire dalla F.S.A. le seguenti informazioni:**

- *la lista delle persone all’interno di S&P’s Londra ed eventualmente di altri uffici di S&P’s che erano a conoscenza della notizia del downgrading del rating sul debito sovrano della Repubblica italiana e degli altri downgrading comunicati lo stesso giorno;*
- *una descrizione delle procedure poste in essere da S&P’s al fine di mantenere tale informazione confidenziale – fatta eccezione per gli esponenti dell’entità oggetto di rating e di eventuali terzi collegati – come previsto dall’Allegato 1 Sez. C par. 3 del Reg. n. 1060/2009, fornendo altresì la relativa documentazione;*
- *l’evidenza che S&P’S ha informato l’entità oggetto di rating (il Governo italiano) prima della diffusione del rating – nel rispetto della disciplina sulla comunicazione almeno 12 ore prima della pubblicazione stabilita nel Regolamento 1060/2009 – fornendo un’indicazione della tempistica dei contatti avvenuti, della lista delle persone contattate, dei feed back ricevuti nonché copia dei documenti inviati agli esponenti dell’entità oggetto del rating; informazioni sui commenti ricevuti se del caso dagli esponenti dell’entità oggetto di rating a seguito della suddetta comunicazione;*

- *informazioni sulla riunione del Comitato di rating che ha pronunciato il downgrading della Repubblica italiana: partecipanti a tale comitato, indicazione dei membri votanti, verbale della riunione che includa anche informazioni sulla discussione e sulle indicazioni di voto, eventuali ulteriori considerazioni su elementi di dissenso o di criticità emersi nel corso della suddetta riunione;*
- *copia della documentazione analizzata nell'ambito del Comitato di rating ai fini della decisione nonché di ogni ulteriore documentazione rilevante utilizzata dagli analisti ai fini della elaborazione del rating sulla Repubblica Italiana.*

Ebbene, a tale richiesta di assistenza internazionale (la richiesta alla F.S.A. viene predisposta con Nota prot. 12004157 del 19/1/2012 diretta a Ms. Ros Davis Acting Manager Legal Group F.S.A. Enforcement – 25 the North Colonnade Canary Wharf Londra) fa riscontro la **risposta della F.S.A. con Nota del 2 Marzo 2012** a firma di **Nisha Puri – legal Group Enforcements and Financial Crime Division** diretta a Nicoletta Giusto dell'Ufficio Relazioni Internazionali della CONSOB in cui si gira la risposta data a Nisha Puri dell'F.S.A. dal Senior European Regulatory Counsel **Christopher Lake** con Nota del 24/2/2012 Reef: EFCD/Legal/C&D/1402012.

In detta **Nota a firma di Christopher Lake** (lo stesso soggetto protagonista di alcune conversazioni oggetto di intercettazioni telefoniche che più avanti analizzeremo) si evidenzia che S&P's forniva in vari allegati (n. 5 allegati) le informazioni richieste, **ma che in relazione alle richieste di cui al punto (“iv”)** – ossia informazioni sulla riunione del Comitato di rating che ha pronunciato il downgrading della Repubblica

italiana: partecipanti a tale comitato, indicazione dei membri votanti, verbale della riunione che includa anche informazioni sulla discussione e sulle indicazioni di voto, eventuali ulteriori considerazioni su elementi di dissenso o di criticità emersi nel corso della suddetta riunione – la Società di rating “non aveva fornito le informazioni richieste al paragrafo (iv)” (nel testo inglese: “S&P’s Europe is not providing the information requested in paragraph (iv) of your letter dated 26/1/2012”).

Dunque, S&P’s risponde sostanzialmente “picche” alla domanda di informazioni e documenti finalizzata ad approfondire quella che secondo CONSOB appariva una manipolazione informativa da parte dell’Agenzia di rating con riguardo alle revisioni del rating della Repubblica Italiana del 2011 culminate nel doppio declassamento del 13/1/2012.

Ecco, allora, come a fronte di una collaborazione internazionale solo “*parziale*”, ma che diventa totalmente assente su di una “*circostanza*” assolutamente cruciale (dalla CONSOB definita “necessaria”) per quelle indagini per “manipolazione informativa” del Mercato, si determina – per la CONSOB – una significativa lacuna istruttoria che, di fatto, ne paralizza le ulteriori valutazioni e determinazioni, così sterilizzando “a monte” le funzioni di vigilanza e repressione di quell’Autorità indipendente.

Non resta, dunque, che l’analisi “tecnica” della CONSOB fatta in relazione alle valutazioni di S&P’s sulla Repubblica Italiana del maggio, luglio e dicembre 2011 nonché del gennaio 2012 (valutazioni,

successivamente ritenute dal P.M. illecite poiché manipolative del mercato ex art. 185 T.U.F.) **nella Nota Tecnica del 9/2/2012 diretta all'E.S.M.A.**

In mancanza degli approfondimenti a suo tempo richiesti da CONSOB alla F.S.A. e di cui si è detto, la **Nota Tecnica** deve essere fatta oggetto di apprezzamento e valutazione unitamente agli univoci esiti delle intercettazioni e delle mail più volte richiamate che documentano i metodi ed i criteri adottati in seno all’Agenzia, oltre che il clima in cui quelle valutazioni sull’Italia via maturavano: metodi, criteri e clima che accreditano quell’ipotesi di manipolazione informativa del mercato elaborata proprio da CONSOB che a tal fine avviò **indagini preliminari** “stopgate” da una carente e sospetta collaborazione internazionale.

Le risposte che alla CONSOB non sono arrivate dalla F.S.A. e da S&P’s possono, dunque, rinvenirsi nel materiale investigativo di questo processo costituito da scambi di mail e telefonate tra analisti e manager dipendenti di S&P’s che finiscono – per così dire – con il chiudere il cerchio: una chiusura non riuscita alla CONSOB che, pur non avendo potuto raccogliere (per effetto di quella parziale risposta alla propria richiesta di “*informazioni necessarie*”) elementi sufficienti a concludere la propria istruttoria, ha continuato a “credere” in quella sua primigenia intuizione “investigativa” del gennaio 2012.

La CONSOB ha, infatti, sostanzialmente condiviso l’ipotesi accusatoria del P.M. ritenendo la sussistenza del reato di manipolazione informativa del mercato in tutte le revisioni del rating della Repubblica Italiana fatte da S&P’s tra maggio 2011 e gennaio 2012 e per questo formulando Atto di Intervento nel presente processo penale (intervento che, secondo il T.U.F., non era obbligatorio nella fase del “processo”, ma solo del

“procedimento”, cioè delle indagini del P.M.) a tutela degli interessi lesi dal reato e da essa CONSOB non potuti adeguatamente salvaguardare per effetto di una mancanza di collaborazione.

Riproduciamo qui di seguito integralmente (con sottolineature operate dallo scrivente per evidenziare i punti salienti) la “Nota Tecnica della Divisione Mercati del 9/2/2012 diretta all’E.S.M.A.” già in precedenza richiamata in relazione ai diversi episodi oggetto di imputazione.

Al riguardo va detto che detto documento è in parte richiamato nel Rapporto CONSOB del 31/1/2012 predisposto dalla stessa Divisione Mercati e diretto alla Divisione Consulenza Legale – Ufficio Contenzioso Penale e Rapporti con la Magistratura prot. DME/RM/12007185 con cui - attraverso la “Nota Tecnica della Divisione Mercati prot. DME/RM/12007184 del 30/1/2012” – si forniva riscontro alla “*Richiesta della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Trani di documentazione ai sensi dell’art. 187 decies del D. Lgs.vo 58/98 (“T.U.F.”) concernente le Agenzie di rating Standard & Poor’s e Fitch*”.

Come si può notare la CONSOB “segnala” ed “informa”, ossia denuncia in questa sorta di “informativa” all’E.S.M.A. (non è peregrina la assimilazione a categorie processual penalistiche atteso che si tratta di attività di vigilanza e repressione, seppure su versanti di carattere amministrativo con potenziale rilievo penale) “alcune criticità” che – secondo L’Autorità italiana di Vigilanza – possono configurare “violazione del Regolamento Europeo 1060/2009” con riguardo sia alla “emissione” che alla “diffusione” da parte di S&P’s del rating sul debito sovrano dell’Italia del 13/1/2012 e dei giudizi di rating elaborati e diffusi da S&P’S nel corso del 2011: la distinzione tra “emissione” del rating e

“diffusione”, evoca la distinzione presente proprio nell'imputazione di cui al presente processo tra artifici informativi in fase di “elaborazione” e artifici in fase di “diffusione/divulgazione” del rating. Sembra, quindi, chiaro fin dall'esordio di tale Denuncia/Segnalazione come la CONSOB ravvisi più di una “criticità” (“*alcune*”) che potrebbe integrare gli estremi di una “Violazione del Regolamento europeo sul rating”.

Ancora una considerazione; dopo avere analizzato puntualmente le criticità dell'azione di rating del 13/1/2012 individuando tutti i profili di violazione del Regolamento europeo 1060/2009, la CONSOB aggiorna l'E.S.M.A. sulle attività di vigilanza svolte nel precedente semestre con riguardo alle valutazioni espresse sulla Repubblica Italiana da S&P's il 20 maggio ed il giorno 1 luglio 2011.

All'uopo evidenzia come i profili di criticità, simili a quelli individuati con riguardo al declassamento decretato il 13/1/2012, sono quelli: 1) delle motivazioni alla base delle azioni di rating; 2) delle modalità di diffusione di Rating e Report macroeconomici; 3) dell'adeguato e corretto utilizzo delle informazioni disponibili.

Ma esaminiamo il documento.

Nota Tecnica

OGGETTO: *Downgrading* di Standard and Poor's del 13 gennaio u.s. ed eventi connessi. Segnalazione all'E.S.M.A. ai sensi dell'art. 31 del Reg. n. 1060/2009 (e successive modifiche).

1. Premessa

Con la presente Nota si segnalano all'E.S.M.A. alcune criticità relative all'**emissione** e alla **diffusione** da parte di Standard and Poor's (di seguito "S&P'S"), il 13 gennaio u.s., del rating sul debito sovrano dell'Italia e di altri 14 Paesi europei, che possono configurare, ad avviso della scrivente, dei profili di violazione del Regolamento europeo n. 1060/2009 (e successive modifiche) in materia di agenzie di rating.

Pertanto, si ritiene opportuno informare l'E.S.M.A. di tali criticità, ai sensi dell'art. 31 del Regolamento sopra citato, affinché siano intraprese le azioni più opportune finalizzate ad accertare il rispetto delle norme del Regolamento europeo.

Inoltre, con la presente Nota si fornisce all'E.S.M.A. anche un aggiornamento degli esiti dell'attività di vigilanza svolta dalla CONSOB, avente ad oggetto alcuni giudizi di rating elaborati e diffusi da Standard and Poor's nel corso del 2011, di cui il *Chairman* dell'E.S.M.A. è stato informato con lettera del 1° luglio 2011.

2. Il *downgrade* di Standard and Poor's del 13 gennaio 2012

2.1 Descrizione degli eventi

Nella serata del 13 gennaio, a partire dalle ore 22:36 (21:36 ora di Londra), Standard and Poor's ha ridotto il rating a lungo termine dell'Italia e di altri 8 paesi dell'Eurozona: Francia, Spagna, Portogallo, Austria, Cipro, Malta, Slovacchia e Slovenia. Il rating dell'Italia è stato ridotto di 2 livelli o *notches* (da **A** a **BBB+**); ugualmente di 2 *notches* è stato ridotto il rating di Spagna, Portogallo e Cipro, mentre quello degli altri Paesi di un solo *notch*.

Tra i paesi citati, Francia e Austria hanno perso per la prima volta la tripla A, vedendo il loro rating abbassato a AA+.

Inoltre, è stato contemporaneamente posto in *Outlook* negativo il rating a lungo termine dei suddetti Paesi (ad eccezione della Slovacchia) e di ulteriori 6 Paesi: Belgio, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo ed Olanda. La Germania ha invece mantenuto un *Outlook* stabile (oltre che un rating AAA).

CONSOB

Già nel primo pomeriggio del 13 gennaio, le agenzie di stampa hanno riportato *rumors* sui suddetti *downgrading* da parte di S&P'S, in particolare:

- sul sito internet del quotidiano Il Foglio¹, alle ore 12.30 è stato pubblicato un *post* secondo il quale *"L'agenzia di rating Standard & Poor's ha deciso di tagliare il rating della Francia e dell'Austria. Secondo alcune voci non confermate, propagate dal quotidiano Les Echos, anche l'Italia sarebbe nel mirino, per la quale è prevista una discesa di due punti raggiungendo la tripla B. Sono stati risparmiati invece i rating di Germania, Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo"*;
- inoltre, un lancio dell'agenzia Reuters ha riportato per primo, alle ore 15:08 CET: *"Senior Euro zone source says S&P'S set to downgrade several Euro zone countries later on Friday, Germany is not one of them"*²;
- un successivo lancio di agenzia Apcom, delle ore 15:26, ha riportato che *"Standard& Poor's potrebbe tagliare il rating di diversi paesi europei, secondo fonti Ue citate dall'agenzia Dow Jones, per le quali il downgrade sarebbe "imminente" e potrebbe avvenire già oggi. S&P'S non ha voluto commentare. L'agenzia di rating aveva già messo sotto*

"credit watch" con implicazioni negative 15 paesi dell'Eurozona lo scorso 5 dicembre";

- ulteriori lanci di agenzia, diffusi subito dopo, hanno inoltre riportato il dettaglio dei Paesi i cui rating avrebbero successivamente subito il *downgrading*.

I mercati azionari europei, che avevano avuto un andamento positivo fino a quel momento, hanno girato negativamente in corrispondenza della diffusione delle indiscrezioni sopra citate; malgrado un recupero finale, il Ftse Mib ha ceduto in chiusura 1' 1,2%, il Ftse Italia All Share M% % il Cac-40 lo 0,11%, il Dax lo 0,58% e il Ftse-100 lo 0,46%.

Dopo la chiusura del mercato, le principali agenzie di stampa hanno commentato come i *rumors* sui *downgrading* del rating del debito sovrano di vari Paesi abbiano condizionato negativamente l'andamento della Borsa. Si citi a titolo di esempio il lancio di agenzia Ansa delle 18:22: *"Giornata a due facce per Piazza Affari che, facendo chiaramente peggio delle altre Borse europee, ha accusato come tutti i mercati finanziari del Vecchio Continente l'indiscrezione di un taglio da parte di Standard & Poor's di alcuni rating dei Paesi dell'eurozona: l'indice Ftse Mib ha segnato una perdita finale dell'1,20% tenendo comunque il livello psicologico dei 15mila euro (esattamente a 15.011), l'Ftse All Share un ribasso dell'1 % netto a quota 15.852."*

Di seguito di rappresenta l'andamento degli indici FTSE-MIB e FTSE BANCHE nella giornata del 13 gennaio 2012.

Disponibile all'indirizzo internet: <http://www.ilfoglio.it/soloqui/11916>

² Al riguardo, i primi lanci di agenzia diffusi da Reuters riportano, all'interno del testo, orari variabili tra le 14:25 e le 14:33, lasciando intendere che tali notizie potrebbero essere pervenute all'agenzia di stampa in tale fase temporale, e sono state rese pubbliche qualche minuto dopo. Sono in corso verifiche su tali profili.

CONSOB

Andamento dell'indice FTSE-MIB e dell'indice FTSE BANCHE nella giornata del 13.01.2012



Inoltre, la scrivente Divisione ha svolto indagini sull'operatività sul mercato italiano nella giornata del 13 gennaio ed ha individuato delle concentrazioni anomale di alcuni intermediari. Al riguardo, sono state fatte richieste a tali intermediari, al fine di individuare quali siano i soggetti che hanno dato gli ordini di acquisto/vendita e se tra essi vi siano anche esponenti di S&P'S o di entità cui le suddette decisioni di *downgrading* possono essere state comunicate in anticipo, nel rispetto della regola delle 12 ore. Una volta pervenute tutte le informazioni

richieste e terminati i relativi accertamenti, qualora emerga il coinvolgimento di tali tipologie di soggetti si provvederà a fornire un'ulteriore informativa all'E.S.M.A..

2.2 Motivazioni dei downgrade di S&P'S del 13 gennaio 2012

S&P'S ha diffuso, nella serata del 13 gennaio, una *press release* con la quale ha fornito le motivazioni di carattere generale dei 9 *downgrading* pronunciati nonché degli *Outlook* negativi (cfr. all. 1). Nelle ore successive l'agenzia di rating ha diffuso singole *press releases* per ogni Paese interessato dalla decisione (per l'Italia, cfr. all. 2) nonché un documento con le risposte alle possibili domande degli investitori (FAQ)(cfr. all. 3).

Tra le motivazioni di carattere generale, S&P'S ha evidenziato che le decisioni di rating sono state determinate, principalmente, dalla valutazione che le politiche poste in essere dai Governi europei e dalle altre istituzioni politiche europee nelle ultime settimane possono risultare insufficienti a fronteggiare pienamente la situazione di crisi nell'Eurozona, dovuta ai seguenti aspetti: (i) stretta nelle condizioni di credito; (ii) un innalzamento del premio per il rischio di un vasto gruppo di emittenti dell'Eurozona; (iii) un simultaneo tentativo di ridurre l'indebitamento sia da parte dei Governi che delle famiglie; (iv) un indebolimento delle prospettive di crescita economica; (v) un'aperta e troppo prolungata disputa tra i Governi europei sull'approccio migliore per fronteggiare la crisi.

CONSOB

In particolare, S&P'S ha ritenuto insufficienti i risultati raggiunti dopo il summit europeo del 9 dicembre 2011, valutando che i relativi accordi politici non hanno garantito sufficienti risorse aggiuntive o flessibilità operativa tali da sostenere quei paesi dell'Eurozona maggiormente sottoposti alla pressione dei mercati. Inoltre, l'agenzia ha ritenuto che le misure poste in essere, essenzialmente centrate sul risanamento di bilancio, possano risultare controproducenti, in quanto deprimerebbero ulteriormente la domanda interna. Per tali ragioni, S&P'S ha ridotto il cd. parametro "politico" ("*political score*") del proprio sistema di valutazione del rating riferito ai Paesi coinvolti dal giudizio.

Inoltre, S&P'S ha ritenuto che i costi di rifinanziamento possano rimanere elevati per alcuni Paesi e che la disponibilità di credito e la crescita economica possano subire un'ulteriore decelerazione. Pertanto, l'agenzia ha ridotto anche un ulteriore parametro, cd. "esterno" ("*external score*", o "*external liquidity score*") per quei Paesi che considera più a rischio di rallentamento dell'economia e di peggioramento delle condizioni di finanziamento, per esempio in quanto maggiormente dipendenti dal finanziamento da parte di investitori esteri.

S&P'S ha invece mantenuto stabile il cd. parametro "monetario" ("*monetary score*") ritenendo gli interventi della BCE efficaci nel garantire l'afflusso di liquidità al sistema bancario a costi contenuti. Anche il parametro "struttura dell'economia" viene mantenuto stabile.

L'agenzia ha inoltre mantenuto il livello di rating costante per quei Paesi dell'Eurozona considerati più solidi alla luce sia della loro posizione

piuttosto forte nei confronti dell'estero sia del basso livello di debito del settore pubblico e di quello privato.

Pertanto, dei 5 parametri considerati dall'agenzia di rating nelle proprie metodologie, ai fini della valutazione dei rating sul debito sovrano (politico, esterno, monetario, livello di indebitamento e struttura dell'economia), solo quello politico e quello esterno sono stati ridotti e sono stati quindi alla base delle varie decisioni di *downgrading*.

* * *

I fattori specificamente alla base del *downgrading* dell'Italia da parte di S&P'S differiscono in parte da quelli indicati nella *press release* generale relativa al declassamento di tutti e 9 i Paesi europei.

Infatti, nel caso dell'Italia il declassamento del parametro "politico" non è stato alla base della decisione di *downgrading*, come invece era avvenuto nel precedente declassamento avvenuto il 19 settembre 2011 (da A+ ad A), in cui ad incidere erano stati il fattore politico e quello dell'elevato indebitamento. S&P'S ha valutato, al riguardo, che il peggioramento del fattore politico in ambito europeo, vista l'inefficacia delle politiche e delle scelte adottate nelle ultime settimane, sia stato compensato dal miglioramento del fattore politico in ambito nazionale, avvenuto grazie al nuovo Governo tecnico che ha mostrato una più forte capacità di formulare ed implementare politiche economiche tali da fronteggiare la crisi (benché essa debba essere messa alla prova nel prossimo futuro con riguardo all'adozione dei provvedimenti tali da stimolare la crescita). Per tali ragioni, il fattore politico è stato mantenuto inalterato per l'Italia.

Il fattore negativo che invece, secondo S&P'S, ha inciso sul *downgrading* dell'Italia, è costituito dalla forte dipendenza da investitori esteri nel finanziamento (in particolare quello a breve termine) sia del settore pubblico sia del settore bancario. Al riguardo, dati della Banca dei Regolamenti Internazionali mostrano, secondo l'agenzia, una marcata e prolungata riduzione dei finanziamenti delle banche estere nei confronti di debitori italiani, il che potrebbe incidere sulla capacità futura di rifinanziare il proprio debito e, di conseguenza, determinare un incremento del costo del finanziamento per il settore pubblico e il settore bancario, e/o una riduzione delle scadenze di tali debiti. Tali elementi hanno prodotto, secondo S&P'S, un peggioramento del fattore esterno, che giustifica il declassamento del rating di 2 *notches*, **da A a BBB+**.

Ciò sarebbe in parte dimostrato — come evidenziato dall'analista primario dei rating sovrani europeo di S&P'S, Moritz Kraemer, in una *conference call* tenuta con gli investitori il pomeriggio del 14 gennaio — dalla recente riduzione dei costi del debito pubblico principalmente per le emissioni di titoli di Stato a scadenza più breve, mentre tale riduzione è stata molto più modesta per le emissioni a più lunga scadenza. Ciò determinerà, per S&P'S, un maggior ricorso alle emissioni a breve scadenza, rendendo tuttavia in tal modo la struttura del debito pubblico italiano più sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

2.3 I profili di possibile violazione del Regolamento n. 1060/2009

a. La diffusione di rumors nella giornata del 13 gennaio 2012

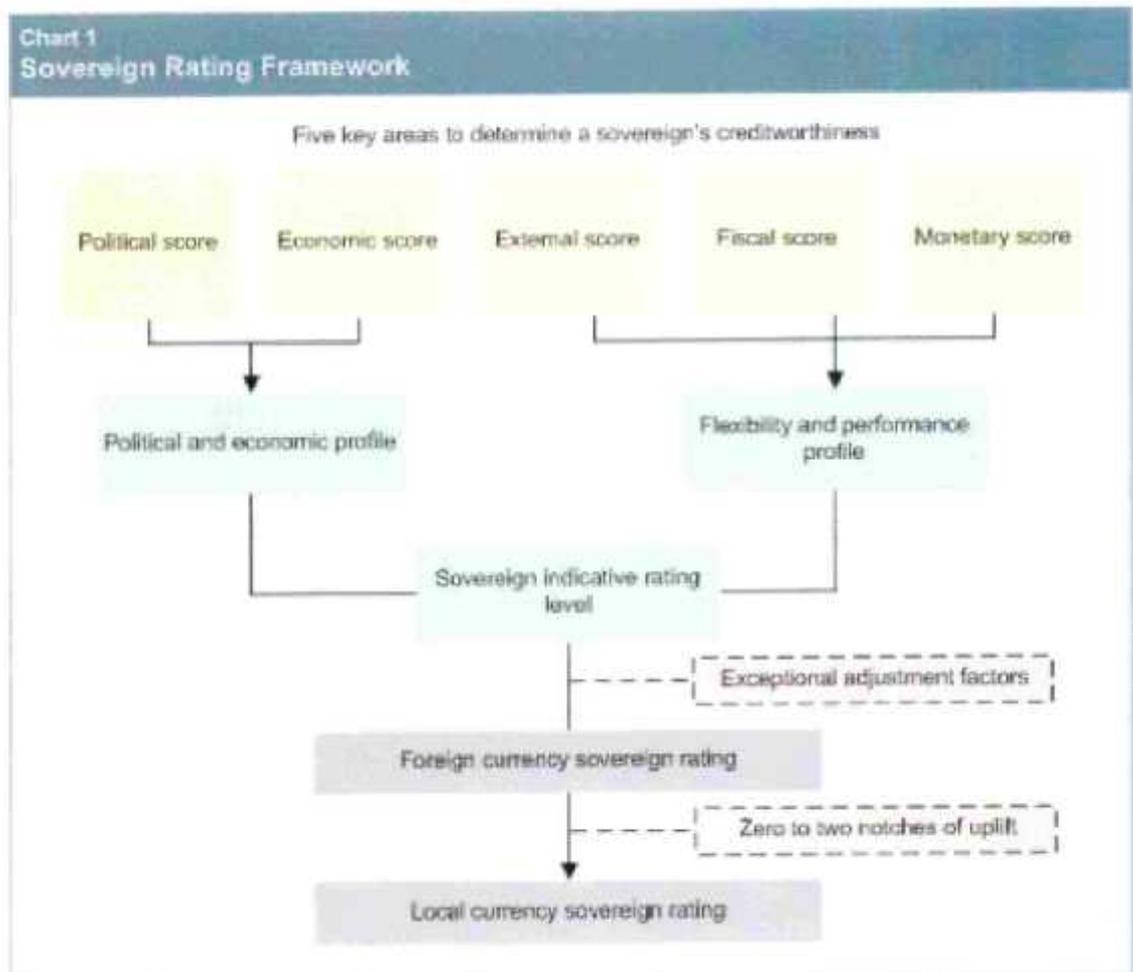
b. La coerenza nell'applicazione delle metodologie

Con riferimento alle metodologie si osserva, in primo luogo, che il 30 giugno 2011 S&P'S ha adottato una nuova versione ("Sovereign government rating methodology and assumptions") che prevede l'assegnazione di un punteggio da 1 (migliore valutazione) a 6 (peggiore valutazione) per 5 key areas (fattore politico, esterno, monetario, livello di indebitamento e struttura dell'economia). Il punteggio è assegnato sulla base di una serie di fattori quantitativi e qualitativi sinteticamente descritti nel documento reso pubblico ai sensi della normativa vigente. Sulla base del punteggio assegnato ai cinque parametri S&P'S determina il proprio giudizio di merito creditizio dell'entità valutata (cfr. all. 4).

I fattori "politico" e "struttura dell'economia" congiuntamente riflettono la valutazione dell'agenzia di rating in merito all'elasticità dell'economia di un Paese, alla forza e alla stabilità del governo e all'efficacia delle proprie decisioni. La media dei punteggi riportati da tali fattori determina il valore attribuito al *"political and economic profile"*.

I fattori "esterno", "monetario" e "livello di indebitamento" congiuntamente riflettono l'opinione di S&P'S in merito alla sostenibilità del debito e dell'equilibrio fiscale, tenuto conto della posizione esterna del Paese e della flessibilità fiscale e monetaria. La media dei valori assegnati a tali fattori determina il valore attribuito al *"flexibility and performance profile"*.

CONSOB



Sulla base dei valori attribuiti al "*political and economic profile*" e al "*flexibility and performance profile*" viene determinato un livello indicativo di rating³. Di seguito si riporta la tabella sulla base della quale viene determinato il livello indicativo del rating tenuto conto dei valori

medi del "political and economic profile" e del "flexibility and performance profile".



Table 2
Indicative Rating Levels From The Combination Of (1) The Political And Economic Profile With (2) The Flexibility And Performance Profile

		Political and economic profile										
Flexibility and performance profile	Category	Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor
Category	Score	1	1.6	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Extremely strong	1 to 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Very strong	1.8 to 2.2	aaa	aae	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Strong	2.3 to 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderately strong	2.8 to 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermediate	3.3 to 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderately weak	3.8 to 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Weak	4.3 to 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Very weak	4.8 to 5.2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremely weak	5.3 to 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

Al riguardo si osserva innanzitutto che la decisione del 13 gennaio 2012 di un declassamento del rating della Repubblica Italiana di 2 notches (da A a BBB+), è stata determinata da una variazione sostanziale del parametro "flexibility and performance profile"(media dei valori assunti dai fattori "esterno", "monetario" e "livello di indebitamento").

In quest' ambito, come evidenziato in precedenza, la rating action sarebbe, in ultima analisi, riconducibile essenzialmente al peggioramento del solo fattore esterno ("external liquidity score"), che

consiste nel rischio che possa verificarsi nel prossimo futuro un minor afflusso di finanziamenti esteri al settore pubblico e al settore bancario italiano. Tale fattore avrebbe subito, nel caso della Repubblica Italiana, una variazione negativa tanto marcata da determinare, a parità degli altri fattori, una sensibile diminuzione del "flexibility and performance profile" e, di conseguenza, del rating sovrano (nella misura di ben due notches). Per ciò che attiene alla corretta presentazione delle informazioni utilizzate per la decisione (e quindi sulla fonte dei dati utilizzati a supporto di tale decisione in merito al fattore esterno) si rinvia al successivo par. 3.3.

Al riguardo, il confronto tra le motivazioni del downgrading dell'Italia del 13 gennaio u.s. e quelle dei precedenti cambiamenti dell'Outlook e del rating sul debito sovrano italiano (avvenuti rispettivamente il 20 maggio e il 19 settembre 2011) evidenzia una parziale incoerenza di tali motivazioni. Infatti, mentre nei precedenti giudizi il downgrading e il cambiamento di Outlook avevano alla base fattori legati all'elevato debito pubblico dell'Italia e alla situazione politica confusa e di stallo quanto a capacità decisionale, il downgrading del 13 gennaio u.s. pone invece l'accento soprattutto su fattori legati alla maggiore difficoltà dello Stato e del sistema bancario italiano ad ottenere finanziamenti da investitori esteri, da cui essi sono fortemente dipendenti. Questo potrebbe accrescere, secondo S&P'S, il costo del debito più a lungo termine o ridurne la scadenza media.

CONSOB

Tale motivazione non era stata tuttavia mai menzionata nei due citati report di S&P'S sul debito sovrano italiano del maggio e del settembre 2011. Solo nel Report del 5 dicembre 2011 — con cui 15 Paesi dell'Eurozona erano stati posti sotto revisione per un possibile downgrading — il fattore "esterno" viene menzionato per la prima volta, individuato tuttavia in termini generali per tutti i Paesi coinvolti dell'Eurozona, e senza che venisse analizzato, in tali Report, come tale fattore potesse incidere sul rating del debito sovrano italiano e determinarne il declassamento. Inoltre, come detto, i 2 fattori che avevano determinato i precedenti declassamenti (i.e. quello politico e quello dell'elevato indebitamento) non vengono considerati rilevanti ai fini del downgrading dell'Italia del 13 gennaio 2012⁴.

* * *

L'analisi delle motivazioni addotte per il downgrading del rating del debito sovrano dell'Italia del 13 gennaio 2012, messe a confronto con quelle delle precedenti decisioni adottate da S&P'S il 20 maggio e il 19 settembre 2011, sembra indicare un'applicazione non sistematica e continuativa dei criteri alla base del rating. Desta infatti particolari perplessità il fatto che un fattore quale quello esterno venga considerato fondamentale il 13 gennaio 2012 per un declassamento del rating della Repubblica Italiana di 2 notches, mentre nel precedente downgrade del 19 settembre 2011, S&P'S precisava che lo stesso non aveva invece contribuito alla decisione ("The scores relating to the other elements of our methodology - economic structure, external, and monetary -did not contribute to the downgrade").

Peraltro, anche nel Report del 5 dicembre 2011 — in cui il fattore esterno viene per la prima volta menzionato tra le motivazioni di un possibile *downgrading* — non viene data una spiegazione sufficientemente dettagliata su come tale fattore possa incidere su un eventuale downgrading, ma ci si limita a riportare, in termini generali per tutti i Paesi, che *"Our analysis of "external liquidity" will focus on the borrowing requirements of both eurozone governments and banks"*.

A questo proposito, si evidenzia l'opportunità di esaminare la coerenza dell'applicazione della metodologia di S&P'S sia tramite confronti temporali che tramite confronti tra i diversi Paesi dell'area Euro.

Sulla base degli elementi sopra esposti, si segnalano quindi all'E.S.M.A. le suddette attività poste in essere da S&P'S nell'elaborazione dei rating diffusi il 13 gennaio 2012 su vari Paesi europei e in particolare sull'Italia, al fine di verificare il rispetto dell'**art. 8, par. 3 del Regolamento n. 1060/2009** — secondo il quale *"Un'agenzia di rating del credito utilizza metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi"* — e delle relative misure di attuazione emanate dell'E.S.M.A. e, in precedenza, dal CESR. In particolare, l'E.S.M.A. ha chiarito, in attuazione della suddetta norma regolamentare, che le metodologie di rating, i relativi modelli analitici, le assunzioni chiave alla base del rating e i criteri devono essere applicati in modo **sistematico** nella formulazione di tutti i

4 Peraltro, è opportuno evidenziare che il giudizio di rating di S&P'S sull'Italia, basato sulle citate motivazioni, avviene praticamente pochi giorni dopo lo svolgimento di un'asta sui titoli di Stato italiani (BOT e BTP) che ha visto ridursi notevolmente i tassi di rendimento dei titoli a breve termine ma anche, seppur in misura inferiore, dei titoli con scadenze medio-lunghe. Inoltre, il suddetto declassamento potrebbe determinare un incremento dei tassi di interesse dei titoli di stato italiani a parità di scadenze, rendendo sempre più difficoltoso reperire finanziamenti esterni, e quindi di fatto avverando le previsioni dell'agenzia di rating.

CONSOB

rating relativi a una data classe di attività o a un segmento di mercato, salvo che non vi sia una ragione obiettiva per discostarsi da essi⁵.

c. La corretta indicazione delle fonti utilizzate per preparare il rating

Nel Report del 13 gennaio sull'Italia, S&P'S ha citato, tra le fonti informative alla base del rating, i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (o Bank for International Settlements, o BIS "*Looking at BIS data, we note a marked and sustained decline in foreign banks' claims on Italian borrowers*"). I dati esaminati, come detto, mostrerebbero, secondo l'agenzia, una riduzione di tali finanziamenti esteri nei confronti dell'Italia, il che potrebbe incidere sulla capacità futura di rifinanziare il

proprio debito e, di conseguenza, determinare un incremento del costo del finanziamento per il settore pubblico e il settore bancario, e/o una riduzione delle scadenze di tali debiti.

Prescindendo dall'entrare nel merito dalle valutazioni espresse da S&P'S con riferimento all'evoluzione dei dati analizzati, tuttavia si osserva quanto segue:

- il riferimento ai dati della Banca dei Regolamenti Internazionali è troppo generico: tale istituto infatti elabora e pubblica su base trimestrale un ampio *set* di informazioni sul sistema bancario internazionale. S&P'S non include né descrive all'interno del proprio Report la tipologia e la natura di tali dati, cosicché per i lettori e utilizzatori del rating non è possibile comprendere e stimare l'impatto degli stessi sul *downgrading*, anche al fine di valutare le argomentazioni addotte da S&P'S;
- i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali sono pubblicati entro 120 giorni dalla fine del primo mese successivo al trimestre al quale si riferiscono. Pertanto, alla data del 13 gennaio 2012, erano solo disponibili i dati al II trimestre del 2011, che tuttavia risultano anteriori alla fase di crisi finanziaria più acuta nell'UE. Inoltre, il fatto che i dati citati non vengano rappresentati nel *Report* non consente di comprendere se S&P'S disponeva di dati della BIS differenti da quelli pubblici.

Informazioni più puntuali in merito alla natura dei dati della Banca dei Regolamenti Internazionali citati ed esaminati avrebbero senz'altro rappresentato un'utile indicazione, nello spirito della regolamentazione europea vigente, per gli analisti. Questi ultimi infatti, analizzando il *trend*

di tali dati anche per altri Paesi, avrebbero potuto formulare scelte di investimento più precise. L'importanza indicata, per la decisione di *downgrading*, del fattore "esterno", anche in considerazione della variazione dei summenzionati dati, avrebbe quindi meritato un'indicazione più precisa delle fonti esaminate.

In proposito, si segnalano quindi all'E.S.M.A. le modalità con cui S&P'S ha indicato, nel Report sull'Italia del 13 gennaio 2012, le fonti informative utilizzate per preparare il rating, al fine di verificare il rispetto delle misure indicate nell'Ali. I, sez. D, par. 2, lett a) del Reg. n. 1060/2009⁶.

⁵ Cfr. il Rapporto finale dell'E.S.M.A. su "*Standard Tecnici di Regolamentazione (RTS) sull'accertamento della conformità delle metodologie di rating al Regolamento sulle Agenzie di rating*" [E.S.M.A./2011/462] del 22 dicembre 2011 (sottoposti all'avallo della Commissione Europea), secondo il quale, all'art. 5, "*Un'agenzia di rating deve utilizzare una metodologia di rating e i relativi modelli analitici, assunzioni chiave alla base del rating e criteri, che siano applicati in modo sistematico nella formulazione di tutti i rating relativi a una data classe di attività o a un segmento di mercato, salvo che non vi sia una ragione obiettiva per discostarsi da essi*". Una formulazione simile è inclusa nelle "*Linee Guida del CESR sugli standard comuni per l'accertamento della conformità delle metodologie di rating ai requisiti dell'art. 8, par. 3 del Regolamento*" [CESR/10-945], pubblicate il 30 agosto 2010.

CONSOB

f. Eventuale operatività di analisti e altri soggetti che hanno partecipato alle attività di rating

Si segnala inoltre che la scrivente Divisione sta svolgendo, anche nell'ambito di proprie indagini relative a possibili ipotesi di abusi di mercato, verifiche sull'operatività posta in essere sui principali titoli azionari del mercato italiano e sugli indici azionari in concomitanza con la diffusione di *rumors*, nel pomeriggio del 13 gennaio sul *downgrading* dell'Italia e di altri Paesi europei.

Qualora da tali analisi e dalle ulteriori informazioni che perverranno emerga un'operatività anomala posta in essere da analisti o da altri soggetti che hanno partecipato all'attività di rating, si provvederà a segnalarli all'E.S.M.A. ai fini dell'accertamento di eventuali violazioni anche dell'Allegato I, Sez. C, Par. 1 e 2 del Regolamento (CE) 1060/2009.

g. Ulteriori osservazioni

Infine, un ulteriore aspetto di criticità che si intende segnalare è il fatto che S&P'S abbia diffuso congiuntamente giudizi di *downgrading* su ben 9 Paesi dell'Eurozona. Tale comportamento, anche se non appare violare alcuna norma, ha verosimilmente avuto l'effetto di contribuire ad amplificare l'impatto sul "sistema euro", dando agli investitori l'impressione di un peggioramento generalizzato in tale area, anche se (come detto prima) le motivazioni che hanno determinato il *downgrading* dei vari Paesi sono almeno in parte diverse.

Al riguardo, anche in considerazione degli effetti che tali decisioni possono avere sulle scelte di investimento di vari soggetti (ad es. *asset manager*, compagnie di assicurazione e altri investitori istituzionali) può risultare opportuno proporre — nell'ambito della discussione attualmente in corso della nuova proposta di Regolamento sulle agenzie di rating (cd. CRA3) — l'introduzione di misure finalizzate ad evitare tali

decisioni (collettive), che spesso sono meno supportate a livello di motivazioni rispetto a singole *rating action*, mentre possono avere un impatto molto accentuato sui mercati o sui titoli coinvolti.

6 Il Regolamento n. 1060/2009 prevede (Allegato I, Sezione D, par. 2) che un'agenzia di rating indichi " tutte le principali fonti rilevanti, compresa l'entità valutata o, laddove appropriato, terzi collegati, utilizzate per preparare il rating (...)"



3. Aggiornamento in merito alle attività di vigilanza svolte nel 2011

Ad integrazione di quanto rappresentato nei precedenti paragrafi con riferimento al giudizio di rating pubblicato il 13 gennaio 2012, si fornisce un aggiornamento in merito alle attività di vigilanza svolte nel corso del 2011 concernenti l'agenzia di rating S&P'S, già oggetto di segnalazione all'E.S.M.A. con nota del 1° luglio 2011.

In particolare, detta attività di vigilanza ha interessato i report diffusi da S&P'S il 20 maggio e il 1° luglio 2011. Al riguardo si ritiene opportuno evidenziare alcuni elementi di criticità riscontrati, in quanto riguardano profili, quali quello delle motivazioni delle azioni di rating, delle modalità di diffusione dei rating o dei *Report* e dell'adeguato utilizzo delle informazioni disponibili, che ricorrono anche nelle decisioni di rating del 13 gennaio 2012.

Inoltre, alcuni degli elementi riscontrati hanno condotto la CONSOB a richiedere, nell'ambito dell'attività dei Collegi di vigilanza in

sede di registrazione, determinate modifiche o integrazioni delle procedure in essere da parte delle agenzie di rating”.

3.1. Report di S&P'S del 20 maggio 2011

Venerdì 20 maggio 2011 la filiale londinese di Standard & Poor's ha diffuso, a mercati chiusi, un *Report* avente ad oggetto la revisione negativa dell'*Outlook* del debito sovrano italiano "*Republic of Italy Outlook Revised To Negative On Risk Of Persistent High Debt Ratio; 'A+/A-1+' Rating Affirmed*". Tale decisione (*rating action*) è stata determinata, sulla base della elaborazione degli analisti Ehileen X Zhang e Frank Gill (cfr. all. 5), dai seguenti fattori:

- le deboli prospettive di crescita dell'economia italiana ("*Italy's current growth prospects are weak*");
- il fatto che l'impegno politico nei confronti di riforme volte a favorire l'aumento della produttività appaia incerto ("*the political commitment for productivity-enhancing reforms appears to be faltering*");
- la situazioni di paralisi politica, che potrebbe determinare un allentamento delle politiche fiscali di consolidamento ("*Potential political gridlock could contribute to fiscal slippage*");
- il rischio nel lungo periodo di un ridotto tasso di crescita anche a causa della dinamica demografica ("*In the longer term, we believe that growth prospects could dim further as a result of Italy's unfavorable demographic profile*").

Il peggioramento delle prospettive sul rating sovrano italiano da stabili a negative implicava, secondo S&P'S, una probabilità del 33% che il rating venisse ridotto entro i successivi 24 mesi.

In proposito, si osserva che il report diffuso il 20 maggio u.s. riportava motivazioni piuttosto sintetiche ed esclusivamente qualitative in merito alla decisione di rating; **non** veniva infatti **riportato alcun dato quantitativo** a supporto della decisione.

Nel corso della successiva seduta di borsa di lunedì 23 maggio u.s., S&P'S, alle ore 10:44, ha diffuso un ulteriore report avente ad oggetto le motivazioni della decisione di rivedere in senso negativo *l'Outlook* del debito sovrano italiano dal titolo *"Why We Revised The Outlook On Italy To Negative"*. In tale *Report* si ribadivano le summenzionate criticità, descritte tuttavia in modo più approfondito, e si fornivano taluni dati quantitativi in ordine alla situazione macroeconomica dell'Italia .

3.2. Report di S&P'S del 1° luglio 2011

L'1 luglio 2011 S&P'S ha pubblicato un Report dal titolo *"Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks To Debt Reduction"* (cfr. all. 6). Tale Rapporto non ha avuto ad oggetto un cambiamento di rating (o di Outlook o di Rating watch) ma conteneva valutazioni negative in merito alla manovra economica appena presentata dal Governo italiano, ma non ancora definitiva e di cui non era ancora pubblico il testo scritto.

* * *

Al riguardo, lo scrivente Ufficio ha convocato per il 4 luglio 2011 i rappresentanti legali dell'agenzia di rating al fine di acquisire informazioni e chiarimenti in merito al suddetto Report. Nel corso di tale audizione, è stato evidenziato da S&P'S che tale Report rappresentava una semplice nota di carattere macroeconomico, redatta per far fronte alle esigenze del mercato di avere valutazioni da parte di S&P'S in merito alla manovra di consolidamento fiscale allo studio da parte del Governo Italiano. S&P'S, in una successiva risposta scritta del 7 luglio 2011, ha precisato che — benchè la pubblicazione non fosse stata sollecitata da alcun soggetto terzo, essa derivava dalla constatazione, da parte dei propri analisti, che il comunicato stampa diffuso dal Governo Italiano "rappresentasse un fatto di interesse per il mercato, meritevole dunque di un commento".

Sebbene vi fosse stato un mutamento di scenario⁸ lo stesso report tuttavia, secondo quanto rappresentato da S&P'S, **non conterrebbe nuovi elementi di giudizio** rispetto a quanto rappresentato nell'ultima revisione dell'*Outlook* del 20 maggio 2011.

S&P'S ha altresì precisato di non considerare tale tipologia di report quale "attività di rating del credito" ai fini del Regolamento (CE) 1060/2009. Pertanto lo stesso non è stato assoggettato alle misure previste in materia di approvazione dei rating, quale, ad esempio, l'esame da parte di un Comitato rating. Tuttavia si evidenzia che lo stesso report riporta "***This unsolicited rating(s) was initiated by Standard & Poor's [...]***", lasciando quindi intendere che l'agenzia stessa potesse ritenere tale report come un giudizio di rating.

Al riguardo, si rappresenta che un primo elemento di criticità del suddetto Report è costituito dal fatto che, in presenza di elementi informativi in qualche modo "**nuovi**", l'agenzia di rating deve valutare con attenzione quando questi determinano l'esigenza di produrre un nuovo rating, piuttosto che un semplice Report macroeconomico.

La diffusione di tali report, secondo quanto rappresentato da S&P'S nel corso dell'audizione, sarebbe usuale in occasione di nuovi eventi o di un mutamento del contesto informativo concernente un emittente. S&P'S ha inoltre sottolineato che il Report in oggetto, contenente una sintetica valutazione della manovra di consolidamento fiscale allo studio da parte del Governo italiano, era stato elaborato e diffuso a mercati aperti al fine di non creare asimmetrie informative sul mercato.

⁸¹ il 30 giugno 2011 il Governo Italiano aveva approvato un pacchetto di misure finalizzato al consolidamento fiscale. Il testo di tale decreto tuttavia alla data del 3 luglio 2011 non era noto neanche al Presidente della Repubblica (come precisato in un comunicato stampa del 3 luglio 2011: *"Poiché molti organi di informazione continuano a ripetere che la manovra finanziaria approvata dal Governo nella seduta di giovedì scorso sarebbe al vaglio della Presidenza della Repubblica già da venerdì, si precisa che a tutt'oggi la Presidenza del Consiglio non ha ancora trasmesso al Quirinale il testo del decreto legge"*)

CONSOB

Inoltre, con riferimento alle informazioni esaminate, un ulteriore elemento di criticità è rappresentato dal fatto che, in presenza di un giudizio di rating, l'agenzia deve valutare "se considera soddisfacente la qualità delle informazioni disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o a terzi collegati" e che "Laddove la mancanza di dati affidabili [...] o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il rating o ritira il rating esistente" (Allegato I, Sezione D, Par. 4, del Regolamento (CE) 1060/2009).

Anche a seguito di tale analisi, è stato chiesto alle agenzie di rating, in fase di registrazione, di prevedere esplicitamente nelle proprie procedure che tale verifica della "novità" e dell'affidabilità delle informazioni dovesse essere fatta sempre, al fine di valutare la necessità di emettere o meno un giudizio di rating, nonché che tale attività di verifica non fosse posta in essere dal solo analista, ma fosse condivisa da un esponente *senior* del Dipartimento di rating coinvolto.

S&P'S, così come le altre agenzie di rating internazionali (che prevalentemente producono tali Report macroeconomici), ha quindi modificato nel modo richiesto le relative procedure".

Fin qui la Nota Tecnica del 9/2/2012.

Di tutta la documentazione CONSOB sinora esaminata hanno riferito in dibattito, all'udienza del 19/11/2015, il presidente Giuseppe Vegas ed il funzionario della Divisione Mercati dr. Neomisio Susi nelle

rispettive deposizioni, allorché si è affrontato approfonditamente anche il tema della cooperazione internazionale con le Autorità britanniche (F.S.A. e S.F.O.) e della interlocuzione della CONSOB con l'E.S.M.A., la quale ultima ha fornito risposte tanto laconiche, quanto – per il vero – pilatesche.

La deposizione di Vegas è, in definitiva, apparsa come l'impietosa fotografia di un sistema di vigilanza e di collaborazione internazionale quantomeno inadeguati quando tale vigilanza deve investire potenti entità quali le Agenzie di rating.

Anche al Presidente Vegas si è chiesto di riferire – in relazione al proprio qualificato punto di osservazione – sulle condizioni dei “fondamentali” economici della Repubblica italiana nel maggio 2011 (in occasione del primo degli episodi di cui si parla nelle imputazioni) e la risposta è stata analoga a quella fornita dal Ministro Tremonti e dalla Dirigente del Tesoro dr.ssa Cannata.

Questi, testualmente, i passi salienti della deposizione del Presidente Vegas:

ESAME DEL PUBBLICO MINISTERO:

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, da quanto tempo lei è presidente della CONSOB?

DICH VEGAS – Dall'inizio del 2011.

PUBBLICO MINISTERO – In precedenza i suoi incarichi, i suoi ruoli istituzionali?

DICH VEGAS – Sono stato membro del Parlamento e Sottosegretario e Viceministro all'Economia.

PUBBLICO MINISTERO – E' stato anche componente della commissione bilanci?

DICH VEGAS – Sono stato anche componente e anche una volta vice presidente della Commissione bilancio del Senato.

PUBBLICO MINISTERO – E' stato anche Viceministro dell'Economia?

DICH VEGAS – Sono stato anche Viceministro dell'Economia, due volte.

PUBBLICO MINISTERO – Ha al suo attivo pubblicazioni su temi economico-finanziari, sul bilancio, sulla spesa pubblica, sull'economia?

DICH VEGAS – Principalmente sul bilancio dello Stato.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, presidente, che ruolo svolge la CONSOB in relazione al mercato finanziario?

DICH VEGAS – La CONSOB ha sostanzialmente tre funzioni: una di regolamentazione, però adesso in applicazione della normativa europea, quindi regolamentazione secondaria o di attuazione, poi di controllo del mercato e anche eventualmente un'azione di carattere sanzionatorio nei confronti dei comportamenti anti giuridici.

Il Presidente Vegas si è soffermato sull'analisi di due documenti trasmessi all'Ufficio del P.M.: la relazione per la Commissione in ordine alla domanda di registrazione di Standard & Poor's come agenzia di rating, del 12 luglio 2011, e la Nota Tecnica del 9 febbraio 2012 che, anche in inglese, viene trasmessa all'E.S.M.A. nel febbraio 2012: organismo, quest'ultimo, che – ha chiarito Vegas – è “...il soggetto europeo che regola le società di rating, però in quella fase le singole autorità nazionali dovevano, ognuna per la sua parte, autorizzare l'esercizio di questa attività. E quindi anche la CONSOB, da parte sua, avrebbe dovuto autorizzare. Per autorizzare, ovviamente, si faceva un

esame della situazione, delle caratteristiche delle società di rating, e si doveva trasmettere una decisione all'E.S.M.A.. La bozza degli uffici conteneva la proposta di esprimere un parere favorevole con alcune osservazioni. **In Commissione, invece, la Commissione fu più critica e decise di proporre il diniego dell'autorizzazione in attesa che venissero adottate alcune modifiche nella struttura. Questo è il punto sostanziale**".

A fronte della acquisizione della **Nota CONSOB sull'azionariato di S&P's**, alla domanda del P.M. su chi controllasse Standard & Poor's, il Presidente Vegas ha risposto:

"Sostanzialmente una società che si chiama **McGraw-Hill**, che è una società, una famosa casa editrice, nella quale partecipano anche una serie di fondi... tra cui c'era la **Capital World Investors**, che aveva circa il 10%, poi in realtà è risultato che avesse qualcosa in più del 10%, e altre società, tra cui alcuni fondi, come per esempio **BlackRock**, che avevano però partecipazioni sostanzialmente limitate nell'ordine del 2, 2.5%... C'era **anche Morgan Stanley**..a sua volta partecipata dagli stessi soggetti che partecipavano dell'azionariato di McGraw-Hill cioè, **State Street Corporation, Vanguard Group e BlackRock**.

Con riguardo alla Nota Tecnica del 9/2/2012, ha riferito il Presidente Vegas:

"...Noi allora chiedemmo all'E.S.M.A. di valutare, sulla base della nuova regolamentazione dell'agenzia, se quanto era avvenuto in relazione all'emissione del rating del 13 gennaio fosse

corrispondente alla regolamentazione...noi allora, come poi dopo nel 2012, ci siamo rivolti all'E.S.M.A., perché l'E.S.M.A. è l'organismo preposto per valutare la congruenza dei comportamenti delle agenzie di rating rispetto al Regolamento che le riguarda”.

In modo ancora più chiaro Vegas ha soggiunto:

“Allora, noi...siccome a quel punto il soggetto preposto all’esprimere un giudizio circa la congruità del comportamento dell’agenzia di rating rispetto al Regolamento non eravamo più noi, ma l’E.S.M.A., noi abbiamo sottolineato questo dato perché, a nostro avviso, poteva rappresentare una possibile violazione al Regolamento europeo. L’E.S.M.A. però non si è pronunciato favorevolmente, nel senso di aprire una inchiesta in materia”.

Sul repentino ed inspiegato cambio di metodologia nell’elaborazione dei rating VEGAS più avanti nuovamente insiste dicendo:

“...Però l’abbiamo segnalato perché, a nostro avviso, questo cambio di metodologia non supportato da una motivazione adeguatamente, mettiamola così, diffusa, poteva collidere con la norma”... Se avessimo pensato che era escluso che collidesse, non l’avremmo segnalato all’E.S.M.A.”.

Alla seguente domanda del P.M.:

“Presidente.... poiché voi avete dedicato quattordici pagine fitte fitte su tutto quello che era il dato emerso dai vostri approfondimenti e aggiornamenti sull’attività di vigilanza, l’E.S.M.A. vi ha risposto in maniera altrettanto diffusamente motivata sulle

ragioni dell'archiviazione?

La risposta del Presidente VEGAS è stata:

“No, se ben ricordo la risposta dell’E.S.M.A. fu quantomeno sintetica”.

Ancora con riguardo alle Fonti utilizzate per l’emissione dei rating è importante questo punto della deposizione:

*PUBBLICO MINISTERO - Senta Presidente, ho finito veramente. Quando, siamo a pagina 10, il paragrafo dedicato alla corretta indicazione delle fonti utilizzate per preparare il rating, è quella, diciamo così, criticità, pagina 10, che poi culmina nella segnalazione della violazione dell’allegato 1 sezione D paragrafo 2 lettera A Regolamento 1060/2009. Lì si fa riferimento al fatto che **Standard & Poor's nelle sue valutazioni fa riferimento ai dati della Banca regolamenti internazionali.** È un riferimento preciso o troppo generico?*

*DICH VEGAS – **Secondo la nostra nota, è troppo generico.***

PUBBLICO MINISTERO – E’ troppo generico. Perché?

*DICH VEGAS – Perché sostanzialmente... cioè, ora lo leggo direttamente, perché, non include, **non c’è una descrizione sostanzialmente dei dati e il motivo per cui sono stati scelti questi dati rispetto ad altri**... viene adottato questo soggetto, a cui non si faceva riferimento prima, e **non si spiega perché si scelgono i dati forniti dalla BRI e non altri.** Almeno così avevamo capito all’epoca.*

PUBBLICO MINISTERO – Poi nella nota c’è scritto, adesso ometto di

far leggere.

PRESIDENTE – Va bene, poi la vediamo.

Rispondendo al difensore degli imputati che faceva rilevare al Presidente della CONSOB come nessuna contestazione formale per abuso di mercato fosse stata rivolta a S&P's in relazione alle vicende di causa, il teste ha replicato nei seguenti termini:

“Alla fine dell’esame non sono state emesse (contestazioni N.d.A.), anche perché non siamo stati in grado di concludere il nostro lavoro perché abbiamo chiesto alcune informazioni alla nostra corrispondente inglese, la F.S.A., e non abbiamo avuto dalla F.S.A. le informazioni...”

All’incalzante difensore che soggiungeva che l’F.S.A. avesse comunque risposto con una quantità voluminosa di documenti, il Presidente Vegas ha così risposto:

“Abbiamo acquisto documenti, però non su tutte le domande che avevamo fatto”; ragione per la quale – ha spiegato il Presidente Vegas per chiarire le ragioni per cui non aveva elevato le contestazioni a S&P's – **la documentazione ricevuta a seguito di richiesta di collaborazione internazionale all’F.S.A. di Londra** **“Non era sufficiente per configurare la chiusura dell’istruttoria...è un’attività sempre difficoltosa, per ovvi motivi, soprattutto non disponendo di poteri come quelli dell’autorità giudiziaria”**.

Sul medesimo tema è ritornato altro difensore degli imputati cui il Presidente Vegas ha risposto come segue:

DICH VEGAS - “Gli uffici hanno richiesto alcuni dati direttamente, altri dati attraverso l’F.S.A., che è il nostro corrispondente britannico.

AVVOCATO ISOLABELLA – Ma quali erano questi dati, chiedo scusa Presidente.

DICH VEGAS – Francamente con esattezza non lo ricordo.

AVVOCATO ISOLABELLA – Ma a suo pensiero, visto che era Presidente di quell’istituto , quali dati potevano servire per sollevare un problema di 187 ter a fronte delle comunicazioni che avevate?

DICH VEGAS – Forse questa domanda, mi permetto, potete chiedere meglio al dottor Susi nel prossimo interrogatorio, comunque erano dati che gli uffici ritenevano indispensabili per concludere l’istruttoria. L’F.S.A. ha risposto che questi dati, sentita Standard & Poor’s, non avevano per l’organo britannico, che è quello deputato alla vigilanza sull’agenzia di rating, non avevano rilievo e quindi non ha insistito per darceli.

A pag. 175 del verbale stenotipico dell’udienza del 19/11/2015, è riportato l’esame testimoniale del funzionario CONSOB più esperto in materia di Agenzie di rating, estensore principale sia della Relazione per la commissione del 12/7/2011 (in relazione alla procedura di registrazione di S&P’s), che della Nota Tecnica del 9/2/2012, oltre che delle lettere trasmesse all’E.S.M.A. ed alle Autorità britanniche coinvolte nella richiesta di collaborazione internazionale (documenti tutti comunque condivisi con gli altri funzionari e con la Commissione ed il suo Presidente).

Con riguardo alle informazioni ed alle richieste di documenti fatte da CONSOB alla F.S.A., il dr. Susi ha risposto come segue.

DICH SUSI - "...Abbiamo chiesto una serie di documenti procedurali per quanto riguarda la confidenzialità delle informazioni; abbiamo chiesto, diciamo, elementi informativi sulla interazione tra Standard & Poor's e i soggetti oggetto del giudizio di rating del 13 gennaio, quindi nella fattispecie lo Stato italiano; abbiamo chiesto quali soggetti di Standard & Poor's fossero a conoscenza dell'imminente rating action del 13 gennaio; abbiamo chiesto poi una serie di documenti ed elementi informativi che il comitato di rating di Standard & Poor's e gli analisti di Standard & Poor's avevano utilizzato nella valutazione e abbiamo chiesto tutti i documenti relativi al rating, al comitato di rating di Standard & Poor's che ha approvato lo stesso rating il 13 gennaio.

AVVOCATO GOLINO – E cosa avete ottenuto? Cos'è che vi è stato dato e cos'è che non vi è stato dato di questo?

DICH SUSI – C'è stata data la lista di soggetti di Standard & Poor's che sono stati messi a conoscenza anticipatamente dell'uscita del rating; i documenti relativi alla interazione con il Ministero dell'Economia, cioè l'e-mail inviata secondo la regola delle dodici ore prima; una serie di documenti procedurali relativi a, diciamo, sia alla confidenzialità e sia, se non ricordo male, alla valutazione e alla decisione del rating committee, eccetera; mentre non ci sono stati forniti i documenti relativi a quali... gli elementi informativi relativi a quali documenti sono stati considerati dagli analisti, dal comitato di rating per pervenire alla decisione, nonché tutti i documenti, minuta e così via,

relativi al rating commettee.

AVVOCATO GOLINO – Quali valutazioni avete fatto in merito a possibili contestazioni per abusi di mercato a Standard & Poor's?

DICH SUSI – Abbiamo ritenuto che non vi fossero elementi sufficienti per procedere a configurare una ipotesi di manipolazione, anche in relazione al fatto che gli elementi che avevamo ritenuto, come ci siamo detti, erano, diciamo così, parziali.

In definitiva, dalle dichiarazioni dibattimentali del Presidente Vegas e da quelle con esse convergenti del funzionario CONSOB dr. Susi emerge una circostanza significativa ed inconfutabile: **la CONSOB non ha proceduto ad infliggere sanzioni all'agenzia di rating S&P's in relazione ai fatti denunciati/segnalati all'E.S.M.A. nella Nota Tecnica del 9/2/2012** (fatti successivamente divenuti oggetto di imputazione nel presente processo) **non già perché non abbia ritenuto integrati gli estremi di abusi di mercato e di manipolazione informativa del mercato come da essa CONSOB inizialmente denunciato nella richiesta di assistenza internazionale alla F.S.A.** (tanto è vero che il rapporto del 30/1/2012, la Nota Tecnica del febbraio 2012 e la richiesta di Assistenza Internazionale parlano chiarissimo), **ma perché non sono stati ad essa CONSOB forniti dall'F.S.A. di Londra tutti gli elementi opportunamente richiesti e ritenuti "necessari" per l'istruttoria.**

Infine, con riguardo all'interlocuzione della CONSOB con l'E.S.M.A., deve rilevarsi come **le due Note** (acquisite agli atti del processo) a dir poco *laconiche* con cui l'E.S.M.A. "liquida" la Segnalazione/Denuncia contenuta nella Informativa/Nota Tecnica del 9/2/2012 (nella sua deposizione, il Presidente Giuseppe Vegas ironicamente rammenta al

difensore “...se ben ricordo la risposta dell’E.S.M.A. fu quantomeno sintetica”) **non possono in alcun modo ritenersi esaustive e tranquillizzanti**: ciò, anche in ragione del fatto che quelle Note dell’E.S.M.A. prendono in esame (essendo del mese di marzo del 2012) solo quello che CONSOB aveva evidenziato nel gennaio 2012 (allorché, attivata l’istanza di assistenza internazionale, era in attesa di ulteriori notizie ed atti, come quelli richiesti a Londra presso la F.S.A. e che mai sarebbero arrivati), non anche quello che emerge dagli atti del P.M. che vengono ad E.S.M.A. consegnati nel dicembre 2012 e su cui l’E.S.M.A. resta in assordante silenzio.

Vale, allora, la pena riprodurre qui di seguito le due Note con le quali l’E.S.M.A. risponde alle sollecitazioni e segnalazioni rivoltele dalla CONSOB nell’articolata e puntuale Nota Tecnica di cui si è ampiamente detto e commentato: segnalazioni e sollecitazioni di CONSOB “liquidate” dall’Autorità europea in poche battute, a dimostrazione di una indisponibilità ad affrontare i delicati temi sollevati dall’organo di vigilanza italiano.

Rif.: Standard & Poor’s – Declassamento dell’Italia e di altri 8 paesi europei

Gent. Dott. Vegas,

La ringrazio per la Sua lettera del 16 Gennaio 2012 in merito al declassamento dell’Italia e di altri 8 Stati Membri dell’UE appartenenti all’Eurozona da parte dell’agenzia di rating S&P’S avvenuto nella tarda serata del 13 Gennaio 2012. Speriamo di ricevere dalla CONSOB il report con una descrizione dettagliata dei fatti menzionati nella Sua lettera, precisamente la fuga di notizie nel primo pomeriggio del 13 Gennaio relativamente all’imminente declassamento nonché il loro effetto sul mercato finanziario italiano. In particolare sarebbe importante capire se la fuga di

notizie possa essere opera di S&P'S o di altre fonti che sarebbero state informate 12 ore prima dell'imminente declassamento. E' mia intenzione mettere in agenda per il prossimo meeting della Commissione di vigilanza, che si terrà il 14 Febbraio 2012, i declassamenti del debito sovrano, la regola delle 12 ore e la fuga di notizie. Nella Sua lettera fornisce una prima analisi dei motivi formulati da S&P'S per giustificare il declassamento dell'Italia e le presunte contraddizioni.

Lo scorso Dicembre l'E.S.M.A. ha condotto ispezioni sul posto per meglio capire il processo di rating e per valutare la compliance normativa da parte delle agenzie di rating.

Aspettiamo che venga pubblicato entro la fine del primo trimestre del 2012 un report con i risultati di queste prime ispezioni. L'E.S.M.A. sta anche valutando altre questioni come il falso allarme sul downgrading della Francia da parte di S&P'S avvenuto il 10 Novembre 2012.

*Ai fini della vigilanza continua il ruolo dell'E.S.M.A. é assicurare la conformità all'Art. 8(3) del CRA Regulation (Regolamento delle Agenzie di rating) che prevede che le metodologie debbano essere rigorose, sistematiche, continue e soggette a validazione basata su esperienza storica, inclusi test retrospettivi. **Tuttavia il Regolamento CRA vieta all'E.S.M.A. di interferire con il contenuto dell'affidabilità creditizia o con le metodologie. Come Lei ben sa, questo vale anche per la Commissione ed ogni altra autorità pubblica di uno Stato Membro.***

Infine prendo atto che la Sua lettera del 16 Gennaio 2012 é stata riprodotta in parte su un giornale finanziario italiano il 18 Gennaio e ampiamente citata nel corpo dell'articolo. Sono sicuro che concorderà con me e come recentemente discusso con la Commissione di Vigilanza, che é un peccato quando si verifica una fuga di informazioni confidenziali. Assicurare la riservatezza delle informazioni di vigilanza non è solo un obbligo legale che ci compete, significa anche assicurare la giusta cooperazione tra le Autorità Competenti Nazionali e l'E.S.M.A. nonché la credibilità della supervisione delle agenzie di rating.

Distinti saluti,

Steven Majoor

Presidente E.S.M.A.

Rif.: Standard & Poor's – Declassamento dell'Italia e di altri 8 paesi europei

Gentile Giuseppe,

La ringrazio per la Sua lettera del 27 Febbraio 2012 con la quale ci fornisce ulteriori chiarimenti in merito alla Sua lettera del 16 Gennaio 2012. In seguito alla circolazione dell'agenda del Consiglio generale del CERS del 22 Marzo 2012, prendo atto che Lei ha inviato la Sua prima lettera anche al Presidente del CERS.

La lettera del 27 Febbraio 2012 fornisce ulteriori dettagli sulla fuga di informazioni avvenuta nel primo pomeriggio del 13 Gennaio 2012 relativamente al declassamento imminente e al loro effetto sul mercato finanziario italiano. E' chiaro che non sia possibile escludere in questa fase né la possibilità che questo sia avvenuto ad opera di fonti governative (come riportato da alcune agenzie di stampa) né che queste anticipazioni fossero state diffuse da rappresentanti di S&P'S. Come discusso durante la riunione del Consiglio generale del CERS il 14 Febbraio 2012, sembra che ci sia, in realtà, da rivedere la conformità con i requisiti di riservatezza previsti dalla MAD (Market Abuse Directive) e dal Regolamento delle agenzie di rating.

La lettera del 27 Febbraio 2012 fornisce anche chiarimenti sui motivi formulati da S&P'S per giustificare il declassamento dell'Italia che porta alla Sua conclusione che ci siano possibili carenze nell'applicazione sistematica e continua dei fattori considerati da S&P'S per le sue rating action. In particolare, si sostiene che S&P'S non abbia applicato in maniera conforme certi fattori di rating per la sua rating action del 19 Settembre 2011 rispetto alle rating action del 13 Gennaio 2013. **Dal nostro punto di vista, facendo riferimento agli stessi fattori di rischio considerati nell'attribuzione del rating, secondo quanto stabilito nei rating criteria, non abbiamo prove in questa fase per dire che S&P'S non abbia applicato la sua metodologia in modo conforme e continuo. Le nostre attuali informazioni indicano che S&P'S ha assegnato un punteggio diverso ai fattori di rating durante il periodo considerato. In merito a tale declassamento, vorrei fare riferimento al Regolamento CRA che conviene sul fatto che l'E.S.M.A. così come la Commissione ed ogni altra autorità pubblica di uno Stato Membro non debbano interferire con il contenuto del rating del credito né con le metodologie.**

Inoltre sempre nella Sua lettera si dice che S&P'S abbia fatto riferimento in maniera troppo generica alle sue fonti di dati e che questo non abbia permesso una giusta valutazione dell'impatto di quei dati sul declassamento. Invece alle agenzie di rating

viene richiesto dal Regolamento CRA di indicare tutte le fonti, sostanzialmente materiali, usate per preparare il rating del credito. Questa questione merita particolare attenzione da parte dell'E.S.M.A., ma devo notare che il Regolamento CRA attualmente in vigore non richiede che le agenzie di rating debbano pubblicare un rapporto di ricerca completo quando emettono e modificano i rating sovrani.

Infine Lei avverte che declassamenti contemporanei di rating relativamente a diversi paesi dell'Eurozona potrebbero amplificare l'impatto sul sistema-euro. Sarei felice di poterne discutere con Lei al meeting del Consiglio generale del CERS del 22 Marzo 2012.

Cordiali saluti

Steven Maijoor

Presidente E.S.M.A.

Si tratta, come sembra evidente, di una singolare *difesa d'ufficio* dell'operato di S&P's: una valutazione che resta in superficie, non risponde alle numerose sollecitazioni prospettate da CONSOB, non risolve le questioni poste in modo puntuale in relazione ai giudizi di S&P's sull'Italia, non assume posizione su questioni che riconosce meritano approfondimento, non adotta provvedimenti; rammenta alla CONSOB però (e lo fa in entrambe le lettere di risposta, a sottolinearne l'importanza per quell'organismo di vigilanza internazionale) che "l'E.S.M.A. così come la Commissione ed ogni altra autorità pubblica di uno Stato Membro non debbano interferire con il contenuto del rating del credito né con le metodologie": dunque, come suol dirsi, "carta bianca" alle agenzie di rating, nessuno le intralci o interferisca nelle loro valutazioni sugli Stati sovrani.

L'ESMA dunque sostiene che (testuale) "non abbiamo PROVE in questa fase per dire che S&P'S non abbia applicato la sua metodologia in modo conforme e continuo": ebbene quelle **prove** esistono e sono

costituite dalle **Mail e dalle Intercettazioni** (che più avanti analizzeremo) intercorse tra gli analisti di S&P's che documentano la **piena consapevolezza** degli analisti del rating sovrano dell'Italia e del corrispondente management apicale di un **grave deficit di competenze e esperienze di quegli analisti**; una situazione a tutti nota e deliberatamente lasciata consolidare.

Ecco perché solo questo Tribunale potrà e dovrà attentamente valutare quelle PROVE sfuggite all'analisi dell'ESMA valorizzando tutte le emergenze istruttorie!

E' certamente strano che in quelle lettere di risposta alla nostra Autorità di vigilanza **sui** mercati, l'E.S.M.A. "dimentichi" – nonostante le criticità ad essa evidenziate dalla CONSOB – che essa stessa, solo qualche mese prima (nel luglio 2011), aveva "richiamato" proprio l'agenzia di rating Standard & Poor's al rispetto del Regolamento europeo e l'aveva fatto proprio sul tema del rispetto delle "metodologie" di analisi: esattamente lo stesso tema che CONSOB aveva denunciato all'E.S.M.A..

La prova di quel "richiamo" che l'E.S.M.A. aveva fatto a S&P's e di cui stranamente essa si dimentica e non fa alcuna menzione nelle due risposte al "*Gentile Giuseppe*" (Vegas) della CONSOB – risposte che paiono una davvero inusuale difesa d'ufficio del Controllato da parte del suo Controllore – si ricava dal contenuto dell'intercettazione della conversazione telefonica intercorsa tra la general manager di S&P's dr.ssa Maria Pierdicchi e Christopher Lake (la stessa persona che, interloquendo con la F.S.A. per conto di S&P's, rifiuterà a gennaio 2012 di fornire tutti i documenti richiesti da CONSOB).

E' la telefonata (che più avanti esamineremo dettagliatamente) – di cui al **progressivo n. 835 del giorno 1/8/2011 ore 18.02** – che si colloca nel

periodo in cui era in fase di discussione la registrazione dell’Agenzia S&P’s, ossia l’autorizzazione a svolgere attività di rating in Europa (procedura cui si riferisce la Relazione per la Commissione CONSOB del luglio 2011, in atti e sopra analizzata).

Nella conversazione in parola, la dr.ssa Pierdicchi e il Lake parlano con preoccupazione del “**richiamo**” alla loro Agenzia – **da parte dell’E.S.M.A. – al rispetto delle previsioni di cui al Regolamento Europeo e dell’art. 8 in particolare sulla “metodologia” e sulle “fonti dei dati”**: segno, dunque, evidente che l’E.S.M.A. aveva già acceso un faro su tali criticità in relazione alle azioni di rating nei confronti dell’**Italia** e della **Grecia**, ma anche dell’**Irlanda** e **Spagna** (dunque, tutti i Paesi con maggiori fragilità) e per tutta l’Unione europea: un faro, probabilmente, spento troppo presto su delicatissime zone d’ombra.

Ecco, allora, come la circostanza che l’E.S.M.A. – pur informata e sollecitata dalla CONSOB ad intervenire ed a prendere provvedimenti – abbia omesso di fare menzione dei propri precedenti “richiami” nei confronti di S&P’s ed abbia omesso di intervenire sulla vicenda all’attenzione del Tribunale, non possa in alcun modo equivalere ad una sorta di giudizio “assolutorio” nei confronti dell’agenzia di rating, tutt’altro!

3.g Azionariato di Standard & Poor’s, conflitto di interessi e transazione tra la Banca d’affari americana Morgan Stanley ed il Ministero dell’economia nel secondo semestre del 2011

Con riferimento al tema del **conflitto di interessi** in relazione all’Agenzia di rating S&P’s è interessante richiamare l’interlocuzione tra il difensore

(avv. Golino) e l'alto funzionario CONSOB dr. Neomasio Susi all'udienza del 19/11/2015.

AVVOCATO GOLINO – *Buonasera dottor Susi....in merito al conflitto di interessi, le è pervenuta una richiesta da parte del Pubblico Ministero durante l'indagine sull'azionariato di Standard & Poor's?*

DICH SUSI – Sì.

AVVOCATO GOLINO – *Lei ha fatto degli accertamenti in merito?*

DICH SUSI – Sì.

AVVOCATO GOLINO – *E qual è il risultato di questo accertamento?*

DICH SUSI – *La richiesta (del P.M. N.d.A.) riguardava la presenza di... l'eventuale presenza di Morgan Stanley nell'azionariato di Standard & Poor's o di società che controllassero Standard & Poor's. La nostra risposta fu che...*

PRESIDENTE – *Cosa emerse dall'attività?*

DICH SUSI – *Sì, diciamo, avevamo premesso che non eravamo comunque l'autorità competente per la vigilanza, non trattandosi di una società italiana quotata su mercati regolamentati italiani o dell'Unione Europea, ma in ogni caso abbiamo fatto l'analisi ed emerse che Morgan Stanley aveva una partecipazione sia sostanzialmente all'epoca dei fatti, cioè nel gennaio 2012 e sia più recentemente, variabile, diciamo tra il 2.1 e il 3.2%. E poi facemmo anche un'ulteriore analisi sull'azionariato di Morgan Stanley e rilevammo che alcuni soggetti, e nella fattispecie se ricordo bene, *Vanguard, State Street Corporation, e BlackRock erano presenti nell'azionariato di McGraw-Hill, controllante di Standard & Poor's, e sia di Morgan Stanley.**

AVVOCATO GOLINO – *Lei questo lo ha attinto da fonti pubbliche?*

DICH SUSI – E sì, da una banca dati che abbiamo.

AVVOCATO GOLINO – ...Quindi, diciamo, niente di quello che lei ha trovato, l'ha portata a concludere che ci possa essere un potenziale conflitto di interessi tra Morgan Stanley e McGraw-Hill.

DICH SUSI – La domanda, se riferiva a una partecipazione, poi valutare il conflitto di interessi, ci potrebbe essere come ci potrebbe non essere.

Il riferimento alla **Banca d'affari americana Morgan Stanley**, azionista della società McGraw Hill di controllo di Standard & Poor's ed a sua volta partecipata da alcune delle stesse società azioniste di McGraw Hill, si è imposto in relazione ad una più complessa vicenda sulla quale ha riferito la dirigente del Debito Pubblico dr.ssa Maria Cannata.

Risulta accertato che la predetta Banca d'affari americana riscuoteva – tra la fine del 2011 ed il gennaio 2012, quindi proprio nel periodo (oggetto del presente processo) in cui l'Italia subiva una serie di valutazioni negative e declassamenti da parte di S&P's (al cui azionariato di controllo Morgan Stanley, come si è visto, era allora partecipe) – **un'ingentissima somma di danaro, pari a 3 miliardi e 100 milioni di euro circa:** importo riconosciute e corrispostole dall'allora Governo "tecnico" italiano, sotto la Presidenza del senatore prof. Monti con provvedimento a valere sul c.d. decreto "*Salva Italia*".

Perché fu pagata quell'ingente somma di denaro alla Banca d'affari

americana Morgan Stanley, azionista del socio maggioritario e di controllo di Standard & Poor's (la società McGraw Hill) proprio in quel periodo in cui S&P's sottoponeva il Paese ad una raffica di revisioni al ribasso?

Fu quel pagamento effettuato a Morgan Stanley “anche” in conseguenza del livello di *rating* raggiunto dalla Repubblica Italiana a seguito dei declassamenti decretati da S&P's?

In caso di risposta positiva a tale ultima domanda, è lecito domandarsi se il Governo, il Dipartimento del Tesoro, la Direzione generale del debito pubblico ed il suo più alto dirigente generale (la dr.ssa Maria Cannata) fossero al corrente – allorché veniva deciso quell'esborso miliardario in favore della Banca d'affari americana Morgan Stanley – che i declassamenti decretati dall'agenzia di rating S&P's nei confronti dell'Italia erano oggetto di indagini penali da parte di una Procura della Repubblica (quella di Trani, appunto) perché ritenuti illeciti in quanto “manipolativi” del mercato a tutto danno del nostro Paese.

Ebbene, all'ultimo interrogativo può darsi risposta in termini senz'altro affermativi posto che risulta acclarato che la dr.ssa Maria Cannata conoscesse l'esistenza del procedimento per manipolazione del mercato nei confronti di S&P's sin dal luglio del 2011, allorché veniva sentita da questo P.M. come persona informata dei fatti.

La dr.ssa Cannata ha riferito, nella parte finale della sua deposizione del 19/11/2015, che la Banca d'Affari Morgan Stanley aveva sottoscritto con il Dipartimento del Tesoro nel lontano 1994 un

contratto derivato pattuendo una clausola unilaterale di risoluzione anticipata: clausola mai azionata e rimasta silente fino alla fine dell'anno 2011, quando fu esercitata determinando quell'esborso miliardario da parte del nostro Stato.

Al P.M. che chiedeva se quel pagamento avesse potuto essere evitato in ragione del fatto che i declassamenti decretati da S&P's (al cui azionista di controllo partecipava proprio Morgan Stanley) erano sottoposti ad indagini per manipolazione del mercato, la dirigente del Tesoro (che ha dichiarato di ignorare che Morgan Stanley avesse una partecipazione azionaria nella società controllante S&P's) ha replicato escludendo che vi fossero connessioni e relazioni tra l'improvvisa scelta della Banca d'affari di esercitare quella clausola (e, quindi, di bussare alle casse dello Stato Italiano) ed i livelli di rating raggiunti dal nostro Paese a seguito dei declassamenti decretati da S&P's in quegli ultimi mesi del 2011.

Questi che seguono sono i chiarimenti testuali forniti sul punto specifico dalla dr.ssa Cannata all'udienza del 19/11/2015.

PUBBLICO MINISTERO – Senta dottoressa, lei sapeva che Morgan Stanley è un azionista dell'azionista di controllo di Standard & Poor's?

DICH CANNATA – No, non lo sapevo.

PRESIDENTE – Adesso lo sa?

DICH CANNATA – Adesso lo so.

*PUBBLICO MINISTERO – .. Presidente, un paio di domande e ho finito.
Senta dottoressa, lei ha predisposto per la Corte dei Conti la*

relazione sulla gestione del debito pubblico nel primo semestre 2012.

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, a pagina 24 di quella relazione, che noi dopo produrremo al Tribunale, si parla del **derivato di Morgan Stanley**, praticamente, quello del '94, che poi avete credo chiuso a gennaio 2012...le dico subito di che cosa voglio parlare io, del fatto che, leggo proprio la pagina 24: “Il diritto di risoluzione anticipata dei contratti derivati, al verificarsi di un determinato evento configurato nel superamento di un limite prestabilito dell'esposizione della controparte nei confronti della Repubblica, **definito anche in funzione del livello di rating**”. Che cosa vuol dire? Di che cosa stiamo parlando? Vuole spiegare al Tribunale che non ha ancora capito nulla di questa cosa?

DICH CANNATA – Allora, prima di tutto preciso che quella era una clausola molto particolare, che era non su un singolo derivato, ma su tutto l'ISDA Master Agreement, cioè sul contratto quadro e che quindi coinvolgeva tutto il portafoglio in derivati tra la Repubblica italiana e Morgan Stanley. E questa era una specificità che è stato un unicum. Allora, cosa diceva questa clausola? Questa clausola diceva che la Morgan Stanley...

PUBBLICO MINISTERO – Morgan Stanley chi è?

DICH CANNATA – La Morgan Stanley è una grande banca internazionale ed è uno dei nostri specialisti in titoli di Stato...

PUBBLICO MINISTERO – Specialisti cosa vuol dire?

DICH CANNATA – Specialisti in titoli di Stato sono quelle banche che si prendono l'impegno di quotare i nostri titoli con regolarità sul mercato secondario, di venire con regolarità alle aste e sottoscriverle per una percentuale minima annua del 3%,

calcolato con determinati pesi che vengono definiti e affinati nel corso del tempo, e che rappresentano, diciamo, la cintura di sostegno che assicura il buon collegamento delle aste dei titoli di Stato italiani. Tengo a precisare che questa struttura di gruppo di banche dette Primary Dealer o specialisti, che hanno questa funzione, è comune alla gran parte, non proprio alla totalità, ma alla quasi totalità degli emittenti sovrani. ...Allora, c'era questa clausola particolare che diceva che al superamento di un valore di mercato negativo del portafoglio, e questo valore era molto modesto, e il legame con il rating era riferito solo alla definizione di questo valore, e questo valore era tra 50 milioni di dollari nel caso di singola A, fino a 150 milioni di dollari nel caso di tripla A (AAA)...

PUBBLICO MINISTERO – Quindi molto modesto, insomma.

DICH CANNATA – Molto modesto. La banca al superamento di questa soglia, avrebbe avuto il diritto di chiedere la chiusura di tutti i contratti. Ora cosa accadde? Noi superammo quel limite verosimilmente nei primissimi anni 2000, ma la banca non...

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, noi nel senso che la banca aveva, diciamo così, già superato i 50 milioni...

DICH CANNATA – Noi avevamo già superato l'esposizione nei confronti della...

PUBBLICO MINISTERO – La banca era esposta, diciamo.

PRESIDENTE – Lo Stato...

DICH CANNATA – Noi eravamo negativi, eravamo potenziali pagatori nei confronti della banca, ben oltre i 50 milioni di dollari, ma anche ben oltre i 150, nel caso la Repubblica fosse stata tripla A (AAA), da almeno dieci anni.

PUBBLICO MINISTERO – Sì.

DICH CANNATA – Grossomodo.

PUBBLICO MINISTERO – Perché all'improvviso si chiude questo contratto?

DICH CANNATA – Perché quello che accadde nel 2011 fu che c'era stato un deterioramento del credito sovrano, specialmente nell'Eurozona; al tempo stesso, tutte le banche erano diventate soggette ad una regolamentazione molto più stringente, che imponeva loro di ridurre questa esposizione. Nel 2011, ancorché la banca, proprio per una relazione di lungo tempo, non avesse mai voluto avvalersi di questa clausola, verso la fine del 2011, tra fine ottobre e novembre, cominciò a dirci: “Noi abbiamo i nostri Regulator che ci fanno pressione per ridurre drasticamente questa esposizione, e quindi alle strette, se non troviamo delle soluzioni alternative che la riducano in altro modo, noi siamo costretti ad esercitare questa clausola”.

AVVOCATO GOLINO – L'autorità di vigilanza, forse, per la trascrizione.

DICH CANNATA – Ah sì, autorità di vigilanza, sì.

PUBBLICO MINISTERO – Dottoressa, voglio capire, c'è comunque una relazione tra il rating in quel momento dell'emittente sovrano Italia e la decisione...?

DICH CANNATA – No.

PUBBLICO MINISTERO – No, perché sta scritto invece il contrario nella sua relazione?

DICH CANNATA – Non c'è scritto il contrario.

PUBBLICO MINISTERO – Allora provo a leggerla io e vediamo se è il contrario o no.

DICH CANNATA – Sì, ma io me la ricordo quasi a memoria. Ho detto: “Legato anche ad elementi di rating”.

PUBBLICO MINISTERO – No, non c'è scritto questo, “al livello di rating”, non elementi. Cosa vuol dire che era legato al livello di rating?

DICH CANNATA – Vuol dire che c'erano queste tre soglie, 50, mi spiace se non è abbastanza chiaro, cerco di spiegarlo meglio..., che in via ipotetica ci poteva essere una esposizione inferiore a quelle tre soglie, e quelle tre soglie erano graduate in funzione del rating. Ma, relativamente al rating della Repubblica in quel momento, e alla dimensione dell'esposizione che, se parliamo della fine del 2011, ha oscillato tra 2 miliardi e mezzo e tre miliardi e mezzo, il rating era assolutamente ininfluenza.

PUBBLICO MINISTERO – Grazie, un'ultima domanda e ho finito, un dato. Quanto è stato pagato Morgan Stanley dal Tesoro nel gennaio 2012...

DICH CANNATA - forse non siamo stati chiari a sufficienza, ma secondo me come è scritta quella relazione è chiaro, è chiaro, che quelle condizioni legate al rating non avevano nessuna valenza alla fine del 2011. Quindi dire che quella chiusura di quella operazione è intervenuta perché c'erano delle clausole legate al rating, non ha alcuna valenza, perché questa scalettatura di rating si riferiva a quello che poteva essere se la Repubblica fosse stata tripla A (AAA), 150 milioni di dollari di esposizione; doppia A (AA), 100 milioni di dollari di esposizione; Singola A, come eravamo all'epoca, 50 milioni di dollari di esposizione.

PRESIDENTE – La scaletta che ha detto prima.

DICH CANNATA – Poiché, anche tornando al mese di settembre, quello dove c'è il downgrade, non so se è un downgrade, l'azione di rating del settembre 2011, in quella occasione l'esposizione era

circa, grossomodo due miliardi e mezzo di euro, capisce bene che quella clausola era attivata indipendentemente dal fatto che il rating fosse singola, doppia o tripla A. Quindi, è vero che c'era un elemento di legame a livello del rating, ma valeva solo ed esclusivamente per definire queste soglie, che erano una percentuale minima rispetto a quella che era l'esposizione. Quindi, in tutto quel processo di chiusura di quelle posizioni, il rating non ha avuto nessuna importanza.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, per me va benissimo. Conosce lei la cifra che è stata pagata?

DICH CANNATA – L'ho detto che la conosco.

PUBBLICO MINISTERO – La vuole dire? O è un segreto di Stato?

DICH CANNATA – No, non è un segreto di Stato, l'abbiamo detto, scritto...

PRESIDENTE – E la cifra qual era?

PUBBLICO MINISTERO – La cifra qual è?

DICH CANNATA – Circa tre miliardi e cento di euro. L'abbiamo detto in tutte le interrogazioni parlamentari.

PRESIDENTE – E' un atto pubblico.

DICH CANNATA – E' un atto strapubblico.

PRESIDENTE – Va bene.

PUBBLICO MINISTERO – Non ho altre domande.

PRESIDENTE – Grazie, può andare.

Al di là delle risposte fornite dalla dr.ssa Cannata, gli interrogativi iniziali permangono sullo sfondo e restano agli atti del processo alcuni fatti oltremodo significativi:

- 1) che nessuno si sia preoccupato di chiudere (al minor costo per lo Stato) quel contratto derivato con Morgan Stanley, munito di

un'insidiosa clausola unilaterale di risoluzione anticipata (in favore della Banca), quanto meno a far data da quegli anni – segnatamente dal 2000, ha chiarito la dr.ssa Cannata – in cui l'esposizione di Morgan Stanley aveva superato le soglie pattizamente previste anche in relazione al livello di rating dell'Italia;

- 2) che la clausola di risoluzione in questione, rimasta silente dopo il 2000 per oltre 10 anni, viene esercitata proprio durante il secondo semestre del 2011 – il semestre “nero” dell'Italia, ripetutamente declassata ad opera di Standard & Poor's – da Morgan Stanley che, di S&P's, era (ed è) indirettamente azionista;
- 3) che al momento della liquidazione della somma di circa 3 miliardi di euro per la chiusura del derivato con Morgan Stanley, presso il Dipartimento del Tesoro erano al corrente della pendenza di un procedimento penale che metteva sotto accusa per manipolazione di mercato i declassamenti pronunciati in quei mesi da S&P's nei confronti della Repubblica Italiana: declassamenti costituenti concause di quelle forti tensioni sul debito sovrano che – a dire della dr.ssa Cannata – avevano indotto proprio Morgan Stanley all'esercizio della clausola in oggetto.

È, quindi, palese come quell'ingente somma di danaro riconosciuta dal Governo “tecnico” dell'epoca in favore della banca d'affari americana Morgan Stanley abbia generato – a prescindere dalla legittimità, regolarità procedurale ed opportunità della corresponsione (oggetto di valutazione nelle sedi competenti) – un imponente esborso conseguente/contestuale a quei ripetuti downgrading decretati da S&P's che, da ritenersi illeciti in quanto manipolativi del mercato per le ragioni fin qui (ed oltre) enunciate, alimentavano la sfiducia degli investitori nei

confronti della Repubblica Italiana e inducevano la Banca ad esercitare una volta per tutte la faticosa clausola.

3.h La deposizione della *general manager* di S&P's dr.ssa Maria Pierdicchi

La dr.ssa Maria Pierdicchi, amministratore delegato di Standard&Poor's S.r.l. per l'Italia dal 2003 al marzo 2015 è stata citata dal P.M. come teste d'accusa nella piena consapevolezza della sua "organicità" alla *governance* strategica della società di rating S&P's: si è confidato nell'onestà intellettuale della teste, autrice di una serie di conversazioni telefoniche fatte oggetto di quelle intercettazioni che hanno svelato gli inquietanti retroscena cui si è fin qui fatto cenno.

Nel corso dell'esame, tuttavia, la teste ha manifestato una palpabile diffidenza verso le domande a lei rivolte dal Pubblico Ministero, quando non addirittura una latente avversione nei confronti dell'indagine e dei suoi protagonisti.

Dimostrando costantemente "resistenza" alle domande del rappresentante dell'Accusa, la manager ha cercato costantemente di rimarcare la propria estraneità ai processi analitici ed ai fatti contestati nelle imputazioni, pur dimostrando le intercettazioni esattamente il contrario, come di seguito si dimostrerà.

Ha pure costantemente tentato, la general manager, di fare passare se stessa ed i suoi colleghi imputati, come "vittime sacrificali" di un clamore mediatico suscitato dall'indagine di Trani.

Una deposizione, quella della Pierdicchi, nel corso della quale si è in definitiva offerta un'interpretazione faziosa e distorta delle chiarissime conversazioni telefoniche intercorse tra la manager, gli imputati ed altri soggetti dipendenti di S&P's.

Emblematico, infine, il momento in cui la teste, nel crescendo descrittivo delle presunte “forti tensioni” che agitavano gli analisti di S&P's durante l'estate del 2011, ha ricordato con grande *pathos* che proprio in quel periodo estivo vi fu una visita presso gli uffici di S&P's “capeggiata dal dr. Ruggiero”: visita – come le è stato fatto notare – cui, invece, il Pubblico Ministero titolare delle indagini dr. Ruggiero non ebbe mai a partecipare essendosi egli recato presso quegli uffici solo a fine gennaio 2012, a declassamento ormai avvenuto.

La Pierdicchi ha riferito di essere stata amministratore delegato di Standard&Poor's S.r.l. dal 2003 al marzo 2015, soggiungendo che come managing director aveva anche “responsabilità regionale per il sud Europa, quindi di supervisione anche della sede di Madrid” sebbene come General Manager il suo ruolo fosse “*esclusivamente gestionale, cioè di gestire le attività di Standard & Poor's, tutte le relazioni con i clienti, gli intermediari, gli investitori, con gli enti regolatori, le risorse operative e via dicendo...ma non possono in alcun modo entrare in processi analitici*”.

Su domanda del P.M. (funzionale a comprendere se comunque – come emerge dalle intercettazioni telefoniche – la Pierdicchi masticasse anche di analisi finanziaria) la teste ha riferito di avere svolto funzioni di analista finanziario, prima di entrare in Standard & Poor's: “Sì, sì, all'inizio della mia carriera sono stata anche analista finanziario in

Citibank, analista Senior nel settore di fusione, acquisizioni e Corporate Finance... tre o quattro anni".

Alla seguente domanda del P.M.:

"se leggeva un'analisi di un suo analista, lei la capiva essendo, diciamo così, una professionista, laureata in Economia, con una esperienza di tre anni di Senior Analyst in Citibank? Lo capiva?"

La Pierdicchi ha risposto:

"Certamente sì".

Quanto ai **rapporti con Deven Sharma**, la teste ha precisato:

"Al 25.7.11 rispondevo in quel momento a Deven Sharma, che era...era responsabile globale di Standard & Poor's, con base a New York. Era un reporting un po' eccezionale, dovuto al fatto che il responsabile europeo dei manager regionali, quindi dei manager con competenze gestionali, aveva lasciato da poco Standard & Poor's e quindi ad interim Deven Sharma aveva assunto il direct reporting dei managers regionali..Deven Sharma è venuto in Italia un po' di volte, lo abbiamo accompagnato a vari incontri, ci sentivamo.. oppure ci incontravamo in meeting regionali o, diciamo, di... sì, meeting con gli altri colleghi delle regioni".

All'ulteriore domanda del P.M. in ordine all'intensità delle frequentazioni con Sharma:

"Quindi avevate spesso dei meeting? (con Deven Sharma n.d.a.)"

La teste ha replicato:

"Spessissimo no, però ogni due, tre mesi, così, dipende".

Con riferimento ai soggetti apicali cui gli analisti facevano capo e "riportavano", ha spiegato che l'analista più Senior cui riportavano tutti

gli analisti del debito sovrano era Myriam Fernandez, mentre il loro Responsabile gestionale di Corporate and Government era **Yan le Pallec** general manager gestionale che era “...General Manager delle attività di rating, e come tale gestiva tutte le attività e i suoi... non può in alcun modo entrare nei processi, nelle attività analitiche. Può solo supervisionarle... Vuol dire, per esempio, controllare che i team abbiano le risorse adeguate per svolgere la loro funzione... assicurare che l'ufficio abbia tutte le... sia in linea con le regolamentazioni, sia staffato adeguatamente, che tutti i contratti...il rispetto delle policy... Certo, ci sono anche questi.... la persona più senior europea di coordinamento per la parte rating, era Yann le Pallec”.

Ha pure spiegato, la teste, che i rating riguardanti l'emittente sovrano Italia venivano elaborati ed emessi in Standard & Poor's soprattutto a Londra, presso la sede di Canary Wharf perché l'analista “principale” (*Primary Analyst*) era **Ehileen Zhang** (che come anzianità era una “Mid”, non “Senior”) e “l'analista “secondario” (*Backup Analyst*) **Frank Gill** i quali avevano come supervisore **Moritz Kraemer**, responsabile più Senior del team analitico; a loro volta tutti riportavano a Myriam Fernandez, responsabile analitico del team sovrano e settore pubblico, basata a Madrid.

Con riferimento al declassamento del 13/1/2012 la Pierdicchi ha ricordato che il giorno precedente era a Roma per un'audizione alla Camera o al Senato con **Renato Panichi** “uno degli analisti Senior di banca, a fare una audizione su Basilea II, e rientrando da Roma, Renato Panichi, non so se parlando o vedendo le sue mail, mi disse che il comitato era avvenuto, dell'Italia e che era stato..c'era stata quell'azione”.

Parlando del Panichi, la Pierdicchi lo ha classificato come un **analista** **“senior” e con molta esperienza...** e **“un gradino più alto come esperienza”** rispetto all’analista principale del debito sovrano italiano **Ehileen Zhang**.

Ha, poi, ricordato il ruolo importante di **Paola Valentini**, **“responsabile della comunicazione per l’ufficio di Milano, curava i rapporti con i giornalisti, la diffusione di comunicati stampa, le attività di follow up sui comunicati stampa, eventuali organizzazioni di incontri con i giornalisti, eventuali partecipazioni a conference call dei giornalisti, diffusione dei nostri... ricerche, tutto questo...la traduzione in italiano per il rating sovrano per facilitare la miglior comprensione da parte dei giornalisti... veniva curata a volte dalla stessa Paola Valentini, in collaborazione magari con i legali, oppure da altri specialisti di traduzione interni”**.

Con riferimento al **numero di Stati sovrani europei aventi un contratto con S&P’s** (di fornitura di rating all’emittente sovrano) la Pierdicchi ha riferito che si tratta di **un numero molto basso** (tre o quattro tra cui la Spagna) e che **neppure gli USA** (legati contrattualmente all’Agenzia Moody’s) erano e sono clienti di S&P’s.

Ha pure spiegato che l’azione di rating veniva pubblicata con un **Research Update seguito da un comunicato stampa fatto in Italiano; vi era poi un altro documento,** le FAQ (Frequently Asked Questions) che veniva predisposto per mettere il contenuto dell’analisi in una forma di domanda e risposta più facilmente leggibile da investitori o dal pubblico.

Con riferimento alle intercettazioni sul R.I.T. 398/2011 la teste ha riferito – rispondendo al difensore quasi precorrendone le domande – che

nel maggio 2011, a seguito delle notizie stampa che menzionavano l'apertura dell'indagine penale da parte della Procura di Trani nei confronti di Standard & Poor's, “cominciarono una serie di tensioni mediatiche in generale molto forti...”.

Ha, quindi, risposto come segue al difensore (testuale):

AVVOCATO – Senta, visto che tra i suoi ruoli c'era anche quello di General Manager per l'Italia e anche per la Spagna, si ricorda che nel luglio, precisamente in data 8 luglio 2011, un analista del debito sovrano di Standard & Poor's basato a Madrid ricevette gravi minacce telefoniche?

DICH PIERDICCHI – Sì, sì, ero presente. Uno degli altri elementi di grande tensione, io ero proprio a Madrid per delle riunioni e poco prima uno dei nostri analisti sovrani, responsabile per la Spagna, aveva ricevuto una telefonata minatoria pazzesca, che aveva registrato, in cui lo minacciavano praticamente di morte. E io, immediatamente dovemmo chiamare la polizia, fare una ricerca delle telefonate, chiamammo Deven Sharma perché fosse informato, lui stesso tremava perché la protezione dei nostri analisti era la cosa più importante. Ricordo che anche altri episodi di attacchi agli analisti fisici erano successi in Grecia, dove alcuni erano dovuti scappare, letteralmente. Quindi la tensione era molto alta. Quel giorno fu un giorno per me memorabile.

AVVOCATO – Si ricorda se sempre nel contesto dell'episodio di Madrid dell'8 luglio 2011 si decise anche di inserire, di presidiare con un sistema di sicurezza anche l'ufficio di Milano?

DICH PIERDICCHI – Sì, assolutamente, eravamo già in...

AVVOCATO – Fu lei a proporlo, a chiederlo?

DICH PIERDICCHI – Fui io a chiederlo, sì, mi sembra che mi coordinai

con la sicurezza internazionale nostra, che era un servizio ad hoc, che venne a fare anche dei sopralluoghi, decidemmo di mettere a punto una serie di protezioni per l'ufficio.

AVVOCATO – Si ricorda quale fu la motivazione che la spinse a chiedere una protezione e una sicurezza anche per l'ufficio italiano? Altrimenti le mostro una mail a sua firma.

DICH PIERDICCHI – Be', quella di Madrid, la cosa di Madrid, e poi c'era stata anche...

Ancora una volta l'opportuno intervento del Presidente

*PRESIDENTE – **Io la rilevanza non l'ho capita.***

Insiste il difensore con le risposte della teste che – in un vero e proprio crescendo – giunge ad “immaginare” un incontro col P.M. nell'agosto 2011, in realtà mai avvenuto:

AVVOCATO – Senta, le ultime tre domande di contesto perché il Tribunale sappia esattamente i fatti come sono accaduti prima delle intercettazioni telefoniche, cioè, se può ricordare quando fu sentita la prima volta dalla Procura di Trani, i qualità di persona...

DICH PIERDICCHI - 25 luglio, se non sbaglio, il 25 luglio, sì? Il 25 luglio fui convocata dalla Procura per un lungo interrogatorio, e poi ad inizio agosto ci fu anche una visita.

AVVOCATO – Ecco, prima di arrivare alla visita dei primi di agosto, si ricorda se in questo periodo E.S.M.A., cioè il 29 di luglio, E.S.M.A. chiede delle informazioni a Standard & Poor's?

DICH PIERDICCHI – Sì, sì, aveva chiesto delle informazioni anche E.S.M.A., in relazione probabilmente a delle sollecitazioni ricevute da autorità regolamentari, e noi supponevamo... la supposizione era che ci

fosse stata una richiesta di CONSOB di indagare o fare accertamenti sulle nostre azioni. Anche questa ci sembrava molto forte come azione, ma risponderemo ad E.S.M.A..

AVVOCATO – Senta, lei ha fatto prima riferimento ad una visita negli uffici di Standard & Poor's, a cosa si riferiva, quando avvenne e cosa avvenne?

DICH PIERDICCHI - Il 3 agosto ci fu la visita, diciamo, capeggiata dal dottor Ruggiero.

PUBBLICO MINISTERO – Noi ci siamo visti a gennaio.

AVVOCATO – Infatti, della Finanza.

DICH PIERDICCHI – Ah, della Finanza, scusi, è vero, stavo confondendo le date.

AVVOCATO – Quindi il 3 agosto 2011 ci fu una perquisizione negli uffici di Standard & Poor's.

DICH PIERDICCHI – Sì, scusi, il 3 agosto ci fu una grossa perquisizione, con una serie di raccolta di dati e via dicendo. Fu molto...

Nel corso del riesame del teste da parte del P.M. si è, poi, fornita evidenza al Collegio della plateale **manipolazione informativo-documentale** intervenuta ad opera di S&P's successivamente alla pubblicazione del declassamento del debito sovrano della Repubblica Italiana del 13/1/2012, quando venne cambiata la motivazione del *downgrading*, originariamente fondato da S&P's sulla **“crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario.”**

Proprio questo fondamentale aspetto motivazionale ed informativo – *l'elevata titolarità estera del debito del settore finanziario* – vibratamente contestato e qualificato come *“contrario alla realtà”* dal senior analyst

del settore bancario per l'Italia Renato Panichi (definito dalla stessa Pierdicchi come persona preparata, competente, “*un gradino più alto della Zhang*”), dapprima appare nel primigenio testo ufficiale dell'azione di rating in lingua inglese di S&P's (oltre che nel comunicato stampa in lingua italiana predisposto dall'Agenzia), ma poi misteriosamente scompare nelle successive edizioni del documento stesso.

Vale qui la pena riportare fedelmente l'interlocuzione diretta tra il P.M. e la Pierdicchi.

*PUBBLICO MINISTERO – Ecco, Presidente, io adesso mostro un attimo alla dottoressa Pierdicchi l'allegato 41 alla informativa della Guardia di Finanza del maggio 2012. La CONSOB, quando ci ha fornito dei documenti, ci ha dato il loro comunicato in inglese di Standard&Poor's sul rating dell'Italia, ripeto, **allegato 41, che CONSOB estrae dal vostro sito e che reca la data del 14.1.2012, lo riconosce?.....e mostro anche il comunicato stampa con la traduzione in italiano che credo abbia fatto Standard & Poor's, e che è assolutamente fedele come traduzione del testo inglese che abbiamo mostrato. Ripeto, il documento che io ho presentato adesso in inglese è l'allegato 41 GdF fornitoci dalla CONSOB.***

PRESIDENTE – Sì, ma lei adesso cosa vuole sapere dalla teste?

PUBBLICO MINISTERO –se li riconosce come testi, come documenti che sono il rating che viene fatto da Standard & Poor's e pubblicato sul sito.

PUBBLICO MINISTERO – Io l'ho letto e sono uguali.

DICH PIERDICCHI – Penso che sia uguale, non so, adesso io ce l'ho in una forma pubblicata un po' diversa, però sì, questo.

PUBBLICO MINISTERO – Nel senso che, ecco, io...

PRESIDENTE – Guardi un po' il contenuto.

DICH PIERDICCHI – Sì, sì, no, volevo confrontare...

PUBBLICO MINISTERO – Guardi, legga in particolare...

PRESIDENTE – Va bene, adesso controlla dai documenti che ha a disposizione, così...

PUBBLICO MINISTERO – Ecco sì, magari controlla con i suoi documenti, se lei ce l'ha un report, un testo insomma...

DICH PIERDICCHI – Dovrei avere dei testi ufficiali... no, va be', no lo trovo adesso, comunque mi dica...

*PUBBLICO MINISTERO – Allora, le dico subito. Presidente, adesso io vi dimostrerò e vi mostrerò come nel comunicato che CONSOB ha estratto dal sito di Standard&Poor's il 14 gennaio, c'è sotto la data, si dice ad un certo punto, io devo leggere in inglese, però poi, poiché non sono bravo, leggo la traduzione che Standard & Poor's ha predisposto. Si dice: "The downgrade reflects...", **"Il downgrade riflette – lo leggo subito in italiano perché mi fa specie leggere... insomma, non ho una perfetta pronuncia – quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario"**. Ricorda questa ratio e questa traduzione?*

DICH PIERDICCHI – Adesso non la ricordavo, ma l'ha letta lei.

PUBBLICO MINISTERO – L'ha letta? Benissimo. Presidente, io vi faccio notare come... dottorosa, questo comunicato stampa è quello che avete dato agli organi di stampa italiani?

DICH PIERDICCHI – No, gli organi di stampa italiani ricevono tutti e due.

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, questo a chi è andato, questo comunicato stampa? Alla stampa?

DICH PIERDICCHI - Penso...

AVVOCATO GOLINO – No, no, scusi Presidente, perché il teste ha detto che della traduzione se n'è occupata Londra e della diffusione se n'è occupata Paola Valentini.

PUBBLICO MINISTERO – Voglio sapere questo comunicato stampa a chi è andato.

PRESIDENTE – Lei lo sa? Se lo sa, risponde. Se non lo sa, non risponde.

PUBBLICO MINISTERO – Se lo sa. Sa a chi è andato questo comunicato stampa? Questo me l'ha dato lei il giorno dell'interrogatorio.

DICH PIERDICCHI – Era stato diffuso da Londra, quella volta non l'aveva fatto Paola Valentini.

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, esatto. L'ha fatto...?

PRESIDENTE – Chi l'aveva predisposto?

DICH PIERDICCHI – Londra, l'ufficio di comunicazione di Londra, però...

PRESIDENTE – L'ha tradotto la Valentini?

DICH PIERDICCHI – No, non credo quella volta.

PUBBLICO MINISTERO – Infatti lei ci disse: “L'ha fatto l'ufficio di Londra”.

DICH PIERDICCHI - Perché fu tutto accentrato da Londra quella volta.

PRESIDENTE – Mandarono quella traduzione già.

DICH PIERDICCHI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi Presidente, fu Londra che predispose questa traduzione, ad uso italiano, diciamo così, e quindi...

DICH PIERDICCHI – Sì, esatto, da accompagnare a quella inglese.

PUBBLICO MINISTERO – Da accompagnare. Abbiamo visto, Presidente, e adesso lei leggerà qui, una perfetta sovrapposizione tra il testo inglese del 14 gennaio – ripeto, 14 perché la CONSOB, da noi

richiesta, il 14, cioè il giorno successivo, va lì, clicca ed estrae, diciamo così...

PRESIDENTE – Estratto il 14.

PUBBLICO MINISTERO – Estrae, diciamo così, però quella è del 13, ovviamente.

PRESIDENTE – E' così, dottoressa? È del 13 il comunicato?

DICH PIERDICCHI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – L'azione è del 13 gennaio, pubblicata il 13 gennaio.

PRESIDENTE – Estratta dal sito.

PUBBLICO MINISTERO – Ovviamente l'utente X va lì il 14, il 15, il 16 e la estrae.

PRESIDENTE – Va be', CONSOB l'ha presa il 14.

PUBBLICO MINISTERO – Io vi porto la data dell'estrazione, con questo testo.

PRESIDENTE – Va bene, abbiamo capito.

PUBBLICO MINISTERO – Adesso vuole leggersi quest'altro comunicato, sempre vostro, sullo stesso punto che leggeva prima? Dove dice: "The downgrade reflects" eccetera?

PRESIDENTE – È uguale il testo?

PUBBLICO MINISTERO – No, è cambiato.

PRESIDENTE – E la teste deve dirlo.

PUBBLICO MINISTERO – No, ve lo dico io, è cambiato.

AVVOCATO GOLINO – Un po' come la traduzione del capo di imputazione, che s'era persa una riga la traduttrice, mi sembra... dobbiamo fare anche questa analogia.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, il dato...

PRESIDENTE – Va bene, con calma, lei lo guardi e dica se è uguale.

PUBBLICO MINISTERO – Io le chiedo, Presidente, adesso vi

dimostrerò come dopo il 14 gennaio Standard & Poor's ha modificato l'analisi.

PRESIDENTE – Va bene, facciamo dire alla teste.

PUBBLICO MINISTERO – Guardiamo la ratio. Lei vedrà, dottoressa, che il famoso riferimento “stante l'elevata titolarità estera...”...

PRESIDENTE – Chiediamo noi, è identico il testo o è diverso?

DICH PIERDICCHI – Ci può essere anche un tema che la traduzione a volte...

AVVOCATO GOLINO – Però perché ce lo deve dire lei se è identico? Se non è identico, ce lo dica il Pubblico Ministero, è oggettivo, documentale.

PUBBLICO MINISTERO – E infatti ve lo dico io. Giusto per sapere adesso un'altra cosa dalla teste.

PRESIDENTE – Per quel che rileva.

PUBBLICO MINISTERO – Guardi, è stato tolto “l'elevata titolarità estera del debito settore finanziario”, è stato tolto, è stato rimosso.

DICH PIERDICCHI – No, i rischi finanziari esterni, per quello si intende...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, facciamo, io adesso vi produco...

AVVOCATO GOLINO – Presidente, però c'è un'opposizione.

DICH PIERDICCHI – “Stante l'elevata titolarità estera”...

PUBBLICO MINISTERO – Sì, di che cosa?

DICH PIERDICCHI – “Del debito governativo”.

PUBBLICO MINISTERO – C'è ancora “il debito del settore finanziario”? Guardi, non c'è più. Come d'incanto è sparito, mentre invece rimane...

PRESIDENTE – Va bene, Pubblico Ministero, facciamolo rilevare alla teste.

DICH PIERDICCHI – Il concetto non è molto diverso.

PUBBLICO MINISTERO – Le chiedo, come è possibile che il 14 gennaio c'è un testo e successivamente ce n'è un altro?

DICH PIERDICCHI – Non lo so, francamente questa non è una cosa che io ho seguito.

AVVOCATO GOLINO – C'è opposizione!

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io chiedo di poter lavorare...

PRESIDENTE – Ha già risposto, non lo sa.

PUBBLICO MINISTERO – Non lo sa. Le faccio una seconda domanda. Di quei due, qual è quello vero e qual è quello falso?

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Presidente, io eccepisco, non può fare queste domande a chi non ha partecipato.

PRESIDENTE – Un attimo solo, intanto lei aveva preso cognizione di quei testi? Di quale?

DICH PIERDICCHI – No, sempre quello... cioè, li leggo tutti e due, ma quando erano già stati pubblicati, in questo caso. Forse quello in inglese è quello che viene sempre dato prima.

PRESIDENTE – Quindi lei quale aveva...?

DICH PIERDICCHI – Francamente non vedo sostanziale differenza.

PRESIDENTE – Va bene, ma a prescindere da questo, lei quale aveva visto dei due comunicati?

DICH PIERDICCHI – Per primo? Non mi ricordo, penso quello inglese, perché di solito... però anche quello in italiano l'avevo visto, però non entro... siccome non l'ho redatto io, non ho fatto l'editing...

PRESIDENTE – Non si è soffermata.

DICH PIERDICCHI – Francamente non è che sono...

PRESIDENTE – Non si è soffermata più di tanto.

DICH PIERDICCHI – No.

PRESIDENTE – Però...

DICH PIERDICCHI – *Però il fatto che ci sono, sì, qua c'è il settore finanziario e lì non c'è...*

PRESIDENTE – *Cronologicamente...*

DICH PIERDICCHI – *Francamente per noi l'ufficiale è quello inglese.*

PRESIDENTE – *Cronologicamente lei ha visto...*

PUBBLICO MINISTERO – *Presidente, e quale di quelli in inglese? Perché qua su di uno c'è, sull'altro non c'è.*

DICH PIERDICCHI – *Non lo so, questo non lo so. Su questo...*

PRESIDENTE – *Avvocato. Pubblico Ministero un attimo, allora, vuole riepilogare?*

PUBBLICO MINISTERO – *Ha detto che per lei il testo inglese è quello che vale. Quale dei due?*

PRESIDENTE – *Dottor Ruggiero!*

DICH PIERDICCHI – *Eh, non posso... cioè, adesso non ricordo questa differenza, non è una cosa che posso dire.*

PRESIDENTE – *Va bene, ma a prescindere da questo, lei ha visto questo...*

DICH PIERDICCHI – *E' una differenza talmente minima che...*

PRESIDENTE – *Ha visto quei documenti?*

DICH PIERDICCHI – *Li avevo visti, sì, li avevo visti quando, dice?*

PRESIDENTE – *All'epoca, non oggi.*

DICH PIERDICCHI – *Io avevo visto il primo.*

PRESIDENTE – *In inglese.*

DICH PIERDICCHI – *In inglese, sì, però non ero entrata nel...cioè, non avevo questionato il wording, perché non è il mio lavoro. Solo la traduzione, quello magari...*

PRESIDENTE – *Si era soffermata sulla traduzione.*

DICH PIERDICCHI – *La traduzione questa volta era venuta da Londra,*

quindi non l'avevamo neanche rivista.

PRESIDENTE – L'aveva data per buona.

DICH PIERDICCHI – Sì, ci eravamo concentrati sui fondamentali, che è la vulnerabilità al debito estero, punto.

PUBBLICO MINISTERO – Perché dice “eravate”?

DICH PIERDICCHI – Alla comunicazione

PRESIDENTE – In relazione a quello che ha detto prima.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io adesso le farò rilevare un'altra cosa, lei ha detto quindi che era una cosa poco importante questa?

DICH PIERDICCHI – Mah, leggendola adesso così, non è che cambia...

PUBBLICO MINISTERO – Ah, leggendola così, superficialmente, diciamo così.

PRESIDENTE – Va bene, Pubblico Ministero, ma la teste non è un consulente, quindi ha dato la sua risposta.

PUBBLICO MINISTERO – E infatti, Presidente, ha detto prima, abbiamo registrato, che per lei fa fede il testo inglese.

PRESIDENTE – Con la traduzione che veniva da Londra.

PUBBLICO MINISTERO – Io voglio sapere quale dei due testi, perché c'è un testo...

PRESIDENTE – Il primo, ha detto.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, il primo quale sarebbe?

DICH PIERDICCHI – Io ho visto quello...

PUBBLICO MINISTERO – Scusi, guardi un attimo le date di quei testi.

DICH PIERDICCHI – 14.1...

AVVOCATO GOLINO – Ma possiamo capire, scusi, perché non capisco i due testi...

PUBBLICO MINISTERO – Adesso glielo spieghiamo, adesso glielo spieghiamo.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Presidente, pero l'eccezione

è questa...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io voglio sapere dal teste innanzitutto se c'è una discrepanza tra i due testi inglesi...

PRESIDENTE – Ha detto che c'è, ma è leggera.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Presidente, la mia eccezione.

AVVOCATO GOLINO – Scusi, vogliamo capire tutti che cosa viene mostrato, che testi sono, da dove sono stati presi?

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – La mia eccezione...

DICH PIERDICCHI – No, scusi, io vedo solo quello che è, non vado a prendere...

PRESIDENTE – L'ha spiegato prima, dal sito.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Il teste non può essere teste di questi. O lo nominiamo consulente tecnico.

PUBBLICO MINISTERO – Non mischiamo le carte. Allora Presidente, adesso vi do la traduzione in italiano del comunicato stampa, dove alla ratio, dovete guardare tutti e tre.

PRESIDENTE – Va bene. Ma questi documenti lei...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, questi sono documenti ufficiali di Standard & Poor's. Allora, il comunicato stampa con la traduzione dell'atto di rating ce l'ha dato la dottoressa Pierdicchi il _____ giorno dell'interrogatorio. Ovviamente sarà stato credo il 30 gennaio. Al tempo stesso io vi ho prodotto il documento che CONSOB estrae dal sito e che porta il riferimento all'elevato – attenzione – all'elevata titolarità estera del debito governativo, nonché del debito del settore finanziario. Ora vi spiegherò perché è importantissima questa cosa. Nella traduzione italiana c'è infatti perfetta corrispondenza, Giudice, guarderà.

AVVOCATO GOLINO – Possiamo vedere un attimo anche noi?

PRESIDENTE – Sì, sì.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, l'allegato 41 della informativa, pagina 1646 affoliata, porta ad un certo punto: "The downgrade reflects what we see as Italy's increasing vulnerabilities", eccetera, e poi fa riferimento ad un termine "given", "dato", "the high foreign ownership on its government and financial sector debt". Questo testo inglese cambia totalmente in questo periodo in un altro testo inglese.

PRESIDENTE – Il concetto l'abbiamo capito.

PUBBLICO MINISTERO – Esatto. La traduzione italiana, cari Giudici, è conforme all'allegato 41. Cioè, fa riferimento sia al debito estero, al debito governativo, sia al debito del settore finanziario. Nel successivo, o precedente, non mi interessa, nel diverso testo inglese...

PRESIDENTE – Quello rilevato da CONSOB dal sito.

PUBBLICO MINISTERO – Viene meno il riferimento alla elevata titolarità del debito del settore finanziario. Giudice, la dottoressa Pierdicchi, io mostro, metto a disposizione le carte ai difensori, adesso perché è importantissimo questo elemento?

PRESIDENTE – Capiamo.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, adesso andiamo a guardarci una mail che è stata intercettata e acquisita tra il soprannominato Renato Panichi, l'analista senior che lavorava per l'Italia, diciamo così, ma che non partecipava, secondo quello che ha appena sostenuto la dottoressa Pierdicchi per il sovrano, e i redattori del rating sull'Italia, e cioè Ehileen Zhang. Io prendo in questo momento la vostra...

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Chiedo scusa...

PRESIDENTE – Facciamo finire! La teste non ha risposto, lei non risponda.

PUBBLICO MINISTERO – Fatemi parlare. Allora, dicevo Presidente, andiamo in quella perizia trascrittiva a pagina 18.

AVVOCATO GOLINO - Opposizione prima che la legga, le spiego

perché, perché Maria Pierdicchi di queste mail non ne ha copia, quindi sono comunicazioni tra terzi.

PRESIDENTE – Un attimo, prendiamo prima la mail.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io devo spiegare non all'Avvocato Golino, ma al Tribunale, perché sto ritenendo importante acquisire questi documenti.

AVVOCATO GOLINO – Nessuno gliel'ha chiesto perché è importante.

PRESIDENTE – Avvocato, non esageri, il Tribunale deve capire perché secondo il Pubblico Ministero... ma oggi, per cortesia! Vediamo qual è la mail, senza agitarci. 18. pagina 5 dell'elaborato.

PRESIDENTE – Va bene, prego.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, pagina 5, la mail 18, il secondo momento, scrive da Panichi Renato, 13 gennaio 2012, 11:16, non era ancora stato pubblicato il rating sull'Italia, diretto a Zhang Ehileen, imputata di oggi, Moritz Kraemer, imputato di oggi. Per conoscenza David Harrison. “Molto importante, RU sull'Italia, importanza

*PUBBLICO MINISTERO – Pagina 5, mail alta. **Ciao, Ehileen e Moritz, ho provato a chiamarvi entrambi. Ho qui il RU sull'Italia e vedo una frase all'inizio dove dite: “Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi legati ai finanziamenti esteri, dato – given sarebbe la parola inglese che poi troverete – l'elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri. Ehileen, ieri non mi hai letto quella frase. Non è corretto dire che vi è un elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri. In realtà è proprio il contrario. Uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il limitato ricorso ai finanziamenti esteri e (incomprensibile). Per favore togliete il riferimento alle banche”. E infatti l'hanno tolto.***

PRESIDENTE – Lei sa?

PUBBLICO MINISTERO – No, non voglio sapere se sa, io ho chiesto,

Presidente, alla dottoressa Pierdicchi, che aveva parlato con Renato Panichi, se le risultava che Standard & Poor's il 14 gennaio, quando la CONSOB cercherà il documento mette le due cause. Poi stranamente... e fa un comunicato stampa di traduzione perfettamente identico. Poi successivamente eliminerà, esattamente come voleva Renato Panichi, il riferimento all'elevata titolarità del debito...

PRESIDENTE – Lei da Panichi cosa ha appreso?

DICH PIERDICCHI – No, ma io non discuto con Panichi di queste cose.

PUBBLICO MINISTERO – No, ha ma saputo questa cosa? ha saputo questa cosa?

DICH PIERDICCHI – Ma quella è una dinamica...

PRESIDENTE – Cosa ha appreso da Panichi nello specifico.

DICH PIERDICCHI – Io non ho parlato con Panichi del...

PUBBLICO MINISTERO – Non voglio sapere le ragioni, lei sapeva questa cosa?

PRESIDENTE – Un attimo, ha parlato di questo con Panichi?

DICH PIERDICCHI – No, io non ho parlato con Panichi del comunicato stampa, il suo lavoro analitico... è normale che Panichi...

PRESIDENTE – No, lasci stare quello... lei ha parlato o no di questo con Panichi?

DICH PIERDICCHI – No.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, non ho altre domande.

PRESIDENTE – Lei poi...

DICH PIERDICCHI – No, non ho parlato di questo io.

PRESIDENTE – Lei aveva colto nei due comunicati in lingua inglese...?

DICH PIERDICCHI – No, perché io non sto a guardare queste cose molto operative, se ne occupano quelli di comunicazione, gli editori. Io una volta che ho un comunicato, mi concentro sulle quattro cose...

PUBBLICO MINISTERO – Produco e ho spiegato perché vi ho prodotto

questa discrasia tra due testi attualmente esistenti, diciamo così.

PRESIDENTE – Va bene.

DICH PIERDICCHI – Io ero estranea a questa cosa.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi produco il comunicato e due testi inglesi, non ho saputo qual è quello vero e quello falso.

DICH PIERDICCHI – Ma non è falso.

PUBBLICO MINISTERO – Nessun'altra domanda.

PRESIDENTE – Nessun'altra domanda? Possiamo liberare la teste?

AVVOCATO GOLINO – Per me sì.

PRESIDENTE - Può andare.

[Esaurite le domande, il teste viene congedato]

Come si vede, la deposizione della Pierdicchi si conclude senza che la stessa abbia inteso fornire risposta al perché S&P's avesse mutato – dopo il 13-1-2012 – le “motivazioni” poste a fondamento del doppio declassamento dell'Italia.

In realtà la “nuova” motivazione/informazione (*elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri*) costituiva una non trascurabile modifica nelle argomentazioni a sostegno di quel “*fattore esterno*”, individuato quale l'esclusivo fattore determinante il doppio declassamento dell'Italia: una nuova motivazione/informazione cui S&P's fece ricorso (dopo le aspre contestazioni di Panichi) per rettificare la motivazione originaria del declassamento (indifendibile perché errata e contraria a tutti i dati ufficiali conosciuti e conoscibili) nei termini (peraltro, altrettanto in veritieri come si è già dimostrato) di cui alla seconda versione del comunicato, mantenendo comunque ferma la decisione di declassare l'Italia di ben due livelli (*notches*).

3.i Il declassamento dell'eurozona come “Attacco all'Europa”: la deposizione del sen. prof. Mario Monti e del giornalista del Corriere della Sera Marco Galluzzo

La citazione dell'ex Presidente del Consiglio prof. Mario Monti – premier “tecnico” nominato al posto del dimissionario on. le Silvio Berlusconi proprio in costanza dei fatti di cui qui si discute, segnatamente nel novembre 2011, ossia nel bel mezzo della tempesta finanziaria che colpiva l'Italia – è scaturita da un interessante articolo giornalistico apparso il 14/1/2012 (giorno successivo al downgrading decretato da S&P's nei confronti dell'Italia e di mezza Europa) sul Corriere della Sera, quotidiano con il quale il prof. Monti ha avuto una pluriennale collaborazione pubblicando su quella testata numerosi editoriali.

Nell'articolo in questione, a firma del giornalista Marco Galluzzo (accreditato da quella testata presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri), si attribuiva proprio al Presidente Monti – in relazione a quella raffica di declassamenti – la frase (con caratteri virgolettati) “**Monti: Attacco all'Europa**”: espressione, quest'ultima, di notevole “peso” poiché indicativa di un movente deliberatamente ostile di quei declassamenti decretati dall'Agenzia di rating S&P's per danneggiare l'intera Eurozona.

La frase in questione non era stata mai smentita dal diretto interessato prof. Monti che, tuttavia, solo nel 2014 (e solo in occasione della sua audizione da parte di questo P.M.), negava di avere usato quell'espressione (“*attacco all'Europa*”) a proposito del declassamento decretato da S&P's il 13/1/2012.

Dopo avere assunto l'impegno di rispondere secondo verità, il prof. Monti ha, dunque, affermato di non avere mai pronunciato quella frase spiegando (con motivazioni, invero, faticosamente comprensibili) le ragioni per le quali poteva – per un verso – **dirsi d'accordo** con le motivazioni poste a base del downgrade deciso da S&P's e – per l'altro – **dirsi in disaccordo** con la scelta di assegnare all'Italia il punteggio di "BBB+" (che è quello che – come a lui ben noto – conta davvero a livello regolamentare).

Sarà il Tribunale a stabilire se le dichiarazioni testimoniali complessivamente rese siano state sincere, complete ed attendibili, così come sarà il Tribunale a stabilire se possa ritenersi ragionevole che il giorno dopo quel declassamento dell'Italia e di altri otto Paesi dell'eurozona, il Corriere della Sera potesse titolare in prima pagina "*Monti: Attacco all'Europa*" senza che lo stesso Monti – allora Presidente del Consiglio in carica – avesse effettivamente proferito direttamente o indirettamente quell'espressione, o senza che – in caso contrario – ne fosse seguita una pronta ed ufficiale smentita di fronte a parole di quel "peso" in quel momento storico.

La complessiva valutazione della deposizione e dei bizantinismi dialettici dell'autorevole teste, accreditano – ad avviso di questo Pubblico Ministero – la piena riferibilità al prof. Monti di quell'espressione riferita al generalizzato declassamento di ben 9 Paesi europei ("*attacco all'Europa*"): espressione che, quale "*voce dal sen fuggita*", testimoniava in modo verace e diretto la reazione sorpresa e stupita proveniente da un profondo conoscitore del mondo della finanza e delle stesse agenzie di rating.

Il prof. Monti ha dichiarato che il suo pensiero su quel declassamento del 13/1/2012 ebbe ad esprimerlo esclusivamente nell'intervista rilasciata al *Financial Times* il 17/1/2012 (l'articolo è stato acquisito il 29/1/2016).

Quando, però, si è contestato al teste la singolarità della scelta di avere rilasciato, quale Presidente del Consiglio dei Ministri italiano, una delicata intervista ad una testata straniera senza contestualmente smentire l'espressione "*Attacco all'Europa*" attribuitagli testualmente dal "suo" Corriere della Sera qualche giorno prima, il teste ha replicato – imperturbabile come sempre – di non essere aduso a smentite: si sono, allora, prodotte una serie di smentite giornalistiche operate dal prof. Monti per questioni di assai minore rilievo.

Questi che seguono, i passaggi salienti della testimonianza del prof. Mario Monti cui si è chiesto di riferire – dall'alto delle sue competenze – in ordine alle conseguenze di un declassamento ad opera di una agenzia di rating.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, professore, quali sono le conseguenze di un declassamento di un emittente sovrano da parte di una agenzia di rating di fronte agli investitori?

DICH MONTI – Sono ovviamente conseguenze negative, come ebbi modo già di dichiarare nel corso della mia... si chiama deposizione?

PUBBLICO MINISTERO – Audizione.. di fronte alla platea degli investitori, un declassamento da parte di una agenzia di rating di un emittente sovrano ha conseguenze? E di che tipo?

DICH MONTI - Ha conseguenze negative in quanto per i futuri bisogni finanziari di quell'emittente, incontrerà una platea di potenziali prestatori che, avvertita nella misura in cui lo condividano, di quel giudizio più negativo della società di rating, presterà meno o presterà

tassi di interessi più chiari. In più, esistono delle disposizioni statutarie, regolamentari in molti investitori istituzionali, fondi pensione eccetera, che impediscono a chi gestisce questi ingenti patrimoni per conto terzi, di effettuare investimenti in società o Stati che abbiano un rating inferiore ad un certo livello. Quindi le conseguenze ci sono e sono conseguenze negative.

PUBBLICO MINISTERO – Ci sono investitori che hanno limiti ad acquistare BOND emessi da Stati sovrani con rating tripla B (BBB)?

DICH MONTI – Credo di sì, perché ci sono varie, diciamo, barriere di livelli di rating, quindi immagino che qualcuna di queste barriere sia appena al di sopra del BBB e quindi scatti per un'emittente che vada al di sotto.

PUBBLICO MINISTERO – Mi sembrava necessario fare una introduzione sulle competenze e su quelli che sono i temi centrali di questo processo. Grazie. Professore Monti, risulta che sul Financial Times del 18 gennaio 2012, era un mercoledì, è stata pubblicata una sua intervista. Lei ne conferma il contenuto?

PRESIDENTE – Ecco, questo lo può consultare.

PUBBLICO MINISTERO – Io adesso mostro al collegio il testo in inglese e una traduzione in italiano che è stata curata da una nostra consulente.

PRESIDENTE – Lei ricorda quella intervista?

DICH MONTI – Ricordo quella intervista, uscita il 18 gennaio sul Financial Times stampato e anticipata in tutto o in parte il 17 gennaio sul Financial Times online.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, produrrò tutti i documenti dopo. Adesso li anticipo, perché mi servono per fare l'esame.

PRESIDENTE – Le domande.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi conferma tutto quello che è scritto in quell'articolo?

DICH MONTI – Certamente sì, almeno, trattandosi di intervista, per la parte virgolettata.

Alla opportuna domanda del Presidente

PRESIDENTE – Lei ha fatto mai una smentita in relazione a quella...?

DICH MONTI – Mi perdoni?

PRESIDENTE – Una smentita in relazione a quella intervista?

Il teste risponde:

DICH MONTI – No, non ho dato nessuna smentita perché, anzi, rifletteva molto bene il mio pensiero.

PRESIDENTE – E lo vuole sintetizzare, per cortesia?

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, chiedo scusa...

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, il Tribunale ha questa esigenza, aspetti un attimo. Prego.

DICH MONTI – Si trattava di una intervista ampia..... “Il sottoscritto dice: “Se mai io avessi dovuto dettare qualcosa, sarebbe stato quello che Standard&Poor's ha detto sulla politica economica italiana domestica, interna. Ovviamente non avrei mai detto le tre lettere BBB”. Quindi, senza infliggere una cosa così minuziosa, il concetto era, Presidente, che ovviamente un downgrade è una cosa negativa; ovviamente, secondo me, nella mia visione dei ruoli istituzionali, che un capo di un governo del Paese affetto dal downgrade protesti o critichi, può fare contenti alcuni, ma lascia il tempo che trova perché non è certo un giudice imparziale. Ma ciò che a me interessava per le finalità politiche del governo italiano in quel momento, interessava sottolineare e

quindi portare all'attenzione dei mercati internazionali dei miei colleghi capi di governi degli altri Paesi, il positivo che c'era nella motivazione di questa decisione negativa. Cos'era il positivo che c'era in questa motivazione? **La decisione era negativa** perché l'Italia ovviamente era carica, e lo è ancora e lo sarà per un certo tempo, di un altissimo debito generato in passato, debito pubblico generato in passato, ma al margine, cioè riferendosi agli sviluppi più recenti, diceva nel gennaio 2012 Standard&Poor's che c'era una positività, e cioè la nuova direzione di politica economica interna all'Italia, dovuta ovviamente al governo che era in carica da pochi mesi; che tuttavia questa positività non riusciva a compensare una negatività, uso parole mie, una negatività che era il peggioramento del sistema di governo dell'Eurozona.....e l'agenzia di rating dice: "Anche noi la valutiamo negativamente ecco che mi diventava irrilevante commentare **il BBB, che in sé era comunque una cosa negativa per il Paese che io governavo**, ma diventava molto rilevante commentare queste due cose. Mi perdoni, Pubblico Ministero, non so se questo va...

DICH MONTI – ...E ho precisato che ovviamente avrei potuto scrivere tutto io queste parti, ovviamente senza arrivare al BBB. Significava quello che io... quello significava che io prendevo posizione sulla correttezza o meno della valutazione BBB? No. Perché non ritenevo... primo ritenevo e ritengo ancora come economista, **con buona pace delle agenzie di rating, ma lo sanno anche loro, non è una scienza esatta. E poi, ex post si è visto che hanno fatto tanti, tanti errori, e poi sono cambiate le regolamentazioni eccetera. Quindi non parliamo di un santuario e non esistono santuari nella vita economica, ma comunque non ritengo che... non so se qui si può usare l'espressione, non ritengo che il giudicato possa giudicare il giudicante.**

PUBBLICO MINISTERO – Professore, mi scusi, lei ha mai avuto forme di collaborazione con testate giornalistiche italiane?

DICH MONTI – Sì, certo.

PUBBLICO MINISTERO – Per esempio? Testate, diciamo così, di rilievo nazionale?

DICH MONTI – Soprattutto con il Corriere della Sera, per molti decenni.

PUBBLICO MINISTERO – Senta professore, a riguardo dell'azione di rating del gennaio 2012, quella di cui stiamo parlando, lei ha dichiarato che essa costituiva un attacco all'Europa o ha utilizzato espressioni simili, ma di quel significato?

DICH MONTI – No.

PUBBLICO MINISTERO – Qualcuno del suo staff o dei suoi portavoce ha utilizzato quella espressione o espressioni simili?

DICH MONTI - Penso di no, anche se per definizione non posso saperlo, perché non sono presente a ciò che i miei collaboratori, ma...

PUBBLICO MINISTERO – Ma sfugge al suo controllo quello che dicono i suoi collaboratori?

DICH MONTI – Quando parlano a nome mio, non sfugge al mio controllo. E qui allora la mia risposta è no.

PUBBLICO MINISTERO – Professore, ha letto l'articolo del Corriere della Sera di Galluzzo del giorno sabato 14.1.2012, che adesso le mostro in originale?

DICH MONTI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io ho mostrato al professore Monti le pagine del giornale del Corriere della Sera, con cui il professore ha avuto per oltre dieci anni una collaborazione professionale, come ha detto prima, che riportano quella titolazione che

adesso voi vedrete.

PRESIDENTE – *Va bene, abbiamo visto. Dovete produrre il giornale?*

PUBBLICO MINISTERO – *Ovviamente produco il giornale e faccio qualche domandina.*

PRESIDENTE – *Lei il testo ce l'ha sotto mano?*

DICH MONTI – *Sì, l'ho visto, sì, il testo ce l'ho sotto mano, sì.*

PUBBLICO MINISTERO – *Senta professore, quell'articolo lei lo ha letto? Ha detto sì, ma ha anche detto che non ha mai dichiarato quello che quell'articolo titola? **“Monti: è un attacco all'Europa”**?*

DICH MONTI – *Esatto, **non l'ho mai dichiarato.***

PUBBLICO MINISTERO – *Allora, io appunto ho avuto da lei subito la smentita in ordine a quella frase virgolettata: “E' un attacco all'Europa”. Benissimo. Ora magari vado avanti, in modo che vediamo un attimo quell'articolo. **Le chiedo però prima, professore, Galluzzo lei lo conosceva?***

DICH MONTI – ***Sì certo, è uno dei... era allora, non so se sia ancora, uno dei cosiddetti “Chigisti”, cioè dei giornalisti che seguono.***

PUBBLICO MINISTERO – ***Che vuol dire? Cioè, il giornalista accreditato a seguire il Presidente del Consiglio?***

DICH MONTI – ***Sì.***

PUBBLICO MINISTERO – ***Per il Corriere della Sera.***

DICH MONTI – ***Che in genere lo seguono anche nelle missioni all'estero, eccetera.***

PUBBLICO MINISTERO – *Quindi Galluzzo era un chigista, diciamo così.*

DICH MONTI – *Sì.*

PUBBLICO MINISTERO – *Lo aveva fatto anche con i suoi predecessori?*

DICH MONTI – *Questo non lo so.*

PUBBLICO MINISTERO – *Con lei lo ha fatto?*

DICH MONTI – *Sì, l'ho appena detto.*

PUBBLICO MINISTERO – *Senta, come avveniva la sua interlocuzione con Galluzzo? Nel senso che poiché qua dobbiamo capire perché Galluzzo fa un articolo da prima pagina, attribuendole con virgolettato una frase per noi così importante e da lei smentita, come è possibile che sia accaduto questo. Allora le chiedo come si curava da parte di Galluzzo l'interlocuzione con Palazzo Chigi o con lei. Quali erano i canali di comunicazione, le abitudini di comunicazione o di interlocuzione?*

DICH MONTI – *Prima di tutto, non sarebbe certo l'unico caso in cui un giornalista che scrive sulla presidenza del Consiglio, sintetizza estrapolando un po' più del, a mio giudizio, dovuto il contenuto del pensiero che vede riflesso in quel momento a Palazzo Chigi. E comunque per rispondere più puntualmente alla sua domanda, ci sono delle occasioni che sono di vera e propria conferenza stampa, e che vengono tra l'altro registrate, e che sono frequenti, erano frequenti e sono credo oggi ancor più frequenti. E poi ci sono delle occasioni in cui il portavoce del Presidente del Consiglio del Governo...*

PUBBLICO MINISTERO – *Chi era il suo portavoce?*

DICH MONTI – *Il mio portavoce era Elisabetta Olivi. Era portavoce del Presidente del Consiglio e del Governo.*

PUBBLICO MINISTERO – *Lei si è assicurato che la Olivi non abbia mai affermato “attacco all'Europa”? Lei ha controllato questo, insomma?*

DICH MONTI – *Ho controllato questo e assolutamente non è stato affermato.*

PUBBLICO MINISTERO – *Professore, ha rilevato come anche altre*

autorevoli testate giornalistiche le attribuivano nella stessa giornata del 14 la stessa dichiarazione virgolettata che il Corriere della Sera riportava con Galluzzo? Io adesso mostro al professore e produco al Tribunale, l'articolo del Corriere della Sera, produco anche **Il Sole 24 Ore** con il titolo: **“Monti: è l'Europa ad essere sotto attacco. La risposta sia europea”**. Produco l'articolo di Lina Palmerini del 14 gennaio, stessa giornata in cui esce l'articolo, il sabato, il giorno dopo il declassamento; **Il Messaggero, 14.1, Marco Conti: “Per Palazzo Chigi è un attacco alla UE”**. 14 gennaio, **“È un attacco l'Unione Europea, bisogna reagire uniti. Ha fatto eco il Presidente del Consiglio dei Ministri, Mario Monti”**.

PRESIDENTE – Non so, fermò la sua attenzione all'epoca sul fatto che poi in pratica l'articolo del Corriere, con quei contenuti attribuiti a lei era stato, diciamo, replicato su altre testate?

*DICH MONTI – **Non ho idea**, ricordo dell'articolo del Corriere anche perché è stato oggetto di molta attenzione.*

*PRESIDENTE – **Il Sole 24 Ore: “Monti: è l'Europa ad essere sotto attacco. La risposta sia europea”**, Lina Palmerini.*

*DICH MONTI – **Be'**, nel momento in cui diversi Paesi dell'Eurozona ottengono, subiscono un downgrade contemporaneamente, nella oggettività del fatto, si determina una situazione critica per l'Europa, tant'è vero che qualche Ministro di altri Paesi si è espresso in questo senso. **Io non mi sono espresso dicendo io “attacco all'Europa”**, sia per le ragioni che ho prima evidenziato di tentativo di restare sull'oggettività dei fatti, per una questione di anche credibilità del governo; sia perché so che esiste, a mio giudizio esiste, ne abbiamo avuto varie evidenze nel corso di questi anni, una certa, come dire, propensione a vedere complotti, anche quando a mio giudizio di complotti non ce ne sono.*

Quindi sono sempre scettico quando si dà questa chiave interpretativa. Capisco però che i giornalisti seri, Galluzzo è un giornalista serio, gli altri, Palmerini è un giornalista serio, possano dare questa loro... senza però, lo ribadisco, che questo sia stato né direttamente, né indirettamente ispirato da me.

PUBBLICO MINISTERO – Ma dico, lei in genere non fa smentite?

DICH MONTI – E' molto raro, perché...

PRESIDENTE – Ma non importa, Pubblico Ministero, in questo caso non l'ha fatta e ha spiegato la ragione per cui non l'ha fatta.

DICH MONTI – E' molto raro perché, signor Procuratore, quotidianamente vengono scritte tantissime cose. Per esempio, qui fuori da questo palazzo, mi è stato riferito di manifesti che contengono un palese falso. Devo mettermi a smentire?

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti professore, io le mostro alcune sue smentite su vari argomenti, i più disparati. La Stampa, 21 gennaio 2012: "Mario Monti smentisce di essere un massone".

PUBBLICO MINISTERO – ... Lei sai chi è Olli Rehn, professore?

DICH MONTI – Sì, so chi è Olli Rehn.

PUBBLICO MINISTERO – Olli Rehn sa che nell'articolo del Financial Times, in cui lei rilasciò quella intervista, ha reso delle dichiarazioni su quel famoso declassamento. L'ha letto?

DICH MONTI – Sì, l'ho letto, sì.

PUBBLICO MINISTERO – Parlando di inconsistenza di quel declassamento. Ha visto?

DICH MONTI – Sì, ho visto. Lui ha ritenuto di dare un giudizio, io non ho ritenuto di dare un giudizio.

PUBBLICO MINISTERO – Perché era, diciamo, a capo del Governo.

AVVOCATO GOLINO – Forse dovevamo chiamare Olli Rehn a testimoniare.

PUBBLICO MINISTERO – Per un discorso, diciamo così, di credibilità delle istituzioni.

PRESIDENTE – L'ha spiegato il motivo.

PUBBLICO MINISTERO – Sì. Lei sa chi è Franco Bruni, Università Bocconi?

DICH MONTI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Ha letto il giorno 14.1.2012, lo stesso giorno dell'articolo di Galluzzo quello che dichiara il professore di Economia Monetaria alla Bocconi, Franco Bruni, su Il Fatto Quotidiano su questo declassamento?

DICH MONTI – No.

PUBBLICO MINISTERO – Lei ha letto quello che il Presidente Draghi ha detto a Milano Finanza sulle agenzie di rating e sulla rottamazione delle agenzie di rating?

PRESIDENTE – Va bene, ma questo...

PUBBLICO MINISTERO – Fatto del 17 gennaio. Presidente, io voglio semplicemente che emerga il dato di un coro unanime...

PRESIDENTE – E produca i...

PUBBLICO MINISTERO – E li sto producendo.

PUBBLICO MINISTERO – Andiamo avanti, ed ho finito, le ultime due domande. Senta professore, avrà notato che il declassamento doppio dell'Italia il 13.1.2012 avviene esattamente dopo due mesi dal suo insediamento, circa, 11 novembre - 12 gennaio. Che cosa era mai peggiorato in quei sessanta giorni sotto la sua gestione per far diventare il credit watch negativo dell'Italia addirittura meritevole di un declassamento in tripla B? Che cosa mai era accaduto di così negativo

e peggiorativo?

DICH MONTI – Se sto alle motivazioni scritte da Standard & Poor's...

PRESIDENTE – No, lei deve fornire i dati a sua disposizione. C'era un peggioramento della situazione economica? Non per quello che dice Standard & Poor's, per quello che lei... una sua valutazione.

DICH MONTI – No, credo invece, Presidente, se mi posso permettere, che la domanda... allora...

PUBBLICO MINISTERO – Lei ha già detto, professore, che condivideva quell'analisi.

DICH MONTI – Ecco.

PUBBLICO MINISTERO – Però quella analisi porta a quel credito score.

DICH MONTI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – La domanda è: che cosa era accaduto da quando lei si è insediato, 11 novembre al 12 gennaio per far precipitare di due gradini l'Italia?

PRESIDENTE – Di obiettivo.

DICH MONTI – Allora, la mia risposta è: per quanto riguarda la politica economica italiana niente, anzi! Per quanto riguarda l'altra cosa...

PRESIDENTE – E “anzi”? Lo riempia quell'”anzi”. Anzi, cosa era avvenuto?

DICH MONTI – Stavamo prendendo provvedimenti molto incisivi.

PRESIDENTE – Ma stavamo, o li avevate già presi?

DICH MONTI – NO, no, Decreto Legge, Gazzetta Ufficiale del 6 dicembre 2012 porta un provvedimento denominato “Salva Italia” in forma di Decreto Legge...

PUBBLICO MINISTERO – 2011.

DICH MONTI – 2011, ho sbagliato, presentato in conferenza stampa la sera di domenica 4 dicembre 2011, quindi ritiro quell'”anzi” se può creare equivoci. Erano in corso, erano già stati presi, stavano per essere presi e sarebbero stati presi provvedimenti incisivi. Ma il quadro, diciamo, l'altro terreno di battaglia, quello europeo...

PUBBLICO MINISTERO –chiedo scusa, faccio due domande in una, così esaurisco. Lei prima diceva che il 4 dicembre, era una domenica pomeriggio, fa una conferenza stampa in cui rappresenta una serie di riforme in cantiere già, diciamo così, programmate e il 5 dicembre, il giorno dopo, interviene il credit watch negativo, che è nella imputazione, da parte di Standard & Poor's. Lasciamo stare...

DICH MONTI – Cosa che mi stupì molto.

PUBBLICO MINISTERO – Cosa che la stupì.

DICH MONTI – Infatti lo dichiarai.

PUBBLICO MINISTERO – Infatti le chiedo perché si è stupito? Perché lei disse: “Sorpresa e stupore”? Usò questa endiadi, questi due aggettivi qualificativi. Perché si stupì allora per il credit watch negativo e non si è stupito del declassamento di gennaio 2012 di due gradini? Vuole spiegare?

DICH MONTI – Sì, nel credit watch negativo di dicembre il mio stupore nasceva dal pensare che il credit watch negativo si riferisse soltanto, trattandosi dell'Italia, alla politica economica italiana, ed ero stupito, e anche un po' deluso, che dopo aver prodotto questa batteria di provvedimenti in due settimane di governo, ci fosse questo riconoscimento negativo, anziché positivo. In gennaio ha dato la motivazione del downgrading la società di cui si tratta, e credo che se posso leggerla, Presidente...

Per risolvere l'arcano di quella frase attribuita al prof. Monti in ordine al downgrade del 13/1/2012, è stato citato ed esaminato in dibattimento **Marco Galluzzo**, giornalista professionista del Corriere della Sera dal '98 e da circa quattordici anni giornalista accreditato a Palazzo Chigi ("chigista"), autore dell'articolo apparso il 14/1/2012 in prima pagina sul Corriere della Sera intitolato "**Monti: "è un attacco all'Europa"**".

Il giornalista ha confermato una serie di significative circostanze che accreditano come quella frase fosse stata effettivamente proferita, con il consenso del prof. Monti, da ambienti a lui molto vicini.

Ha, infatti, chiarito il giornalista:

- in relazione alle sue modalità di interlocuzione con un Presidente del Consiglio, di essere solito virgolettare le parole solo quando "*assolutamente certo*" che quelle siano le parole dello stesso, "*anche se pronunciate in contesti privati o con i suoi collaboratori*";
- che, sotto la Presidenza Monti, aveva poche fonti (due o tre) che "*lavoravano agli uffici di diretta dipendenza di Monti*" e con le quali aveva "*un rapporto fiduciario*", nel senso che si trattava di "*fonti attendibili*";
- in relazione alla frase virgolettata di cui si discute, di non avere nell'occasione parlato direttamente con Monti, ma "*con qualcuno che ha parlato per conto di Monti*" tanto che, ha ribadito, "*se l'ho scritto qualcuno me l'ha detto*" pur non essendo in grado di ricordarne il nome;
- che quell'articolo non fu mai smentito né da Monti, né dal suo staff.

Deve, allora, ragionevolmente ritenersi che una frase di quella portata non potesse essere in alcun modo “*sparata*” sulla prima pagina del più importante quotidiano italiano, peraltro il “più vicino” al Presidente del Consiglio prof. Monti, in un articolo a firma del “chigista” Galluzzo, senza un pur tacito consenso dell’interessato il quale – laddove davvero non avesse condiviso le parole attribuitegli con carattere virgolettato “*attacco all’Europa*” – avrebbe dovuto, vuoi per la qualità rivestita, vuoi per l’assoluta delicatezza del momento storico, vuoi infine per la gravità di quell’espressione (“*attacco all’Europa*”), dare corso ad un’immediata ed ufficiale smentita: smentita che, invece, non è intervenuta se non dinanzi all’Autorità giudiziaria.

Richiesto dal P.M. di riferire sulle abitudini di interlocuzione professionale con i Presidenti del Consiglio, Galluzzo ha risposto come segue.

DICH GALLUZZO - I rapporti con il Presidente del Consiglio possono essere... be’, variano da Presidente a Presidente. Ci sono Presidenti che non parlano con i giornalisti, ci sono Presidenti che parlano con i giornalisti.

PRESIDENTE – Monti parlava con i giornalisti?

DICH GALLUZZO – Monti in alcuni casi, in alcuni contesti poteva parlare. Sicuramente non era uno che parlava molto volentieri, insomma, o fuori da contesti ufficiali.

PUBBLICO MINISTERO – Lei ci parlava con Monti?

DICH GALLUZZO – Io ci parlavo, ma in occasioni istituzionali, non in occasioni private.

PUBBLICO MINISTERO –....Voglio sapere, lei quando riportava le

parole di Monti, ci aveva parlato prima con Monti, sì o no?

DICH GALLUZZO – Devo fare un distinguo, dipende da che articolo stiamo parlando.

PUBBLICO MINISTERO – Ci sono stati articoli in cui lei...?

DICH GALLUZZO – Se è un articolo che riguarda una conferenza stampa o un incontro personale con Monti, ho parlato con Monti; poi ci sono articoli in cui riporto parole, pensieri, strategie e cose di Monti, senza avere parlato direttamente con Monti, ma avendo parlato con quelle che si chiamano fonti.

PUBBLICO MINISTERO – ...scusi, lei quando nel pezzo virgoletta qualcosa?

DICH GALLUZZO - Virgoletto qualcosa quando sono sicuro, almeno per il mio grado di professionalità, che quelle sono le parole di Monti, pronunciate anche in un contesto privato, o con i suoi collaboratori.

PUBBLICO MINISTERO – Bene. Lei adesso... le mostro l'articolo di giornale...

PRESIDENTE – Lo abbiamo noi.

PUBBLICO MINISTERO – Voi avete proprio il giornale, glielo può mostrare? Fa più effetto quello.

PRESIDENTE – Mostriamo questo.

PUBBLICO MINISTERO – Effetto, nel senso che è a colori, è a colori, c'è il titolo, è il giornale che ho comprato io quel giorno, 14.1.2012. Vede, c'è sia, ecco, la prima pagina e poi c'è anche l'interno, con... il Corriere della Sera ha dato una prima pagina, era il giorno successivo al doppio declassamento dell'Italia e lei titola l'articolo, con la sua firma sotto, firma: "Monti: "È un attacco all'Europa"". Essendo virgolettato questo, lei conferma quello che ha detto prima?

DICH GALLUZZO – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, entrando un attimo nel dettaglio, lei introduce quell’articolo con: “Lo sapeva già. È stato lui ad informare i partiti. Casini, Alfano, il Presidente del Consiglio ne ha discusso anche con loro, spiegando di non essere sorpreso da una notizia che gli era stata anticipata”. Da chi? Lei come faceva a sapere che Monti aveva avuto in anticipo la notizia del declassamento dell’Italia.

DICH GALLUZZO – Se l’ho scritto, lo sapevo, come fanno tutti i giornalisti che si occupano di queste cose. Avrò parlato con qualcuno che lavora con Monti.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, e non con lui? Esclude che abbia parlato con lui?

DICH GALLUZZO – Escludo, certo.

PUBBLICO MINISTERO – Lo esclude. Quindi qualcuno che ha parlato per conto di Monti?

DICH GALLUZZO – Esatto.

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, ce la vuole dire la sua fonte?

DICH GALLUZZO – No, anche perché non me la ricordo...quando coprivo per il Corriere della Sera Monti, a Palazzo Chigi non avevo venti fonti, ne avrò avute tre, quattro, cinque. Quelle fonti che avevo, lavoravano agli uffici di diretta dipendenza di Monti e avevo un rapporto fiduciario. Quindi, se qualcuno mi diceva qualcosa, mi fidavo di quello che mi diceva. Ora, non mi ricordo chi possa avermelo detto, se l’ho scritto qualcuno me l’ha detto. Siccome faccio due, trecento articoli l’anno sul Presidente del Consiglio, le assicuro che, ammesso e non concesso che possa o voglia dirlo, io non ho idea di chi me l’abbia detto.

PRESIDENTE – Lei aveva persone attendibili? Aveva fonti attendibili?

DICH GALLUZZO – L’ho appena spiegato.

PUBBLICO MINISTERO – Ha detto che aveva due, tre persone, non

tante insomma. Quindi una di quelle tre persone.

DICH GALLUZZO – Esattamente.

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, senta...

PRESIDENTE – Cioè, in pratica lei ha tre fonti e non ricorda quali?

DICH GALLUZZO – Signora, io non mi ricordo se erano tre, se erano quattro o erano cinque.

PRESIDENTE – Quella volta cosa disse, Pubblico Ministero?

DICH GALLUZZO – L’ho già detto, ma è il modo di lavorare di ogni giornalista che lavora con una istituzione, ha delle fonti con cui ha un rapporto fiduciario. Ovviamente, per un articolo del 2012, francamente non ricordo chi delle mie fonti mi abbia detto quella cosa. Sicuramente è stata una delle mie fonti di cui mi fidavo, se no non lo avrei scritto.

PUBBLICO MINISTERO – Lei dichiarò che non le ha mai dato fonti non corrette.

DICH GALLUZZO – E certo, perché se mi avesse dato informazioni scorrette, non avrei più avuto un rapporto fiduciario, e comunque non lo avrei scritto.

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, è stato lei il primo ad utilizzare quel termine “attacco all’Europa”, oppure lei riportava da altre testate giornalistiche? Avrà visto che ci sono anche altre testate giornalistiche, Il Messaggero, IL Secolo, il Sole 24 Ore ed altro.

DICH GALLUZZO – Sì, mi ricordo anche in sede di interrogatorio, che io ricordi non l’avevo visto prima, l’ho scritto perché qualcuno me l’ha detto e basta.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, ma ha ricevuto da Monti o dallo staff di Monti o dai portavoce di Monti, il giorno stesso o il giorno dopo, delle smentite o delle rettifiche?

DICH GALLUZZO – No, se non ricordo male questo articolo non fu smentito.

In definitiva, da una valutazione comparativa delle deposizioni del prof. Monti e del giornalista Galluzzo può trarsi il ragionevole convincimento che a seguito dell'azione di rating con la quale S&P's declassava di due gradini la Repubblica Italiana ed altri otto Paesi dell'Eurozona, contestualmente ponendo in Outlook negativo il rating a lungo termine di altri 6 Paesi, la pesante frase “è un attacco all'Europa” fosse stata pronunciata realmente in ambienti vicinissimi al Presidente del Consiglio prof. Monti e, proprio all'indomani di quella raffica di downgrade, riportata sul quotidiano italiano più vicino al Premier, quanto meno con il tacito consenso del medesimo prof. Monti che – in quelle date condizioni – non smentendola prontamente, ne accettava di fatto la riconducibilità a sé, per poi correggere il tiro (tentando di mitigare le conseguenze di quell'impegnativa e pesante frase attribuitagli dal “chigista” Galluzzo) attraverso il rilascio dell'assai diplomatica intervista al più noto e “globalizzato” quotidiano finanziario *Financial Times*.

3.k Le “voci di dentro”: conversazioni fra analisti e manager di S&P's come emerse dalle intercettazioni telefoniche e dal sequestro delle mail

L'analisi delle conversazioni tra analisti e manager di S&P's, come emerse delle **intercettazioni telefoniche** e dalle **mail** in sequestro (conversazioni oggetto di perizia trascrittiva disposta dal Tribunale),

fornisce un'irrefutabile riscontro all'ipotesi accusatoria, oltre ogni ragionevole dubbio.

Mentre lo scambio di mail tra gli imputati Zhang/Kraemer e l'analista bancario Renato Panichi documenta ed al contempo prova in modo irrefutabile la fattispecie della manipolazione informativa del mercato attraverso la vera e propria reiterata diffusione di informazioni finanziarie false ai mercati planetari sul conto dell'Italia; le intercettazioni telefoniche documentano ed al contempo provano la fattispecie della manipolazione informativa del mercato attraverso una continuativa (nell'arco temporale dei fatti di causa) e consapevole violazione delle rigide prescrizioni del Regolamento europeo 1060/2009 (segnatamente delle prescrizioni normative di cui ai considerando 26, 28, 31 e dell'art. 7 del Regolamento): una violazione sistematica "denunciata nero su bianco" dalla CONSOB che evidenziava come le valutazioni degli analisti di S&P's sull'Italia avvenissero in (formale osservanza, ma) sostanziale aggiramento della normativa di settore: una modalità, dunque, "artificiosa" di fare informazione finanziaria price sensitive concretamente idonea ad impattare il mercato con danno per gli strumenti finanziari italiani.

La clamorosa evidenza (fatta emergere all'udienza del 29/1/16 nel corso della testimonianza della dr.ssa Maria Pierdicchi) di due diversi comunicati pubblicati e divulgati in relazione al medesimo downgrade dell'Italia del 13/1/2012, con il secondo di essi parzialmente modificato (dopo la diffusione del primo ai Mercati) nella parte motivazionale, in uno allo scambio di mail tra gli imputati Zhang/Kraemer e il loro collega analista italiano Panichi, così come l'ulteriore evidenza (fatta emergere all'udienza del 29/9/2016) della mistificazione dei dati macroeconomici dell'Italia con riguardo all'ammontare della titolarità estera del

debito del settore pubblico e del settore bancario italiano,
costituiscono la prova “provata” di una volontà di declassare
sempre, comunque e ad ogni costo l’affidabilità creditizia dell’Italia
agli occhi degli investitori internazionali.

Ma passiamo all’analisi delle intercettazioni più rilevanti, disposte unicamente sull’utenza in uso alla general manager Maria Pierdicchi.

Tutte le telefonate di interesse per questo processo intervengono tra il giorno 1/8 e il giorno 6/8/2011, a cavallo della visita operata dalla Guardia di Finanza presso gli uffici milanesi di S&P’s per acquisire informazioni e documenti inerenti la procedura di registrazione in ambito europeo dell’Agenzia di rating.

Esaminiamo dunque le telefonate più rilevanti, facendone precedere il contenuto testuale da un sintetico commento esplicativo.

Telefonata di cui al progressivo 835 del giorno 1/8/2011 ore 18.02

Questa telefonata interviene tra la *general manager* di S&P’s per l’Italia **dr.ssa Maria Pierdicchi** ed il **Responsabile del Senior European Regulatory Counsel di Standard & Poor’s** di Londra, **Cristopher Lake**, ossia lo stesso soggetto che il 24/2/2012 comunica a Nisha Puri (funzionario in forza alla britannica F.S.A.) – con riguardo alle richieste di atti ed informazioni avanzate dalla CONSOB con la Nota del 17/1/2012 di cui sopra si è ampiamente detto – che S&P’s non aveva risposto in modo completo alla richiesta di collaborazione.

Nella presente telefonata – che si colloca nel periodo in cui era in fase di discussione la registrazione dell’Agenzia S&P’s, ossia l’autorizzazione a svolgere attività di rating in Europa (procedura cui si riferisce la Relazione per la Commissione CONSOB del luglio 2011, in atti e sopra analizzata) – si parla del “**richiamo**” all’Agenzia di rating, **da parte dell’E.S.M.A.**, per il **rispetto delle previsioni di cui al Regolamento Europeo** e dell’**art. 8** in particolare sulla “**metodologia**” e sulle “**fonti dei dati**”: segno, dunque, evidente che l’E.S.M.A. aveva già acceso un faro su tali criticità in relazione alle azioni di rating nei confronti dell’Italia, della Grecia, dell’Irlanda, della Spagna e di tutta l’Unione europea.

Rammentiamo il tenore della previsione di cui alla norma regolamentare in discussione.

L’**art. 8** del Regolamento 1060/2009 (*Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating*) dispone al **comma 2** che “*Un’agenzia di rating del credito adotta ed applica effettivamente le **misure adeguate a garantire che i rating che essa emette siano basati su una analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone**.... Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le **informazioni che essa usa ai fini dell’assegnazione di un rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili.**”*

Al **comma 3** prosegue prescrivendo che: “*Un’agenzia di rating del credito utilizza **metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida**”.*

La Pierdicchi raccomanda a Lake “**spero che tu stia comunicando tutto questo anche a tutti i capi**”, a dimostrazione della costante condivisione di ogni problematica e di ogni decisione: condivisione che, come emerge

dalla intercettazione, risulta riscontrata dall'invio delle mail ai vari indirizzi.

La donna si affanna a raccomandare all'interlocutore che non ci sia in quel momento storico “*nulla di diverso rispetto a come dovrebbe essere*” sottolineando, così, che proprio in quei momenti, stante il faro acceso da E.S.M.A. e CONSOB oltre che dal P.M. di Trani, non si potessero consentire procedure “diverse” da quelle standard (procedure “diverse” evidentemente praticate, invece, in tempi passati o fino a quel momento); in questo senso la Pierdicchi rimarca il concetto continuando a ribadire all'interlocutore che devono seguire le regole “*esattamente*”.

Va rilevato come la tensione che si percepisce nella telefonata e la preoccupazione sul **rispetto delle metodologie** (rispetto che costituisce oggetto di puntuale verifica da parte di E.S.M.A. e CONSOB che, per questo, hanno inoltrato alla Agenzia richiesta di informazioni e documenti evidentemente per la procedura di registrazione) costituiscono il segno che entrambi gli interlocutori sapevano bene di ordinarie prassi non in linea con il Regolamento europeo: prassi che, a quel punto, dovevano correggersi non potendosi fare “*nulla di diverso da come dovrebbe essere*”.

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289

IN USO A MARIA

PROGRESSIVO N. 835 DEL 1° AGOSTO 2011 ORE 18:02,56

TELEFONATA IN USCITA AL N. 442071763176

INTERPRETE DI LINGUA INGLESE MALGORZATA TUROWSKA



CHRISTOPHER: Christopher Lake.

MARIA: Ciao Chris, sono Maria. Come stai?

CHRISTOPHER: Ehi, sì... bene, come stai tu?

MARIA: Uhm, così così... stanca.

CHRISTOPHER: Ah...

MARIA: Non vedo l'ora di andare un po' in ferie, se tutto va bene.

CHRISTOPHER: Quando?

MARIA: Settimana prossima.

CHRISTOPHER: Settimana prossima?

MARIA: E tu?

CHRISTOPHER: Anch'io... anch'io.

MARIA: Bene, bene. Ho visto questo messaggio da parte dell'E.S.M.A. e ho pensato che le cose si stanno un po' complicando, non è vero?

CHRISTOPHER: Credo di sì, già.

MARIA: Qual è la tua impressione?

CHRISTOPHER: Credo di sì e penso... sono sicuro che, in una certa misura, ci siano dietro loro. E penso... beh... ne stavo proprio parlando con James e David Gordon. Credo che dobbiamo resistere un po', ehm, solo per mettere in chiaro che... sai una cosa, non hanno fornito alcuna spiegazione del motivo per cui chiedono queste informazioni...

MARIA: Informazioni... sì.

CHRISTOPHER: ... sai, perché...

MARIA: Allora che cosa farete? Chiederete... che cosa? Perché?

CHRISTOPHER: Sì, credo che dobbiamo conoscere un po' il contesto. E anche, sai, cercare di esaminare un po' la cosa, perché quando... quando mi hanno chiamato

dall'E.S.M.A. venerdì e hanno detto... e hanno detto:
“Guardate, fra pochi minuti vi arriverà una richiesta..”.

MARIA: Sì, ah... ah-ah.

CHRISTOPHER: ...quello di cui parlavano...

MARIA: <Sovrapposizione di voci>

CHRISTOPHER: Sì, sì... Hanno detto che riguarda
essenzialmente Italia e Grecia.

MARIA: Ah, sì...

CHRISTOPHER: E forse Irlanda e Spagna... ma hanno detto che riguarda più che altro l'Italia e la Grecia. E poi naturalmente riceviamo una richiesta relativa a tutta l'Unione Europea.

MARIA: Oooh!

CHRISTOPHER: Eeh!

MARIA: Bene, quindi si tratta di una richiesta generica, e ho visto quell'articolo... l'articolo 8 che citano. Si tratta della metodologia.

CHRISTOPHER: Sì, proprio così, proprio così. Quindi tutto questo è...

MARIA: **La metodologia e le fonti dei dati.**

CHRISTOPHER: Sì, credo.

MARIA: Per cui si torna esattamente allo stesso punto.

CHRISTOPHER: Sì. Quindi credo che le cose stiano chiaramente così. Ma abbiamo saputo... non abbiamo ricevuto nient'altro dalla CONSOB riguardo a quel punto del commento, vero?

MARIA: No, non abbiamo saputo nulla, ma allo stesso tempo, il Procuratore la scorsa settimana mi ha chiesto: “Che cosa

fate se la CONSOB non vi rilascia la registrazione?” Io ho risposto: “Beh, ne discuterò con i miei colleghi dell’ufficio *Regulation*. Cosa vuoi che ti dica? Non ho la più pallida idea di perché mai non dovrebbero rilasciarci la registrazione.”

CHRISTOPHER: E lui cosa ha detto? Cosa ha detto?

MARIA: Niente, ha semplicemente fatto questa domanda. Lo valuteremo con il nostro ufficio *Regulatory Affairs*.

CHRISTOPHER: Ma in un certo senso è una minaccia, no?

MARIA: Sì. Ma sai una cosa, Chris? Sono preoccupata per eventuali altre azioni, perché tutto deve essere come da manuale... come da manuale, perché qualunque cosa sarà esaminata in maniera molto seria.

CHRISTOPHER: Sì.

MARIA: Spero che tu stia comunicando tutto questo anche a tutti i capi. A quanto ho visto, stavi... stavi mettendo tutti in copia.

CHRISTOPHER: Sì, proprio così.

MARIA: Perché tutto quello che fanno deve essere come da manuale. Non può essere... non può esserci nulla –sai– di diverso rispetto a come dovrebbe essere. Capisci cosa intendo dire?

CHRISTOPHER: Sì. Quale manuale?

MARIA: Sì, il manuale... voglio dire, manuale nel senso di, sai... un manuale per... come una guida... per le regole... una guida.

CHRISTOPHER: Oh sì, devono seguire... devono seguire... devono seguire le regole.

MARIA: ...seguire esattamente le regole.

CHRISTOPHER: Proprio così. Devono essere... La parola che uso sempre... devono essere rigorosi.

MARIA: Sì.

CHRISTOPHER: Rigorosi.

MARIA: Ma rispettare tutte le *policy* in ogni dettaglio, in ogni parola.

CHRISTOPHER: Senza eccezioni... cose di questo tipo. No.

MARIA: Proprio così, proprio così. E stare molto, molto attenti.

CHRISTOPHER: È una fase molto... molto critica.

MARIA: Lo è, lo è. Qualsiasi azione nel nostro campo, sarà, sai, ehm, sai... è in arrivo –ne sono certa- una serie di altre cose.

CHRISTOPHER: Esatto.

MARIA: Spero che tutti ne siano consapevoli, devono –sai- valutare molto attentamente il contesto generale, affinché tutto sia fatto come si deve, giusto?

CHRISTOPHER: Assolutamente. Assolutamente. Sono totalmente d'accordo. Quindi sto mandando quel messaggio a ...

MARIA: James ne è consapevole? Tutti ne sono consapevoli?

CHRISTOPHER: Sì.

MARIA: Okay, bene. No, perché, voglio dire, in un mese abbiamo avuto un Procuratore e la CONSOB. Non so che cos'altro possa succedere.

CHRISTOPHER: No, e quello... Qualunque cosa... Ci sono stati sviluppi sulla... di Trani?

MARIA: No, no, credo che chiameranno... cercheranno di chiamare gli analisti. Così ha detto, ma ovviamente l'ha

detto come provocazione, vero? “Okay, allora chiameremo gli analisti”. Sai, cose così.

CHRISTOPHER: Ooh!

MARIA: Ma sai, ha chiesto una serie di altre informazioni a cui non ha dato seguito. E comunque noi daremo queste informazioni, come l’organigramma, con tutte le funzioni e le responsabilità, cose di questo tipo, per iscritto.

CHRISTOPHER: Sì...

MARIA: Non so, forse non ci saranno sviluppi, non lo so, ma sai... ma in realtà le mie... le mie... le mie parole saranno... gli verranno consegnate, perché è stato registrato, questa settimana, perché la signora che ha effettuato la registrazione ha detto: “Non riuscirò a darvi il tutto prima della fine della prossima settimana.” Per cui non credo che abbia avuto modo di riesaminare le mie parole, vero?

CHRISTOPHER: Quindi ha registrato tutto l’incontro?

MARIA: Sì. Ha registrato tutto l’incontro, il che è effettivamente meglio, perché quando scrivono possono sempre cambiare le cose, no?

CHRISTOPHER: Sì, e le... e le minacce... ci sono... ha registrato anche le minacce.

MARIA: Uhm.

CHRISTOPHER: Ehm. Oddio. In questo caso dobbiamo soltanto stare a vedere con molta attenzione.

MARIA: Sì, proprio così, proprio così. Altre notizie da parte tua? No? Da... riguardo alla registrazione? Perché anche da CONSOB non è tornato niente, da quando gli abbiamo dato...

CHRISTOPHER: No. E lui diceva essenzialmente, diceva, no, voglio dire, è tutto un po' ... che collegano le cose, voglio dire, ma puntano ancora alla fine di settembre.

MARIA: Ah.

CHRISTOPHER: Ma non ha detto niente di più... non hanno mai dato una risposta su quelle esenzioni, e sull'elenco di... e ovviamente abbiamo ricevuto la richiesta collegiale e quei pochi punti che rimangono, quindi abbiamo avuto qualche contatto dal FMI, qualcuno dalla F.S.A., ma assolutamente nulla direttamente dalla CONSOB.

MARIA: No, no, no, nulla. No, no. Quando abbiamo mandato le cose alla CONSOB?

CHRISTOPHER: Da molto tempo. Almeno un mese fa, no? Almeno un mese. Quindi credo che abbiamo tutto. Non c'è nient'altro che possiamo dire.

MARIA: No, no, no.

CHRISTOPHER: Questo è quanto. Meglio di così non possiamo fare.

MARIA: Okay. Stiamo a vedere. Allora, dove andrai con la tua famiglia?

.....omissis

Telefonata di cui al progressivo 931 del giorno 3/8/2011 ore 09.25

Interviene tra la dr.ssa Pierdicchi e Paola Valentini, responsabile del Settore comunicazione e Marketing di S&P's Italia.

La Valentini informa la Pierdicchi che la sera precedente era con Renato (Panichi n.d.a., Director del settore Financial Institutions per S&P's) cui erano arrivate delle mail da parte di David Harrison (Primary Credit Analyst della sede di Londra) o da parte di Frank (Gill n.d.a. Senior Director of European Sovereign Ratings) in cui si diceva che a seguito di confronto con John Chambers (uno degli analisti del debito sovrano italiano) a New York il comitato era stato “spostato” a data da destinarsi e che occorreva “prendere tempo” e “vedere come vanno le cose” in base alla “evoluzione a livello politico che, sai Berlusconi andrà da Napolitano a parlare, che...potrebbe esserci la possibilità per un Governo Tecnico perché Berlusconi è sotto pressione”.

La Pierdicchi, quindi, attribuendo la paternità di tale decisione (di spostare il comitato) a Frank (Gill) esclama contenta: “*Bravo Frank! Bravo Frank! Giusto!*” così dando evidenza al fatto che proprio Gill aveva scelto di **pilotare/selezionare la tempistica** (il *timing*) **delle decisioni del Comitato sulla base della “evoluzione a livello politico”**: esattamente una **condotta vietata** dal Regolamento 1060/2009.

Ed infatti, una importante previsione regolamentare è quella di cui all’**art. 10** (*Comunicazione e presentazione di rating del credito*) la quale dispone che: “*un’agenzia di rating del credito comunica qualsiasi rating del credito e qualsiasi decisione di abbandono di un rating su base non selettiva e in modo tempestivo*”: **comunicazione “tempestiva”, dunque, non artatamente frazionata e diluita nel tempo, come accade in relazione alla diffusione dell’azione di rating del 20 e 23 maggio 2011 oggetto di imputazione!**

Questa norma tratta il delicatissimo tema del **timing** della comunicazione del rating, richiamato nell'**Allegato I** (al Regolamento) "*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*" ove, alla "**Sezione B**" (*Requisiti operativi*) **comma 3 ultima parte**, si dispone: "*Un'agenzia di rating del credito valuta inoltre **immediatamente** se vi siano i presupposti per emettere un nuovo rating o revocare il rating del credito esistente*".

Poiché, come si è più volte sottolineato, le analisi di rating valutano l'affidabilità creditizia di Emittenti al fine di fornire tempestive e corrette informazioni finanziarie al Mercato ed agli investitori, se un Comitato di rating ha gli elementi per approntare o aggiornare la valutazione (il rating) su un emittente, **non possono quelle decisioni** (quindi, **i comitati di rating che deliberano le decisioni**) **essere in alcun modo e per alcuna ragione spostate o ritardate per fattori esogeni o esterni** (rispetto alle analisi finanziarie operate dall'Agenzia di rating) quale la **situazione politica** o la **sua evoluzione** poiché **in tal modo si determinerebbe una interferenza illegittima e assai pericolosa** (**con reciproci condizionamenti**) e **non si garantirebbe proprio l'indipendenza, la tempestività e la trasparenza di informazioni finanziarie price sensitive al mercato!**

Da un'altra telefonata, quella di cui al progressivo n. 1022, emerge che la decisione di spostare il comitato passa anche (oltre che da Frank Gill) da Yan Le Pallec.

Un ulteriore relevantissimo dato che emerge da questa telefonata è che **ad interloquire nelle decisioni del Comitato del rating sovrano dell'Italia**

(che, nel caso di specie era stato spostato) era – oltre ai soliti Franck Gill, John Chambers e David Harrison – anche quel Renato Panichi che, tuttavia, come l'istruttoria dibattimentale ha fatto emergere, non poteva esprimersi o comunque interferire sulle azioni di rating coinvolgenti l'Italia essendo in conflitto di interessi perché detentore di titoli di Stato italiani.

Dunque, una clamorosa violazione della previsione regolamentare sul conflitto di interessi che si ripeterà in modo clamoroso nel caso del downgrade dell'Italia del 13/1/2012, quando il Panichi fa sentire forte e chiara la sua voce esprimendosi criticamente sul comunicato riguardante l'Italia ed interloquendo sul merito dello stesso via mail proprio con Ehileen Zhang, Moritz Kraemer e David Harrison.

Questa telefonata, inoltre, è di assoluto rilievo poiché smentisce clamorosamente quanto dichiarato al Tribunale il 4/5/2016 dalla teste a discarico **Mirian Fernandez de Heredia** la quale, su domanda del difensore che le chiedeva se l'analista Renato Panichi avesse “*mai partecipato*” ai comitati di rating cui la stessa Fernandez partecipava (dal maggio 2011 al gennaio 2012), ha replicato senza mezzi termini con un secco “*NO*”, evidentemente ignara che le intercettazioni dicevano esattamente il contrario!

Giova qui rammentare le norme del Regolamento europeo 1060/2009 che disciplinano il tema del conflitto di interessi:

-l'**art. 6** del Regolamento (**Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse**) secondo cui “*un'agenzia di rating del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un rating non sia influenzata da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale, o*

relazione d'affari riguardante l'agenzia che emette il rating, i suoi manager, i suoi analisti di rating, i suoi dipendenti...Per garantire l'osservanza del paragrafo 1 un'agenzia adempie agli obblighi di cui all'Allegato 1 sezioni A e B".

-l'**Allegato I** (al Regolamento) "**Indipendenza e Prevenzione dei conflitti di interesse**", **Sezione A** (Requisiti Organizzativi) che prevede che gli "**alti dirigenti**" dell'Agenzia "**garantiscano che i conflitti di interesse siano adeguatamente identificati, gestiti e resi noti**".

Stessa previsione nella **Sezione B** (Requisiti Operativi) ove si dice che l'Agenzia "*identifica, elimina o gestisce e divulga in modo chiaro e visibile qualsiasi conflitto di interesse effettivo o potenziale che potrebbe influenzare le analisi ed i giudizi dei suoi analisti di rating, dei suoi dipendenti....o di qualsiasi persona che partecipa direttamente all'emissione dei rating del credito nonché delle persone che approvano i rating*".

La telefonata in questione attesta, inoltre, la scorretta e sgradevole prassi (per l'*entourage* della Pierdicchi) di raccomandare ad alcuni giornalisti "amici" in servizio a Il Sole24Ore di non porre a S&P's domande "assurde" o scomode.

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289

IN USO A MARIA

PROGRESSIVO N. 931 DEL 3 AGOSTO 2011 ORE 09:25,26

TELEFONATA IN ENTRATA DAL N. 335/7784621



MARIA: Ehi Paola!

PAOLA: Maria!

MARIA: Ciao.

PAOLA: Ciao. Ciao.

MARIA: Stavo riguardando gli ultimi (*incomp*) *point*. No, ti volevo chiedere: cos'è che hai saputo di più quindi ieri poi, dato il tuo SMS?

PAOLA: Perché **ero con Renato ieri sera...**

MARIA: Eh!

PAOLA: ...e **gli sono arrivate a lui le mail...**

MARIA: Eh!

PAOLA: ...**da parte di...** di...

MARIA: Di...!

PAOLA: ...di **David Harrison**, mi sembra?!

MARIA: Eh!

PAOLA: E in copia... **o di Frank e in copia gli altri...** ehm... **tra cui Renato, dicendo che il comitato... che avevano parlato con John Chambers a New York, che erano... che il comitato era spostato a data da destinarsi.**

MARIA: E beh! E beh!

PAOLA: <*Sovrapposizione di voci*> ...anche aveva mandato una mail, **spiegando che... insomma, dell'evoluzione a livello politico, che, sai, Berlusconi andrà da Napolitano a parlare, che...** <*Sovrapposizione di voci*>

MARIA: Ah!

PAOLA: ...**potrebbe esserci la possibilità per un Governo Tecnico, perché Berlusconi è sotto pressione, quindi diceva:**

“Prendiamo tempo e vediamo come vanno le...”

<Sovrapposizione di voci>

MARIA: Aah! **Bravo Frank! Bravo Frank! Giusto.**

PAOLA: Per cui...

MARIA: Comunque il motivo non è solo quello, eh! **Che gli hanno anche chiesto di spostare. No?!**

PAOLA: E sì! Sì, sì, esatto.

MARIA: Uhm! Però è vero che **l'evoluzione potrebbe essere in agosto non ora**, quindi..! Va beh, okay.

PAOLA: **Meglio così per noi.**

MARIA: *<Sovrapposizione di voci>* ...insomma, è sicuro?

PAOLA: Sì.

MARIA: Benissimo. Va beh, aspettiamo...

PAOLA: Poi mi ha chiamato... siccome ieri sera, dopo l'aperitivo mi ha chiamato anche Christian... Marsino, **mi ha detto che definitivamente saremo noi e Fitch** e...

MARIA: E Moody's?

PAOLA: No, non c'è Moody's, non ha risposto... ehm... che ci sarà...

MARIA: Secondo me lui sta facendo il *downgrade* in questi giorni.

PAOLA: Infatti! **Ci sarà Riccardo Sabatini, Moria...**

MARIA: Ah, bene!

PAOLA: ...Isabella non era riuscita a trovarla perché è in ferie... ehm... lui e forse Napolitano... *<Linea disturbata>*

MARIA: Okay. No, **bisogna soprattutto raccomandargli niente domande su fatti vari.**

PAOLA: Ha detto... Sì, sì... No, io gliel'ho ripetuto, però ha detto: **“Sai, se il Direttore se ne viene fuori con qualche domanda**

assurda, glielo dite tranquillamente, non rispondiamo, non è un problema, è una cosa informale”.

MARIA: Uhm!

PAOLA: Cioè posso anche dirglielo io.

MARIA: Va beh, io ho rivisto i punti con i... ieri con James e coso, su quelle cose, o non si risponde o si risponde in maniera molto generica.

PAOLA: Io direi di non rispondere così non la riportano neanche.

MARIA: Appunto... <Sovrapposizione di voci>

PAOLA: No, intendo...

MARIA: Okay.

PAOLA: Ah! Okay, va bene.

MARIA: Ma no, alcuni punti sì, alcuni punti poi ti... altri invece magari si può essere solo generici, del tipo: “Perché avete fatto l’analisi prima che la manovra..?” e rispondiamo: “I nostri analisti decidono quando...”.

PAOLA: Esatto!

MARIA: Esatto.

PAOLA: Sì, esatto.

MARIA: Eh, insomma..!

PAOLA: Quella lì sì. Va bene...

MARIA: Okay.

PAOLA: ...ci vediamo prima per vedere i messaggi?

MARIA: Sì, vediamoci verso... Io sono ancora a casa perché ho quelli della Fastweb qui, ma fra un’oretta sarò in ufficio addirittura.

PAOLA: Okay.

MARIA: Okay. Ciao, ciao.

PAOLA: Va bene, a dopo. Ciao.

Telefonata di cui al progressivo 1014 del giorno 3/8/2011 ore 17.14

Interviene tra la Pierdicchi e una donna non identificata evidentemente dipendente di S&P'S'.

Dalla conversazione emerge un dato rilevante: la forte avversione della general manager di S&P's Pierdicchi nei confronti dell'indagine della Procura di Trani da lei definita "ridicola" e meritevole di subire una sorta di sabotaggio giornalistico per screditarla e depotenziarla attraverso giornalisti "amici" di testate importanti (quale Il Sole 24 ore).

La Pierdicchi – che già nella telefonata di cui al progressivo 931 parlando con la sua collaboratrice Paola Valentini incaricava quest'ultima di "raccomandare" ai giornalisti di non fare domande scomode – nella presente telefonata dice addirittura alla sua interlocutrice di avere mandato un messaggio a Plateroti (Alessandro Plateroti, già Vice Direttore del Sole 24 ore dal 2009 e capo redattore delle pagine di Finanza e Mercati e Economia italiana n.d.a.) manifestandogli il suo dispiacere (probabilmente per non avere presenziato a qualche iniziativa che lo vedeva protagonista con la sua testata giornalistica) e ricordandogli "*...non ti preoccupare...sei un nostro...sei sempre con noi...*": dunque, un giornalista che l'Agenzia di rating S&P's considera "*nostro e sempre con noi*".

Quindi la Pierdicchi si spinge con la sua interlocutrice fino al punto di ipotizzare una “soffiata giornalistica” – per sabotare giornalisticamente l’indagine della Procura di Trani – e dice: “...*sarebbe quasi da passargli le informazioni ai giornalisti e fargli fare a loro un pezzo che dice...: Ma è possibile che a Trani si inventa tutte ste robe?...sarebbe quasi da farglielo avere a loro prima, hai capito?*”.

Viene, però, indotta a più miti consigli dalla interlocutrice che le ricorda che “.....*essendoci una investigazione così...se leggono un articolo del genere...*”.

Dunque, la Pierdicchi arriva quasi ad istigare la donna con cui parla ad una violazione delle policy di riservatezza pur di screditare l’indagine in corso.

La Pierdicchi, quindi, concorda che farà una conferenza telefonica con il suo riferimento Le Pallec: “*va beh..Adesso comunque alle cinque e mezza facciamo un call con Yann Le Pallec*”.

In conclusione, la Pierdicchi mostra di riportare sempre – per le decisioni più delicate – a Le Pallec mettendolo al corrente di tutto quanto avviene in relazione alle indagini della Procura di Trani.

Anche alla luce della presente telefonata si tratteggia chiaramente il profilo della Pierdicchi come di una persona palesemente ostile alle indagini dell’Autorità Giudiziaria (nella telefonata di cui al progressivo 1022 la Pierdicchi giungerà a disprezzare tanto l’indagine e la figura del P.M. da qualificare un Sostituto Procuratore della Repubblica come

organo “manipolato” dalla Federconsumatori la quale sarebbe “*una specie di fidanzata di questo Pubblico Ministero*”): con le conseguenze che da ciò derivano in merito alla complessiva valutazione del suo contributo testimoniale, radicalmente **inattendibile**.

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289

IN USO A MARIA

PROGRESSIVO N. 1014 DEL 3 AGOSTO 2011 ORE 17:14,38

TELEFONATA IN USCITA AL N. 335/7784621



DONNA: Maria!

MARIA: Ehi! Ho visto adesso che è uscita la cosa, no?!

DONNA: Sì, non hanno detto...

MARIA: <*Sovrapposizione di voci*>

DONNA: Sì, non hanno detto tutto, hanno detto che domani c'è una conferenza stampa a Trani, in cui il Procuratore darà informazioni in merito alle indagini su Moody's e Standard & Poor's, che ci sono state...

MARIA: Eh! E quindi... quindi dirà?!

DONNA: E quindi domani... domani dirà tutto.

MARIA: Esatto.

DONNA: E quindi allora dobbiamo prepararci al meglio.

MARIA: Mobilita subito Martin e dicesse...

DONNA: Sì, sì, gliel'ho già chiesto prima di...

MARIA: Uhm! Uhm!

DONNA: ...a che punto era con gli *statements*...

MARIA: Sì.

DONNA: ...e lui ci sta lavorando con... con i legali.

MARIA: Okay. Va beh, adesso a questo punto... Va beh, **io ho mandato un messaggino a Plateroti, gli ho detto: “Guarda, mi è dispiaciuto”.** Ho detto: **“Non ti preoccupare, tu sei un nostro... sei sempre con noi... dimmi... spero niente di grave... chiamami quando puoi”.** Quindi..!

DONNA: Uhm!

MARIA: E va beh, poi capirà!

DONNA: Sì, esatto.

MARIA: Gli ho scritto: **“Avrei voluto proprio esserci, era una bella cosa, mi dispiace, cause di forza maggiore...”.**

DONNA: Sì.

MARIA: Non voglio che loro la prendano come un’offesa a loro, hai capito?

DONNA: No, ma io penso che capiranno, tanto ora la notizia è uscita, quindi capiscono quello che è successo oggi...

MARIA: Secondo me fanno già due più due, hanno già capito tutto!

DONNA: Esatto.

MARIA: A dirti la verità...

DONNA: Eh!

MARIA: A dirti la verità, **siccome questa roba di Trani è quasi ridicola nella sua...**

DONNA: Sì.

MARIA: Eh... capisci?

DONNA: Sì.

MARIA: **Sarebbe quasi da passargli le informazioni ai giornalisti e dirgli: “Guardate a che punto siamo!”**, no?! Cioè fargli fare a loro un pezzo... che dice: **“Ma è possibile che Trani si inventa tutte ‘ste robe!?”.**

DONNA: Sì.

MARIA: Però non è... non è nel nostro stile fare così.

DONNA: No, con i legali...

MARIA: No! E poi tra l'altro...

DONNA: No, no.

MARIA: E no, ma poi tra l'altro... abbiamo anche il problema di non... non volerci certo inimicare niente, per cui..! Però sarebbe quasi da farglielo avere a loro prima, hai capito?

DONNA: Sì. Eh... Eh... Eh..!

MARIA: Sarebbe... Cioè se uno fosse aggressivo farebbe così, ecco.

DONNA: Il problema è che rischiano...

MARIA: Uhm!

DONNA: ...perché essendoci una investigazione così...

MARIA: Sì, esatto, non possiamo noi... no! Poi non possiamo...

DONNA: Se leggono un articolo del genere...

MARIA: No! No... stai scherzando?!

DONNA: ...il giornalista lo obbligano a dirgli: chi te l'ha riferito.

MARIA: No, ma poi noi non vogliamo dire niente, perché siamo più che riservati, figuriamoci! Però, voglio dire, è talmente tutto paradossale quello che avviene che...

DONNA: Sì, sì.

MARIA: ...però..!

DONNA: Per un bollettino! Fosse stata un'azione di *rating*..!

MARIA: No no, ma... <*Sovrapposizione di voci*>

DONNA: <*Sovrapposizione di voci*>

MARIA: Voglio dire, perché dentro ci sono tutti e due! Eh! Ci sono tutti e due!

DONNA: Tutti e due..!? E...

MARIA: E sì!

DONNA: ...ce n'è una sola azione di *rating*?!

MARIA: No! E c'è sia l'azione di *rating* che il bollettino... sono oggetto di...

DONNA: Ah! Okay.

MARIA: Cioè l'oggetto dell'indagine sul *market abuse* sono tutti e due!

DONNA: Sì.

MARIA: Non è... non è solo quello! No, no.

DONNA: Uhm!

MARIA: Va beh! Adesso comunque alle cinque e mezza facciamo...

DONNA: Sì.

MARIA: ...una call con Yann Le Pallec.

DONNA: Okay.

MARIA: Va bene? A dopo.

DONNA: A dopo, ciao.

Telefonata di cui al progressivo 1022 del giorno 3/8/2011 ore 18.32

Interviene tra la dr.ssa Pierdicchi e Deven Sharma ed è la telefonata più significativa e rilevante tra quelle oggetto di captazione.

E', anzitutto, meritevole di particolare considerazione la circostanza che sia proprio il Presidente mondiale di Standard & Poor's a chiamare dagli Stati Uniti la general manager italiana Maria Pierdicchi: la notizia dell'indagine di

Trani aveva varcato l'Atlantico e il Capo si faceva sentire per monitorare, essere informato e dare direttive sulla gestione della vicenda.

La telefonata documenta uno “sfogo” della Pierdicchi che, stanca dopo una giornata difficile, abbassa le difese e, dicendo pane al pane e vino al vino, condivide con il suo “capo” i problemi e le criticità che – a seguito delle indagini della piccola e fastidiosa Procura di Trani – teme possano emergere ed esplodere (con danni enormi per l'Agenzia anche di tipo reputazionale) con riguardo alla attività di rating dei debiti sovrani da parte di analisti inesperti e poco competenti.

Immediatamente la Pierdicchi – che cerca di mostrarsi con il proprio capo, come suol dirsi, “sempre sul pezzo” – si preoccupa subito di rassicurare Sharma sul fatto che l'indagine per manipolazione di mercato nei confronti dell'Agenzia Standard and Poor's sia comunque una indagine che potrà essere “smontata” purchè ci si rivolga a “bravi avvocati”: “...non è, sai, una cosa che dei bravi avvocati non riescano a smontare facilmente”.

Quindi – a ridicolizzare le indagini della Procura della Repubblica – parte l'affondo sul P.M. di Trani “*che vuole ottenere pubblicità e visibilità attraverso questi casi*” e che è una specie di “*fidanzata*” dell'associazione dei consumatori che per presentare esposti “*sta usando Trani – che è come un paesino dell'Oklahoma sai, un piccolo paesino dell'Oklahoma per voi*”.

La Pierdicchi, quindi, evidenzia a Sharma la delicatezza di quel particolare momento in cui – a fronte della preannunziata conferenza stampa da parte della associazione dei consumatori a seguito dell’indagine di Trani – occorre che S&P’s predisponga una adeguata controffensiva informativa e “prepari” gli analisti; sottolinea, quindi, come sia “molto importante che adesso noi parliamo con gli analisti. Yann (le Pallecc n.d.a.) lo sta facendo proprio ora, perché gli ho parlato”.

Sharma ascolta attentamente e chiede di Moody’s e se la stessa fosse stata incriminata per il debito sovrano.

La Pierdicchi risponde di non saperlo e lo informa che il giorno precedente aveva appreso di una possibile nuova azione di rating riguardante l’Italia: “...ieri abbiamo saputo di un possibile nuovo comitato riguardante l’Italia...molto, molto difficile da gestire dal punto di vista della comunicazione” e dice di avere “**chiamato anche Yann (Le Pallecc n.d.a.) per dirgli che – sai – avremmo dovuto essere...dovreste posticiparlo ...sarebbe davvero molto, molto pericoloso pubblicare una nuova azione di rating, sai, a metà agosto. Ma penso che sia stato posticipato a fine agosto inizio settembre. A ogni modo qualsiasi cosa facciamo riguardo al debito sovrano dovrebbe essere perfetta come da manuale secondo le regole perché sarà analizzate con estrema attenzione naturalmente”.**

Ritornano – come nelle telefonate precedenti di cui al progressivo 931 con Paola Valentini e 835 con Cristopher Lake – **i riferimenti al pilotare la tempistica** (timing) **delle azioni di rating sull’Italia** ed alla

consapevolezza di dovere fare le cose “*da manuale*” perché sarebbero state attentamente analizzate nel merito: raccomandazione, quest’ultima – espressa dalla Pierdicchi e condivisa con Sharma – che apparirebbe assolutamente superflua e scontata se solo le metodologie applicate ed il personale impiegato fossero costantemente in linea con le prescrizioni del Regolamento Europeo 1060/2009 (circostanza smentita, invece, clamorosamente dalle indagini).

Alla richiesta di Sharma sul “*personale*” impiegato nelle analisi del debito sovrano e sulle loro “*reazioni*”, la Pierdicchi fornisce una risposta che è una autentica “*miniera*” di informazioni utili per comprendere dall’interno le metodologie di analisi, il livello di competenza ed esperienza degli analisti e la gestione dei rating dei debiti degli Stati sovrani.

C’è da rabbrivire al solo pensiero che la reputazione, il prestigio, l’affidabilità creditizia di uno Stato sovrano (quindi, anche il suo destino economico e politico, che evidentemente risente della risposta del Mercato a quei giudizi aventi valore regolamentare) **sia “giudicato” con i metodi ed il personale di cui parlano i due manager.**

La Pierdicchi è sincera e si rivolge a Sharma con un “*francamente*”, a sottolineare come quello che gli sta riferendo in quel momento è la pura verità, ossia l’autentica fotografia della situazione

Dice la Pierdicchi:

“...Francamente, Deven, alcuni analisti ritengono che non abbiamo le capacità adeguate per gestire un rating di questo tipo in Italia in questo momento. Ritengono che ci servano persone più senior che si occupino dell’Italia. Questo è quanto vengo a sapere dalle persone che

partecipano anche al comitato e alle discussioni, che ci servono persone più senior perché si tratta di una situazione così –sai- delicata che... E sinceramente si tratta del secondo... sì, del secondo Paese per importanza in questo campo dopo gli USA, il Giappone... giusto, il terzo. Quindi, nell'Eurozona sicuramente il più importante per dimensioni e tutto il resto.

La Pierdicchi dunque si confida con il “capo” e gli “riporta” informazioni di prima mano, cioè di assoluta attendibilità poiché provenienti, niente di meno che “dalle persone che partecipano anche al comitato ed alle discussioni”: persone che ritengono che S&P's non abbia le capacità adeguate per gestire un rating sull'Italia e che per un rating così delicato servano persone più senior.

Non vi è null'altro da aggiungere: siamo al cospetto di una plateale **confessione di inadeguatezza** del personale incaricato di svolgere quella delicatissima funzione che è l'analisi del merito di credito di uno Stato Sovrano: una ammissione di inadeguatezza che – riferita da Pierdicchi al capo Sharma – si connota per **altissima attendibilità** giacché proviene non da personale dipendente o da chiacchiericci di analisti, ma – ecco la gravità inaudita della situazione rappresentata – **esattamente dagli Analisti che partecipano ai comitati ed alle discussioni che culminato nelle Azioni di rating.**

Questa telefonata è, dunque, la fotografia impietosa della **piena consapevolezza, in capo tanto agli analisti del debito sovrano italiano, quanto alla governance strategica di S&P's, dell'elaborazione di analisi e valutazioni in sostanziale aggiramento**

di quelle norme costituenti cardini del Regolamento europeo sull'attività di rating: una fotografia tanto impietosa quanto attendibile perché scattata dalla general manager Pierdicchi (per altro con un passato da analista in Citybank, come ha ricordato nella deposizione testimoniale), da lei condivisa dapprima con gli stessi analisti che partecipano al Comitato che delibera le azioni di rating ed alle discussioni (ergo proprio coloro che fanno le analisi che culminano nei rating), poi con il proprio “capo” Deven Sharma.

Queste le norme regolamentari che risultano assolutamente violate e sostanzialmente aggirate:

-il considerando n. 26 secondo cui *“E’ opportuno che le agenzie di rating del credito stabiliscano politiche e procedure interne appropriate per i dipendenti e le altre persone partecipanti al procedimento di rating ...al fine di garantire in modo continuativo la qualità, l’integrità e l’accuratezza del processo di rating del credito. Tali politiche e procedure dovrebbero comprendere i meccanismi di controllo interno e la funzione di controllo della conformità”.*

- il considerando n. 28 secondo cui le Agenzie di rating devono *“garantire l’emissione di rating indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata”*;

-il considerando n. 31 secondo cui *“una agenzia di rating del credito dovrebbe assegnare alle sue attività di rating un numero sufficiente di dipendenti che abbiano conoscenze ed esperienze appropriate. E’ opportuno in particolare che l’agenzia di rating del credito garantisca*

l'allocazione di risorse umane adeguate all'emissione, al monitoraggio ed aggiornamento di rating".

- l'**art. 7** del Regolamento (*Analisti di rating, dipendenti e altre persone che partecipano all'emissione dei rating*) che dispone: "Un'agenzia di rating del credito **garantisce** che gli **analisti di rating**, i suoi dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il suo controllo e che partecipano direttamente alle attività di rating del credito **dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti**".

Ebbene, tutte queste prescrizioni appaiono "stracciate" nelle analisi del debito sovrano dell'Italia!

La Pierdicchi dice più volte al suo capo mondiale Deven Sharma che gli analisti "ritengono...": siamo al cospetto di un "**rating di auto downgrade**" da parte dei medesimi Analisti addetti al debito sovrano italiano.

Un auto-downgrade che non è frutto di "pettegolezzi" raccolti qua e là dalla Pierdicchi in giro, ma che è il portato delle confidenze e degli umori che la Pierdicchi raccoglie proprio presso gli analisti del debito sovrano italiano: e quegli analisti che partecipano ai Comitati ed alle discussioni sul rating dell'Italia, analizzando l'attività propria e dei colleghi, **ne demoliscono la affidabilità denunciandone lo svolgimento in violazione dei canoni regolamentari** (denunzia, ovviamente, solo confidenziale alla Pierdicchi, essendo difficile immaginare che potessero denunciare quelle cose ad altri senza correre seri rischi a partire da quello di perdere il posto di lavoro): è una sorta di **testimonianza indiretta sulla confessione stragiudiziale** – da parte degli analisti di S&P's che

si occupano del debito sovrano dell'Italia – della continuativa violazione di norme “fondamentali” del Regolamento sul rating.

Dunque, gli analisti di S&P's che partecipano ai comitati ed alle discussioni sul rating dell'Italia – c'è dunque da ritenere ragionevolmente che si tratti proprio degli imputati – bocciano, declassano “downgradano” il rating da essi stessi operato sull'Italia e ne fanno denuncia alla Pierdicchi.

Che altro si vuole per ritenere falsate tutte le valutazioni e le informazioni finanziarie sull'Italia diffuse da S&P's tra il 2011 ed il 2012?

Non si può, a fronte di queste emergenze, escludere che stessa sorte sia toccata ad altri Stati sovrani sottoposti a *downgrade* al pari dell'Italia: declassamenti le cui conseguenze sono letteralmente catastrofiche in termini economici e politici.

La Pierdicchi, dunque, in questa telefonata fa precedere il suo sfogo da un “*francamente*”, a sottolineare la sincerità e genuinità di quella riflessione così amara: una riflessione amara che essa rappresenta allo stesso soggetto che, nella sua posizione apicale, avrebbe dovuto – secondo policy e Regolamento europeo – *garantire* il rigoroso rispetto dei canoni regolamentari del rating: canoni in mancanza dei quali i rating diffusi ai Mercati divengono Informazioni idonee a disorientare gli investitori e a falsare l'informazione al Mercato, diventando informazioni “manipolative”.

Questa telefonata della Pierdicchi è, in definitiva, la più esaustiva risposta agli interrogativi che CONSOB poneva al punto “**(iv)**” della sua richiesta di assistenza internazionale del gennaio 2012 alla F.S.A. britannica ed a S&P’s: questa è la risposta a quelle “indagini preliminari” per “manipolazione informativa” che CONSOB avviava e non riusciva a concludere per mancato inoltro degli atti richiesti; atti riguardanti proprio le discussioni in seno ai comitati ed i verbali di quelle discussioni (atti che in allora S&P’s negò alla F.S.A. ed alla CONSOB).

Di fronte alle parole intercettate in questa telefonata, **si sgretola la difesa degli imputati, così come si sgretolano le consulenze vevoli come tentativi di giustificazione postuma delle valutazioni di downgrading dell’Italia**: consulenze e super consulenze che, richiamando le altisonanti metodologie di analisi e policy aziendali, non hanno fatto altro che rappresentare manuali meravigliosamente scritti, ma rimasti lettera morta nelle prassi di lavoro quotidiane.

Sempre quelle parole intercettate, inoltre, forniscono riscontro e credibilità alle reazioni incredule di autorevoli e qualificati personaggi del mondo politico, economico, finanziario ed accademico che – non per patriottismo, ma per amore di verità e trasparenza – si dichiaravano esterrefatti per quella raffica di declassamenti inferta alla Repubblica Italiana nel secondo semestre dell’anno 2011.

La Pierdicchi prosegue nello sfogo “franco” con Sharma soggiungendo di avere parlato anche con **Yann Le Pallec** e con la responsabile degli Analisti europei Miriam Fernandez raccomandandole di “**controllare che abbiamo le persone giuste**” e per pianificare una strategia su quanto gli

analisti avrebbero dovuto dire se chiamati dal P.M. innanzi al quale “difendere” i loro rating.

Dice la Pierdicchi:

*“...ho sentito alcune lamentele secondo cui... alcuni commenti, e **non è nemmeno bello sentire che fra gli analisti circolano tali commenti, sai, perché... Allora riferirò... ho riferito questi commenti a Myriam** (Fernandez: capo degli analisti sovrani europei n.d.a.), *che la settimana scorsa era.. due settimane fa era qui. **Ho riferito a Myriam alcuni commenti (incomp) e ho detto “Controlla che abbiamo le persone giuste, perché –sai- potrebbero essere chiamate dal Pubblico Ministero, potrebbero trovarsi di fronte –sai- a persone aggressive e dovrebbero anche essere in grado di difendere molto bene la loro decisione, vero? Riferirò di nuovo anche a Yann, ma ovviamente, sai, ma per il futuro, con un’altra... azione importante in arrivo, di questo dovrò avere conferma, perché, sai, dobbiamo essere estremamente consapevoli delle conseguenze che qualunque azione avrà, in termini di reazione dei media, dei politici”.****

La Pierdicchi continua nello sfogo con Sharma dicendo che in quel momento, proprio a causa del forte impatto dei rating sull’Italia, vi erano state risoluzioni parlamentari nei confronti dell’Agenzia con richieste all’E.S.M.A. di “fare di più contro di noi”: evidentemente la stessa Pierdicchi era ben consapevole che si chiedesse all’E.S.M.A. di “fare di più” di quanto quell’Authority aveva fatto nei confronti di S&P’s.

“Ci sono state... ci sono state delle risoluzioni parlamentari contro di noi, votate all’... all’unanimità, per chiedere all’E.S.M.A. di fare di più contro di noi. Ci sono stati commenti addirittura da parte dei CEO di

*alcune banche... Passera, sai, Ghizzoni, le persone che... che abbiamo incontrato recentemente... si sono fatti sentire perché avvertono la pressione, naturalmente, sul loro settore, naturalmente. Quindi, e questo... sia la CONSOB che questo P.M., benché si tratti di una piccola cittadina del sud, comunque, ma lo sai, occupano le prime pagine, le seconde pagine dei giornali, e suscitano molte... altre critiche tra i commentatori –ovviamente- spinti da motivazioni politiche. Ci sono alcune persone terze che ci difendono, per lo più accademici, e **dobbiamo relazionarci maggiormente con loro**, ma per questo servirà anche più aiuto sul piano della comunicazione, perché, sai, è veramente difficile fare tutto qui con poche... pochissime risorse. Quindi ci stiamo lavorando con Martin. Dobbiamo relazionarci con più persone terze che parlino per noi”.*

Sharma si preoccupa molto soprattutto delle eventuali richieste di intervento sull’Agenzia da parte dell’E.S.M.A. e – **piuttosto che dare direttive per garantire qualità ed indipendenza nelle attività di rating sull’Italia in linea con le prescrizioni del Regolamento Europeo 1060/2009** – si limita a chiedere il testo di tali richieste con la traduzione in inglese.

Torna, quindi, puntuale l’assicurazione a Sharma sul fatto che le successive azioni di rating dell’Agenzia sull’Italia siano “*ben suffragate da dati, metodologia e tutto quanto in modo da essere sicuri che stiamo facendo le cose giuste*”: raccomandazione – si ribadisce – che apparirebbe assolutamente superflua se solo la raccolta di dati e informazioni da fonti ufficiali e attendibili, le metodologie ed il personale impiegato nelle analisi fossero “ordinariamente in linea” con le prescrizioni regolamentari di settore.

A tali frasi il “capo” Sharma omette di dare indicazioni nette che “garantiscono” il rigoroso rispetto del Regolamento europeo, ma semplicemente adotta la soluzione attendista con la frase: “*fatti sentire...vediamo come si evolvono le cose ora*”.

La Pierdicchi, infine, paventa al “capo” le conseguenze della Legge 231 sulla responsabilità della società per le condotte degli analisti dipendenti, ma assicura che l’indagine è “*facile da smontare*” e assicura che “*ci vorrà un po’ di tempo*” consapevole come è che “*per il Regno unito devono presentare una rogatoria internazionale, sia per la società, sia per gli analisti*”: sapeva già probabilmente, la Pierdicchi, quanto fosse difficile per un P.M. di provincia, come quello di Trani, la trafila da seguire per via della collaborazione internazionale.

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289

IN USO A MARIA

PROGRESSIVO N. 1022 DEL 3 AGOSTO 2011 ORE 18:32,59

TELEFONATA IN ENTRATA DAL N. 12124385600

INTERPRETE DI LINGUA INGLESE MALGORZATA TUROWSKA



MARIA: Pronto, mi senti adesso?

DEVEN: Sì, Maria, ti sento. Come stai?

MARIA: Bene. <*Sospira*> **Stanca.**

DEVEN: Dove sei? In ufficio?

MARIA: Sì, sono in ufficio, stavo proprio per darti la linea diretta, nel caso volessi utilizzare la linea fissa, ma comunque... Sì, abbiamo appena fatto una breve riunione, di basso profilo, con il

personale, solo per informarli. Non ho detto nulla riguardo agli analisti perché non abbiamo ancora parlato con loro, per cui ho soltanto accennato all'avviso alle due società, e al... e anche alla richiesta relativa alla domanda, e poi al fatto che si tratta di una cosa veramente molto intimidatoria e priva di fondamento, ma che, nonostante tutto, dobbiamo collaborare e prenderla sul serio. **Però, non... non è –sai- una cosa che dei bravi avvocati non riescano a smontare facilmente.** Ma naturalmente le persone sono preoccupate, sai. Sentono arrivare la pressione da talmente tanti fronti che ogni giorno c'è un'emergenza... oddio. Per cui, ehm, per cui... non so, voglio dire... naturalmente... questo è... uscirà domani, perché la **Federconsumatori – l'associazione che ha presentato l'esposto a Trani e che naturalmente è una specie di fidanzata di questo Pubblico Ministero-** sta dando...

DEVEN: Fidanzata del P.M.?

MARIA: Sì. <Ride>

DEVEN: Stai scherzando?

MARIA: No no, voglio dire, non è... fidanzata in senso figurato, perché sono molto... sono ottimi amici, giusto? **Questa associazione di consumatori sta usando Trani per presentare esposti perché trova nel P.M. di Trani qualcuno che vuole ottenere pubblicità e visibilità attraverso questi casi.** Altrimenti **perché mai Trani –che è come un paesino dell'Oklahoma, sai, un piccolo paesino dell'Oklahoma per voi-** sarebbe coinvolta in casi di *rating* che riguardano agenzie con sede a Milano? È solo perché c'è uno stretto legame con questa associazione di consumatori che è molto populista, molesta, tendenziosa e non seria, non professionale. Quindi

domani loro... l'associazione ha già annunciato che domani terranno una conferenza stampa con aggiornamenti riguardanti il lavoro della Procura di Trani su S&P'S e su Moody's. Non so se annunceranno anche che Moody's sarà incriminata, perché a quanto pare hanno chiuso l'indagine riguardante Moody's con delle imputazioni. E credo che questa riguardasse il rapporto sulle banche dell'anno scorso... credo. Non so se ce ne sia un'altra sull'ultimo rapporto sulle banche, perché **hanno messo le banche sotto credit watch e questo è stato molto significativo...** significativo per la reazione del mercato, etc. E daranno anche informazioni su questo caso. Non so se parleranno degli analisti oppure no, per cui è molto importante che adesso noi parliamo con gli analisti. Yann lo sta facendo proprio ora, perché gli ho parlato.

DEVEN: Ma Moody's non è stata incriminata per il debito sovrano?

MARIA: Beh, non lo sappiamo. Ci sono due indagini su Moody's: una sulle banche e una sulle banche in relazione al debito sovrano – non al *credit watch* sul debito sovrano, per quanto ne sappiamo. Perché Moody's ha pubblicato un *credit watch* sul debito sovrano e poi, dopo di questo, un *credit watch* su 15-20 banche, che per definizione è collegato, sai, al *credit watch* sul debito sovrano. Ma il modo in cui è stato percepito in... questa associazione ha presentato immediatamente un esposto. Per cui, sai, il contesto è molto difficile e noi dobbiamo semplicemente esserne molto consapevoli e agire nel migliore dei modi. Eh... sì, **ieri sono... abbiamo saputo di un possibile nuovo comitato riguardante l'Italia di cui non sapevamo più di tanto... venerdì, a metà Agosto, il che era anche molto, molto... anche difficile da gestire dal punto di vista della**

comunicazione. Quindi abbiamo chiamato... ho chiamato anche Yann per dirgli che –sai- avremmo dovuto essere... dovrete posticiparlo perché è stato davvero... sarebbe davvero molto, molto pericoloso pubblicare una nuova azione di *rating*, sai, a metà Agosto. Ma penso che sia stato posticipato a fine agosto – inizio settembre. A ogni modo, qualsiasi cosa facciamo riguardo al debito sovrano dovrebbe essere perfetta come da –sai- come da manuale, secondo... secondo le regole, perché sarà analizzata con estrema attenzione, naturalmente. Eh...

DEVEN: Qual è stata la reazione del personale?

MARIA: Oh, il personale è stato... Naturalmente sono preoccupati, sai, hanno apprezzato il dialogo, sono... hanno la netta sensazione di non sapere nulla rispetto a questa vicenda del debito sovrano e si sentono un po' isolati dal *team* che si occupa del debito sovrano, e anche da quelli che si occupano delle banche e delle società, perché questo ha un impatto anche sul loro settore di analisi, ma loro vengono a sapere le cose all'ultimissimo momento. Francamente, Deven, alcuni analisti ritengono che non abbiamo le capacità adeguate per gestire un *rating* di questo tipo in Italia in questo momento. Ritengono che ci servano persone più senior che si occupino dell'Italia. Questo è quanto vengo a sapere dalle persone che partecipano anche al comitato e alle discussioni, che ci servono persone più senior perché si tratta di una situazione così –sai- delicata che... E sinceramente si tratta del secondo... sì, del secondo Paese per importanza in questo campo dopo gli USA, il Giappone... giusto, il terzo. Quindi, nell'Eurozona sicuramente il più importante per dimensioni e tutto il resto. Per

cui, ho sentito alcune lamentele secondo cui... alcuni commenti, e non è nemmeno bello sentire che fra gli analisti circolano tali commenti, sai, perché... Allora riferirò... ho riferito questi commenti a Myriam, che la settimana scorsa era.. due settimane fa era qui. Ho riferito a Myriam alcuni commenti (*incomp*) e ho detto “Controlla che abbiamo le persone giuste, perché –sai- potrebbero essere chiamate dal Pubblico Ministero, potrebbero trovarsi di fronte –sai- a persone aggressive e dovrebbero anche essere in grado di difendere molto bene la loro decisione, vero? Riferirò di nuovo anche a Yann, ma ovviamente, sai, ma per il futuro, con un'altra... azione importante in arrivo, di questo dovrò avere conferma, perché, sai, dobbiamo essere estremamente consapevoli delle conseguenze che qualunque azione avrà, in termini di reazione dei media, dei politici. Ci sono state... ci sono state delle risoluzioni parlamentari contro di noi, votate all'... all'unanimità, per chiedere all'E.S.M.A. di fare di più contro di noi. Ci sono stati commenti addirittura da parte dei CEO di alcune banche... Passera, sai, Ghizzoni, le persone che... che abbiamo incontrato recentemente... si sono fatti sentire perché avvertono la pressione, naturalmente, sul loro settore, naturalmente. Quindi, e questo... sia la CONSOB che questo P.M., benché si tratti di una piccola cittadina del sud, comunque, ma lo sai, occupano le prime pagine, le seconde pagine dei giornali, e suscitano molte... altre critiche tra i commentatori – ovviamente- spinti da motivazioni politiche. Ci sono alcune persone terze che ci difendono, per lo più accademici, e dobbiamo relazionarci maggiormente con loro, ma per questo servirà anche più aiuto sul piano della comunicazione,

perché, sai, è veramente difficile fare tutto qui con poche... pochissime risorse. Quindi ci stiamo lavorando con Martin. Dobbiamo relazionarci con più persone terze che parlino per noi.

DEVEN: Uhm. Ora, che cosa ha fatto il Parlamento...? Ha approvato qualche risoluzione o qualcosa?

MARIA: Sì, ho mandato tutte le traduzioni anche a... alla funzione Legale e a Chris. Non si tratta di una risoluzione vincolante, ma la commissione finanze del Parlamento ha approvato... quindi si tratta di **una risoluzione bipartisan –sia opposizione che Governo- che dice... che fa molti commenti sul lavoro scadente fatto da... dalle agenzie di rating e chiede all'E.S.M.A. di essere assolutamente più... più severa, compresa la responsabilità, sai, tutte... e altre cose del genere.** Voglio dire, posso mandarti il testo... posso mandarti il testo.

DEVEN: Sì, puoi mandarmi il testo?

MARIA: Sì, sì, certo, certo, ho anche la traduzione.

DEVEN: Okay.

MARIA: Ehm, e poi naturalmente in questo momento il Governo è molto fragile, perché abbiamo... sai, gli *spread* sono aumentati in maniera incredibile e... e Tremonti è oggetto di attacchi per le sue vicende personali. Quindi è un momento molto delicato. Spero che riusciranno a fare qualcosa in tempi brevi, perché il mercato potrebbe diventare estremamente... estremamente negativo per l'Italia, e l'Italia è un debitore importante... non è la Grecia o... sai.

DEVEN: Sì.

MARIA: **...o l'Irlanda.** Quindi qualsiasi cosa facciamo deve essere ben suffragata da dati, metodologia e tutto quanto, sai, in modo da essere sicuri che stiamo facendo le cose giuste... per evitare

possibilmente di essere attaccati sul piano della politica o cose del genere.

DEVEN: Okay. Allora, facciamo così... fatti sentire e io –sai- resterò in contatto con te e vediamo come si evolvono le cose ora.

MARIA: Sì, sì. In questo momento... Su questo non ci aspettiamo grandi sviluppi, adesso. Invieremo alcune informazioni nuove che abbiamo... che dobbiamo consegnare tramite Gerben e Chris, perché si tratta delle nuove informazioni che l'autorità di registrazione <Linea disturbata> sull'Italia (*incomp*). E credo che nelle prossime settimane avremo notizie da parte loro, come pure da parte di altri.

DEVEN: Ma l'unica cosa... l'unica cosa che hanno portato via da voi è stata una copia del materiale relativo alla registrazione, giusto?

MARIA: Sì. (*incomp*)...

DEVEN: Maria, la voce va e viene. Vuoi che chiami io? Maria?

MARIA: Sì. No, no, sono qui. Mi senti? Okay.

DEVEN: Sì, adesso ti sento.

MARIA: No, no. Sì. Soltanto la risoluzione... scusa, la registrazione, e poi mi sono impegnata a consegnare nei prossimi giorni le informazioni supplementari che abbiamo fornito soltanto alla CONSOB, non all'E.S.M.A., riguardanti S&P'S s.r.... l'ente italiano, per la registrazione, che saranno consegnate adesso da Gerben e da Chris Lake. Ora, **tra queste potrebbe esserci il modello 231, in quanto l'abbiamo consegnato per giustificare il fatto che chiedevamo esenzioni per gli amministratori, gli amministratori indipendenti, quindi può darsi che lo consegneremo.** Ma sarà richiesto comunque, perché adesso siamo indagati anche per la 231. Quindi il modello...

DEVEN: La 231? Scusa, ricordami ancora una volta che cos'era la 231.

MARIA: La 231 è la legge sulla responsabilità indiretta che rende le società potenzialmente responsabili per i reati commessi dai loro dipendenti...

DEVEN: Certo.

MARIA: ...e tra i reati contemplati da quelle... da quella c'è l'abuso di mercato, che è un grande contenitore per tutte queste cose. Attualmente siamo indagati... gli analisti sono indagati per abuso di mercato, **la società -quella italiana e quella britannica- è indagata per la legge 231 in relazione a reati di abuso di mercato.** E l'abuso di mercato, come dichiarano in modo grossolano, se vuoi, in questi atti, è un'informazione falsa o parziale. Inoltre negli atti... dicono che una parte della nostra analisi era... non era coerente con i dati o con le affermazioni fatte dalle autorità, dal ministro (*incomp*), oppure, sai, che abbiamo fornito una visione parziale, un'informazione parziale, in un certo senso. Quindi credo che, sai, sia molto grossolana, sai, l'analisi che fanno, ovviamente. Quindi, la 231 è soltanto per il... A proposito, la 231, Deven?

DEVEN: Uhm, sì.

MARIA: La 231 per Italia è quasi assurda, perché noi non abbiamo fatto niente dall'Italia. E l'avevo spiegato molto chiaramente al P.M. quando sono stata a Trani. L'unica cosa che abbiamo fatto in Italia è stata la traduzione del comunicato stampa. In effetti, credevo che ne sarebbe stata fatta menzione, invece no. In linea generale, formulano questa contestazione in base alla 231 soltanto perché questo... questo gli permette di essere... di avere l'autorità di andare avanti con questa indagine, perché deve esserci qualcosa in

Italia –giusto?- affinché Trani possa procedere. Quindi è facile da smontare, credo. **Per il Regno Unito devono presentare una rogatoria internazionale, sia per la società che per gli analisti.** E lo faranno adesso, credo, ci vorrà un po' di tempo. Gli avvocati dovrebbero sapere meglio di me se...

DEVEN: Uhm, okay.

MARIA: Comunque, questo P.M. è una persona molto astuta, molto difficile, e ti dico che questa audizione che ho fatto con lui non è stata per niente facile, è stata davvero dura. Per cui, sai, dobbiamo seguire per bene gli sviluppi. Ma credo che gli avvocati lo conoscano molto bene, quindi...

DEVEN: Uhm.

MARIA: Okay, dunque queste sono le notizie, non sono buone notizie, purtroppo, ma <Ride> Okay.

DEVEN: Va bene, ci sentiamo.

MARIA: Stammi bene. Okay, ciao.

Telefonata progressivo n. 1126 del 5/8/2011 ore 13.20

Questa telefonata interviene tra la Pierdicchi e Phil Smith di Global Corporate Security di Londra che cerca di comprendere quali documenti siano stati richiesti dalle Autorità italiane nel “blitz” di giorni prima.

La Pierdicchi gli risponde e aggiunge di avere ricevuto da Deven Sharma la raccomandazione di “**usare altri telefoni**” stante l’investigazione in corso: **raccomandazione da lei poi rivolta a “tutti gli analisti senior d’Europa”**

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289

IN USO A MARIA

PROGRESSIVO N. 1126 DEL 5 AGOSTO 2011 ORE 13:20,53

TELEFONATA IN ENTRATA DAL N. 442071760000

INTERPRETE DI LINGUA INGLESE MALGORZATA TUROWSKA



MARIA: Pronto?

PHIL: Pronto, parlo con Maria?

MARIA: Sì, chi parla?

PHIL: Maria, sono Phil Smith di Global Corporate Security di Londra, Canary Wharf. Come stai?

MARIA: Ah, bene, bene. Sì, sono un po' di fretta perché sto cercando... devo uscire tra pochi minuti. Dimmi.

PHIL: Va bene. Okay. Mi risulta che tu sia in ferie in questo momento, Maria, per cui sarò brevissimo. Ehm... Ci è giunta notizia che l'ufficio di S&P'S di Milano è stato oggetto di un blitz delle Autorità ieri.

MARIA: Sì.

PHIL: È corretto?

MARIA: No, non è stato ieri, è stato due giorni fa, sì.

PHIL: È stato due giorni fa?

MARIA: Sì, è stato mercoledì, sì.

PHIL: Bene, Okay. Sarebbe... ho appena provato a chiamare Massimo, ma non ha risposto nessuno.

.....

.....

MARIA: ...sei a conoscenza di altre notizie riguardanti la sicurezza di cui dovrei essere messa al corrente? No?

PHIL: Ah. Con che...? ...riguardo a che cosa, Maria? Puoi specificare?

MARIA: Alla stessa cosa, perché **ieri al telefono Deven Sharma mi ha detto una cosa che mi ha fatto pensare che sapesse qualcosa, tipo “usate altri telefoni” o cose del genere.** Magari era soltanto una sua preoccupazione personale.

PHIL: Va bene, Okay. Ora, non sono... non sono a conoscenza di... non sono a conoscenza di niente del genere, ma se... nel caso, allora credo che tu saresti... saresti una dei primi a saperlo.

MARIA: Okay. Sì, proprio così. **A ogni modo, soltanto per motivi di sicurezza, vediamo di essere consapevoli che potremmo avere i telefoni sotto controllo.**

PHIL: Ah, giusto, okay, sì.

MARIA: **Voglio dire, gliel’ho già detto, l’ho detto ai *senior* in Europa. Ieri abbiamo fatto una telefonata con tutti i *senior* in Europa, proprio per avvertire tutti di essere prudenti in qualunque comunicazione, ma a ogni modo non abbiamo nulla da nascondere...**

PHIL: No!

MARIA: ...però è sempre meglio evitare qualunque espressione o cose del genere.

PHIL: Questo è vero, questo è vero.

MARIA: Okay.

PHIL: Ma comunque, Maria, goditi il resto delle vacanze e se dovessimo avere bisogno di ulteriori informazioni contatterò Carine.

MARIA: Sì, sì. Dammi anche... Se c’è qualcosa di importante puoi sempre chiamarmi sul cellulare, perché sarò in Italia o in Svizzera, quindi non è... non è un posto irraggiungibile. Okay?

PHIL: Sono stato in Svizzera la scorsa settimana.

MARIA: Ah, davvero? Ti è piaciuto?

PHIL: Sì, è stato splendido. Ci sono stato soltanto di passaggio, ma è stato molto bello, molto piacevole.

MARIA: Ah? Sì, è un paese bellissimo. Okay, grazie mille. Grazie per esserti fatto sentire.

PHIL: Non c'è di che, grazie dell'aiuto.

MARIA: Ciao, ciao.

PHIL: Grazie. Ciao, ciao.

Telefonata n. 1178 del 6/8/2011 ore 11.51

E', questa, una telefonata assolutamente inquietante: interviene tra la Pierdicchi ed un suo collega a nome James che chiama dal Regno Unito e riferisce del downgrade decretato da S&P's nei confronti degli U.S.A.

Dopo la consueta invettiva contro il P.M. di Trani che indaga su S&P's, si discute di un clamoroso "errore" fatto rilevare dal Dipartimento del Tesoro americano a S&P's nel declassare il debito sovrano degli U.S.A.

James sostiene che l'errore (per trilioni di dollari) era del Tesoro americano che aveva dato numeri sbagliati, ma che alla fine il comunicato stampa relativo all'azione di rating – nonostante gli errori emersi (addebitabili all'una o all'altra parte) – non era stato comunque modificato!

Ebbene, queste parole sono un ulteriore spaccato di un *modus procedendi* per cui anche laddove fossero emersi clamorosi errori fattuali che avrebbero dovuto indurre a rimeditare contenuto e portata dei rating sovrani, si procedeva sempre e comunque al downgrading, quasi lo stesso fosse stato già deciso a tavolino!

La telefonata in questione documenta come, nonostante fossero emersi errori fattuali significativi in ordine al downgrading del debito sovrano degli Stati Uniti (a prescindere da chi di detti errori fosse stato responsabile), S&P's abbia dato corso egualmente all'azione di rating divulgandola ai mercati senza cercare di comprendere l'entità dell'errore (ammesso che di errore possa parlarsi) e senza tornare sui propri passi, così dando consapevolmente corso ad una informazione finanziaria "price sensitive" al Mercato che essa sa comunque in partenza essere "erronea e falsata" in relazione a cifre dell'ammontare di TRILIONI di dollari!

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289

IN USO A MARIA

PROGRESSIVO N. 1178 DEL 6 AGOSTO 2011 ORE 11:51,38

TELEFONATA IN ENTRATA DAL N. 447970318020

INTERPRETE DI LINGUA INGLESE MALGORZATA TUROWSKA



MARIA: James.

JAMES: Ehi, come stai?

MARIA: Ciao, ciao. Okay, non male, non molto... non molto... non benissimo, perché il mio stomaco risente delle tensioni, ma comunque...

JAMES: Allora devi andare a fare una corsa, correre ti calmerà, guarda, dovresti uscire e fare tipo 5 o 6 miglia, o una cosa così, e questo ti calmerà.

MARIA: L'ho già fatto stamattina, ma... in effetti adesso le cose sono... sai, adesso non mi sento molto bene. No, sono in montagna, è meraviglioso qui, è bellissimo.

JAMES: Bene.

MARIA: Ma ho visto il messaggio... ho visto le notizie sugli USA.

JAMES: Sì, è stato pazzesco, Maria.

MARIA: Immagino.

JAMES: Ieri notte è stato pazzesco.

MARIA: Pazzesco? Che cosa è successo?

JAMES: Pazzesco, sì, perché... perché abbiamo mandato l'annuncio al Tesoro e il Tesoro ha detto "Quei numeri sono sbagliati". E noi abbiamo detto "Che cosa significa che i numeri sono sbagliati? Abbiamo inserito tutti i (incomp) che abbiamo ricevuto da voi!"

MARIA: <Ride>

JAMES: E loro hanno detto "No, sono sbagliati!" E allora ...

MARIA: E allora cos'è successo?

JAMES: Allora stavamo parlando dell'errore... era dovuto al fatto che il Tesoro ci ha dato i numeri sbagliati!

MARIA: Mio Dio! Quindi loro affermavano che ci fossero degli errori?

JAMES: Sì.

MARIA: Per cui avete dovuto modificare il... il comunicato stampa?

JAMES: No, non l'abbiamo modificato.

MARIA: Quindi non c'erano errori?

JAMES: Sì, ma il modo in cui è stato riportato dalla stampa qui nel Regno Unito è stato nel senso che questo... questo... **la Casa Bianca ha detto che S&P'S aveva... stava commettendo degli errori.** Quello che dicevano era... il modo in cui questo viene riportato dalla stampa nel Regno Unito è... questo è semplicemente... che questo è semplicemente ciò che afferma la Casa Bianca, e che l'errore è... è semplicemente una difesa politica.

MARIA: Oddio!

JAMES: Quindi loro non... la stampa non crede alla storia dell'errore.

MARIA: Uhm. Allora cos'è successo alla fine? Non abbiamo modificato nulla e adesso le cose sono a posto, o cosa?

JAMES: Sì, credo che l'abbiamo appena pubblicato. L'abbiamo appena pubblicato. Ma sai...

MARIA: Sì, l'abbiamo pubblicato ieri notte. Ieri notte l'abbiamo pubblicato. Ma abbiamo pubblicato qualche altro chiarimento, vero?

JAMES: Non so se abbiamo pubblicato un chiarimento.

MARIA: No, ho visto un messaggio di Martin che faceva riferimento a questa storia dei trilioni.

JAMES: Okay.

MARIA: Oh, non so, non ho visto tutti questi messaggi perché –sai- oggi ci sono di nuovo altri articoli su Trani. A quanto pare

questo qui ha intenzione di chiamare di nuovo Tremonti su questa vicenda. Ha intenzione di chiamare Tremonti, ha intenzione di chiamare Mussari, ha intenzione di chiamare una serie di altri personaggi importanti. Vuole la sua parte di celebrità.

JAMES: Oh... ti dico che mi sorprende che la stampa non strepiti di più su questo qui... coglione com'è. Ma... ma...

MARIA: Ora, tra le righe... Sì, credo che tra le righe si possa leggere che la maggior parte della stampa ritiene che lui sia... la maggior parte della stampa è... è scettica su... ma non osa dirlo chiaramente, capisci?

JAMES: No, capisco, capisco, credo che sia vero. Ma... ma, voglio dire, di certo ha fame di pubblicità e voglia di...

MARIA: Sì, si sta trovando una prossima occupazione in politica, si sta (*incomp*) una nuova occupazione in politica, ne sono sicura. Non gliene potrebbe fregare di meno dei fatti. Secondo me forse non ha neanche letto il *report*, ma comunque non ne voglio parlare per telefono.

JAMES: Sì.

MARIA: Okay, allora che cosa ti serviva?

JAMES: No, volevo solo... So... so che hai detto... non mi serve niente da te, spero solo che... che tu ti rilassi un po' e mangi del buon cibo e faccia tanto movimento e starai... e... e credo che il problema di stomaco dovrebbe passare.

MARIA: Sì, sì. Sì, lo spero anch'io. Ma adesso lunedì parto per il mare, per cui spero di riuscire a rilassarmi. L'unico problema è quanto sta succedendo in Italia. È così preoccupante, anche come cittadina, sai, che purtroppo ci fa stare in grande apprensione, perché, sai, se questo Berlusconi non comincia a fare le cose

molto, molto seriamente, non so che cosa succederà. Ma, ora, ieri hanno deciso di fare di più, ma non so, non sono sicura che questo sia sufficiente.

JAMES: Sì, sono state molto impegnative... sono state 24 ore molto impegnative per la stampa, no?

MARIA: Mio Dio, incredibile, incredibile. Okay, beh, buon sabato. Hai intenzione di andare a nuotare?

JAMES: Sì, ho appena... ho appena finito di nuotare, ma ora ho intenzione di andare giù a Dover e di andare a nuotare domani.

MARIA: Oh, a Dover? Deve far freddo.

JAMES: Sì, fa così freddo! <Ride>

MARIA: Sì.

JAMES: Va bene.

MARIA: Okay, non esagerare. Divertiti.

JAMES: Okay. Ci sentiamo.

MARIA: Ciao, ciao, grazie, ciao ciao.

Passiamo all'analisi delle mail

Delle mail intercorse tra analisti e manager di S&P's, quelle di maggiore interesse sono la “**mail 18**” e la “**mail 17**”, ciascuna composta di più mail che esamineremo ponendole in ordine cronologico, partendo dalla prima.

Giova qui nuovamente ribadire come lo scambio di mail tra analisti e manager, al pari delle loro conversazioni captate dalle intercettazioni telefoniche dimostrino in modo incontrovertibile che nell'arco temporale compreso tra l'agosto 2011 (epoca delle intercettazioni, durante circa un

me) e il 13 gennaio 2012 (epoca del declassamento e della mail tra Panichi e gli imputati Zhang/Kraemer) Standard & Poor's divulgò "valutazioni" negative a raffica nei confronti del debito sovrano della Repubblica Italiana in un contesto di diffusa incompetenza ed inadeguatezza del personale: incompetenza ed inadeguatezza assolutamente note tanto agli analisti, quanto ai manager apicali dell'Agenzia.

Mail 18

La "mail 18" si compone di n. 5 mail che, tra il 12 ed il 13 gennaio 2012, intervengono fra alcuni degli analisti del comitato che delibera l'azione di rating sull'Italia del 13/1/2012 (Moritz Kraemer, Ehileen Zhang) ed il Senior Analyst esperto di Financial Institutions (Settore Bancario/Finanziario) Renato Panichi.

Quest'ultimo, che come emerge dalle mail oltre che dagli esiti dell'istruttoria dibattimentale non poteva fare parte del comitato di rating sull'Italia trovandosi in una condizione di conflitto di interessi per il fatto di possedere titoli di Stato italiani, interloquisce in modo sostanziale ed incisivo con i colleghi analisti del debito sovrano italiano e li invita a correggere quanto da essi riportato nelle motivazioni del doppio declassamento del nostro Paese.

Anche nelle intercettazioni già esaminate pagine addietro è, invero, emersa la circostanza che il Panichi interloquisse regolarmente (fin dall'agosto 2011) sulle azioni di rating che interessavano l'Italia: tanto, a riprova del fatto che era bellamente disattesa la serie di norme previste per la prevenzione dei conflitti di interesse e poste tanto nelle policy aziendali di S&P's, quanto nel Regolamento europeo 1060/2009.

Le mail che qui si richiamano vengono condivise per conoscenza con **David Harrison, Managing Director Financial Services Rating** – Londra.

La prima mail (della n. 18) è la seguente, inviata da **Renato Panichi** il 12/1/2012 alle ore 20.12 **all’Analista del debito sovrano dell’Italia** (componente votante del Comitato) **Ehileen Zhang** (e per conoscenza a **Moritz Kraemer e a David Harrison**) perché fossero con lui “condivisi gli eventuali riferimenti alle Banche nel rapporto sull’Italia, ove ve ne fossero, al fine di evitare possibili errori o un disallineamento rispetto all’opinione di Financial Institutions” di cui Panichi era componente.

-----Messaggio originale-----

Da: **Panichi, Renato**
Inviato: **Donnerstag, 12 gennaio 2012 20.12**
A: **Zhang, Ehileen**
Cc: **Harrison, David; Kraemer Moritz**
Oggetto: **RU sull’Italia**

“Ciao Ehileen,

Ti prego di tenere presente che vorrei condividere con te eventuali riferimenti alle banche contenuti nell’RU sull’Italia, se ve ne sono, onde evitare possibili errori o un disallineamento rispetto all’opinione di FI.

Domani sono in ufficio e disponibile. Grazie.

Renato

Come si può notare, Panichi teme possano esserci **ERRORI nel R.U sull’Italia** e proprio per questo fa il primo passo (chiedendo di “condividere” gli eventuali

riferimenti alle banche: riferimenti che si riveleranno “fatali” in quel downgrade) nei confronti degli analisti che stanno predisponendo quel Rapporto (Research Update) per “prevenire” errori/disallineamenti fatali: evidentemente Renato Panichi sapeva molto bene delle criticità e dei deficit di competenza ed esperienza degli analisti del debito sovrano dell’Italia; deficit di cui, peraltro, la Pierdicchi riferisce a Sharma e che sono – in S&P’s – di pubblico dominio!

Dunque, questa mail costituisce un riscontro puntuale alla telefonata tra la Pierdicchi e Sharma innanzi commentata ed alla veridicità della piena consapevolezza tra gli analisti del sovrano dell’Italia, di gravi carenze nel personale impiegato nelle analisi del debito sovrano della Repubblica Italiana.

La seconda mail (della mail 18) è la seguente, inviata **da Moritz Kraemer** la stessa sera del 12/1/2012 alle ore 9.00 P.M. **a Renato Panichi ed Ehileen Zhang e per conoscenza a David Harrison.**

Da tale mail emerge che il Comitato e gli analisti del Sovrano avevano “necessità” di interloquire – in relazione al Rapporto sull’Italia – sui riferimenti alle Banche contenuti in quel rapporto con qualcuno del settore FI (cioè Financial Institutions), tanto che laddove Panichi non avesse ricevuto un nulla osta (per il fatto di detenere titoli di Stato italiani, il che lo rendeva incompatibile per potenziale conflitto di interessi, come da policy aziendale), era necessario per Kraemer e Zhang sapere a chi altri, del team di Panichi, inviare il rapporto per avere un confronto ed una qualificata interlocuzione.

-----Messaggio originale-----

Da: **Kraemer, Moritz**
Inviato: **12 gennaio 2012 9.00 P.M.**
A: **Panichi, Renato; Zhang, Ehileen**
Cc: **Harrison, David**

Oggetto: RE: RU sull'Italia

Ciao Renato,

Visto che detieni titoli di Stato italiani, hai ottenuto una specifica autorizzazione da parte di Compliance che ci consentirebbe di condividere il testo con te prima della sua pubblicazione? Se no, chi altro dovrebbe riceverlo al posto tuo?

Buonanotte,

Moritz

La terza mail (della mail 18) è la seguente, inviata **da Ehileen Zhang** la stessa sera del 12/1/2012 alle ore 22.19 **a Moritz Kraemer e Renato Panichi** e sempre per conoscenza a David Harrison: La Zhang conferma che vi sono effettivamente, nel RU sull'Italia di imminente pubblicazione, riferimenti alle Banche e comunica di avere letto a Panichi due frasi inerenti il settore bancario in relazione all'Italia.

-----Messaggio originale-----

Da: Zhang, Ehileen
Inviato: 12 gennaio 2012 22.19
A: Kraemer, Moritz; Panichi, Renato
Cc: Harrison, David
Oggetto: RE: RU sull'Italia

Ho letto a Renato due frasi in cui vengono citate le banche, senza fare riferimento ad altro testo. Niente di nuovo, simile a quanto abbiamo pubblicato in precedenza. Renato non ha suggerito modifiche.

Ehileen

La quarta mail (della mail 18) è la seguente, inviata con carattere “**molto importante**” da **Renato Panichi** alle 11.16 AM del 13/1/2012 a **Ehileen Zhang e Moritz Kraemer** e per conoscenza a **David Harrison**
Si tratta della mail assolutamente più rilevante!

Analizziamone attentamente il testo

-----Messaggio originale-----

Da: Panichi, Renato
Inviato: 13 gennaio 2012 11.16 AM
A: Zhang, Ehileen; Kraemer, Moritz
Cc: Harrison, David
Oggetto: **Molto importante: RU sull'Italia**
Importanza: Alta

Ciao Ehileen e Moritz,

Ho provato a chiamarvi entrambi.

***Ho qui il RU sull'Italia e vedo una frase, all'inizio, dove dite:**
“Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi legati ai finanziamenti esteri, dato l'elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri”.*

*Ehileen, **ieri non mi hai letto quella frase e non è corretto dire che vi è un elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri. In realtà è proprio il contrario: uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il limitato ricorso ai finanziamenti esteri e wholesale.***

Per favore togliete il riferimento alle banche!

Grazie

Renato

Come si vede la situazione è grave e per questo la priorità assegnata da Panichi alla mail è **alta!**

Addirittura Panichi – in una corsa contro il tempo (sa bene, infatti, che *ad horas* verrà pubblicato il downgrade e lo sa dal giorno prima, così come sa che quella pubblicazione ha una alta “*price sensitivity*”) – prova a chiamare telefonicamente i due analisti Zhang e Kraemer che hanno redatto l’R.U (Research Update) sull’Italia che porterà al doppio declassamento; non essendo, tuttavia, riuscito a ottenere di parlarci per telefono, gli scrive un’accorata mail, i cui toni evidenziano una condizione di assoluta preoccupazione.

Anzitutto accusa Eileen (che nella mail precedente aveva assicurato a Kraemer di avere letto a Renato due frasi in cui venivano citate le banche e di non avere da quegli ricevuto suggerimenti di modifiche) di non avergli letto la frase sulle “banche” che egli poi va a contestare: già questo costituisce un primo segnale di allarme per il Panichi!

E dunque, l’interrogativo è: perché Eileen Zhang non aveva letto al Panichi il giorno prima quella frase fondamentale del R.U sull’Italia (frase poi comunque non sfuggita all’analista bancario italiano)?

E' lecito pensare che qualcuno le avesse ordinato di non leggerla a Panichi sapendo che l'esperto Panichi – che voleva evitare “errori” – non l'avrebbe fatta “passare”.

Quest'ultimo, quindi, prosegue e riporta la frase dove i due suoi colleghi “dicono” (dunque sono loro gli estensori di quel rapporto, sebbene pure altri lo votino all'interno del Comitato) “Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi legati ai finanziamenti esteri, dato l'elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri” e contesta alla collega (che, come emerge dalla mail precedente, aveva dichiarato a Moritz Kraemer di avere letto a Panichi solo “due frasi”) di non avergli letto il giorno precedente quella frase che ora Panichi vedeva nel RU sull'Italia (RU letto per intero, non solo per due pagine).

A quel punto il Panichi – che come la stessa Pierdicchi ha ricordato – era più esperto e senior della Zhang – stigmatizza come “non corretta” l'Analisi contenuta in quella frase e lo fa proprio sotto il profilo “tecnico”, spiegando da analista del settore bancario italiano che “In realtà è proprio il contrario: uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il limitato ricorso ai finanziamenti esteri ed ai mercati all'ingrosso (wholesale)”

Quindi, raccomanda con un chiarissimo punto esclamativo finale di rimuovere quel riferimento sbagliato, ringraziando in anticipo per questo (Per favore togliete il riferimento alle banche!).

A fronte dei dati macroeconomici ufficiali di cui in precedenza si è detto, riportati nelle fonti ufficiali (come tali universalmente conosciute e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's), possiamo ritenere di

essere al cospetto della più **clamorosa ed inconfutabile prova di qualcosa di più di una assoluta “incompetenza” degli analisti del debito sovrano dell’Italia Zhang e Kraemer!** questa conversazione crea una sorta di **saldatura** con lo scenario mesi prima (agosto 2011) descritto nello sfogo telefonico della Pierdicchi a Sharma, documentato dalle intercettazioni prima trattate.

Questa conversazione costituisce, inoltre, un dato insuperabile per il Tribunale chiamato a giudicare sulla **responsabilità della persona giuridica**, rilevante ai sensi del d. lgs.vo 231/2001: è, infatti, la prova che policy e meccanismi di controllo qualità di S&P’S erano solo illusorie declamazioni che restavano lettera morta nelle prassi di lavoro quotidiane, quanto meno per gli analisti che si occupavano dell’Italia.

La mail in commento rimarca come il silenzio dei manager responsabili regni sovrano: regnava sovrano il silenzio di Deven Sharma quando la Pierdicchi gli segnalava il deficit di competenze ed esperienze degli analisti che si occupavano del rating dell’Italia e regnava sovrano il silenzio di David Harrison di fronte all’intervento quasi disperato di Panichi che sa bene quanto quelle “valutazioni negative” *price sensitive* fossero fondate su dati assolutamente errati e contrari alla realtà.

Dunque **gli Organi apicali di governance sanno bene quali sono i problemi e le criticità** (le stesse denunziate da CONSOB ad E.S.M.A., ma cadute nel vuoto; le stesse lamentate da Pierdicchi a Sharma, ma cadute nel vuoto; le stesse segnalate da Panichi al responsabile del rating David Harrison, ma cadute nel vuoto) e – **colpevolmente** (cioè **deliberatamente**) – **tacciono!**

Un **silenzio colpevole** che si accompagna alla **rappresentazione in termini di certezza (ecco il dolo!)** – comune ai medesimi analisti che quei rating elaboravano consapevoli dei loro limiti tecnici – **che le valutazioni finali di rating fondate su INFORMAZIONI FINANZIARIE FALSE** giacché incoerenti rispetto a dati ed informazioni ufficiali (universalmente conosciute e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's), **nonché su Analisi elaborate in violazione del Regolamento europeo sul rating, avrebbero fornito informazioni price sensitive falsate e manipolative del mercato a tutto danno dell'Italia e del suo prestigio creditizio internazionale.**

La quinta mail (della mail 18) è la seguente, inviata **da Ehileen Zhang** alle 12.49 del 13/1/2012 **a Renato Panichi e Moritz Kraemer ed ancora per conoscenza a David Harrison**

Da: Zhang, Ehileen
Inviato: venerdì 13 gennaio 2012 12.49
A: Panichi, Renato; Kraemer, Moritz
Cc: Harrison, David
Oggetto: RE: Molto importante: RU sull'Italia
Contr. completamento: Completare
Stato contrassegno: Contrassegnato
Categorie: Categoria rossa

*Ne abbiamo discusso telefonicamente e io ho chiesto i numeri, ti ricordi?
Puoi mandarmi i dati relativi? Potremmo usare i dati anziché ... una
qualificazione*

Ehileen

La Zhang in questa risposta cerca di “metterci una pezza” (sapendo che ormai gli ingranaggi della macchina del rating che stritoleranno l’Italia sono ormai avviati, inesorabilmente) ed anziché rimuovere quel riferimento “non corretto” costituente l’esatto contrario della realtà (italiana), pensa a inserire “dati” anziché “qualificazioni”.

Mail 17

La “mail 17” si compone di n. 3 mail che intervengono tra il 12 ed il 13 gennaio 2012 tra alcuni componenti votanti nel Comitato che delibera l’azione di rating sui debiti sovrani dell’Eurozona del gennaio 2012; da queste mail si conoscono i **punteggi** finali deliberati dal Comitato in relazione ai vari debiti sovrani dei Paesi europei ed **i nomi dei componenti** del Comitato che ha deliberato l’azione di rating sulla Repubblica Italiana: la particolarità è che i punteggi vengono riferiti **solo** ai fattori di “rischio di debito”, di “rischio esterno” e di “rischio monetario”, non anche agli altri due, politico, e di struttura dell'economia: **fattori valutati in quei verbali interni al Comitato che, mai consegnati da S&P’s all’F.S.A. ed alla CONSOB che ne aveva fatto richiesta nel gennaio 2012, sembrerebbero quelli prodotti dalla difesa in dibattimento!**

Da: Brown, Amy
Inviato: jueves, 12 de enero de 2012 22.45
A: DeSaintMarcq, Sophie; Chayrigues, Veronique; Dimitrijevic, Alexandra; Bugie, Scott; Bjorklund, Lars; Moulton, Curt;

Gill, Frank; Mates, Ana; Kraemer, Moritz; Cavanaugh, Marie; Chambers, John; Zhang, Ehileen; Fernandez De Heredia, Myriam; Strasser, Alois; Mrsnik, Marko; Morozov, Ivan; Cullinan, Trevor; Young, Benjamin; Sakhuja, Aarti; Rybnikov, Maxim; Butt, Leila

Oggetto: **Punteggi decisi durante il comitato sull'eurozona dell'11/1**

Ciao a tutti,

Perché restino agli atti, qui di seguito sono riportati i punteggi decisi durante il comitato di ieri, elencati nell'ordine indicato dal comitato nell'invito del calendario.

Austria:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 5

1 variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 3, Finale: 2, Variazione positiva per Valuta attivamente scambiata con eccedenza delle partite correnti; Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20% del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AA+/Neg/A-1+

Valuta locale: AA+/Neg/A-1+

Finlandia:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 1

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 4, Finale: 3, Variazione positiva per Valuta attivamente scambiata con eccedenza delle partite correnti; Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20% del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AAA/Neg/A-1+

Valuta locale: AAA/Neg/A-1+

Francia:**Rischio di debito:**

Punteggio finale: 5

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 3, Finale: 2, Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero

Rischio monetario:

iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AA+/Neg/A-1+

Valuta locale: AA+/Neg/A-1+

Germania:**Rischio di debito:**

Punteggio finale: 4

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 2, Finale: 1, Variazione positiva per Valuta attivamente scambiata con eccedenza delle partite correnti; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero

Rischio monetario:

iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AAA/Stabile/A-1+

Valuta locale: AAA/Stabile/A-1+

Lussemburgo:**Rischio di debito:**

Punteggio finale: 1

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 4, Finale: 3, Variazione positiva per Valuta attivamente scambiata con eccedenza delle partite correnti; Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20% del CAR oppure con

debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AAA/Neg/A-1+

Valuta locale: AAA/Neg/A-1+

Paesi Bassi:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 3

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 3, Finale: 2, Variazione positiva per Valuta attivamente scambiata con eccedenza delle partite correnti; Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20% del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AAA/Neg/A-1+

Valuta locale: AAA/Neg/A-1+

Belgio:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 5

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 2, Finale: 2, Variazione positiva per Valuta attivamente scambiata con eccedenza delle partite correnti; Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20% del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero; Variazione negativa per Rischio di rapido deterioramento del mercato

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AA/Neg/A-1+

Valuta locale: AA/Neg/A-1+

Estonia:**Rischio di debito:**

Punteggio finale: 1

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 2, Finale: 2, nessuna variazione

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 3, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria; Variazione negativa di 1 per Membro dell'unione monetaria con

andamento prolungato dei prezzi e dei salari che risulta fortemente divergente rispetto alla media dell'unione monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: AA-/Neg/A-1+

Valuta locale: AA-/Neg/A-1+

Slovenia:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 3

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 2, Finale: 3, Variazione negativa per Rischio di rapido deterioramento del mercato

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: A+/Neg/A-1

Valuta locale: A+/Neg/A-1

Spagna:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 4

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 4, Finale: 5, Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20 % del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero; Variazione negativa per Rischio di rapido deterioramento del mercato

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: A/Neg/A-1

Valuta locale: A/Neg/A-1

Slovacchia:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 3

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 2, Finale: 2, Nessuna variazione

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 2, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: A/Stabile/A-1

Valuta locale: A/Stabile/A-1

Italia:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 6

Nessuna variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 4, Finale: 5, Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20 % del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero; Variazione negativa per Rischio di rapido deterioramento del mercato

Rischio monetario:

Iniziale: 1, **Finale: 3**, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria; Variazione negativa di 1 per Membro dell'unione monetaria con andamento prolungato dei prezzi e dei salari che risulta fortemente divergente rispetto alla media dell'unione monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: BBB+/Neg/A-2

Valuta locale: BBB+/Neg/A-2

Malta:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 5

1 variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 1, Finale: 3, Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20 % del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione negativa per Incoerenza dei dati

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 3, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria; Variazione negativa di 1 per Membro dell'unione monetaria con

andamento prolungato dei prezzi e dei salari che risulta fortemente divergente rispetto alla media dell'unione monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: A-/Neg/A-2

Valuta locale: A-/Neg/A-2

Irlanda:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 6

1 variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 4, Finale: 5, Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20 % del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione positiva per Solida posizione netta sull'estero; Variazione negativa per Rischio di rapido deterioramento del mercato

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 3, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria; Variazione negativa di 1 per Membro dell'unione monetaria con andamento prolungato dei prezzi e dei salari che risulta fortemente divergente rispetto alla media dell'unione monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: BBB+/Neg/A-2

Valuta locale: BBB+/Neg/A-2

Cipro:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 6

3 variazioni negative per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 3, Finale: 5, Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20 % del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione negativa per Rischio di rapido deterioramento del mercato

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 3, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria; Variazione negativa di 1 per Membro dell'unione monetaria con andamento prolungato dei prezzi e dei salari che risulta fortemente divergente rispetto alla media dell'unione monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: BB+/Neg/B

Valuta locale: BB+/Neg/B

Recovery rating [cioè valutazione della capacità complessiva di un prestatore di rientrare del capitale, N.d.T.]: 4

Portogallo:

Rischio di debito:

Punteggio finale: 6

1 variazione negativa per passività potenziali

Rischio esterno:

Iniziale: 4, Finale: 6, Variazione negativa per Valuta attivamente scambiata con disavanzo nelle partite correnti superiore al 10% o al 20 % del CAR oppure con debito estero a breve 100% del CAR; Variazione negativa per Rischio di rapido deterioramento del mercato

Rischio monetario:

Iniziale: 1, Finale: 3, Componenti: 1, 1 e 1; Variazione negativa di 1 per Unione Monetaria; Variazione negativa pari a 1 per Membro dell'unione monetaria con andamento prolungato dei prezzi e dei salari che risulta fortemente divergente rispetto alla media dell'unione monetaria

Punteggio finale:

Valuta estera: BB/Neg/B

Valuta locale: BB/Neg/B

Recovery rating: 4

Qui di seguito è inoltre riportato l'elenco degli osservatori dell'11/11 (*sic*) con i rispettivi ruoli all'interno del comitato:

Ana Mates (votante per Finlandia, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia; osservatore per tutti gli altri)

Marie Cavanaugh (votante per tutti)

John Chambers (votante per tutti)

Pete Rigby (osservatore)

Amy Brown (osservatore)

Scott Bugie (osservatore)

Ben Young (votante per Lussemburgo, Estonia, Malta, Irlanda e Cipro; osservatore per tutti gli altri)

Ehileen Zhang (votante per Finlandia, Francia, Paesi Bassi, Belgio, Estonia, Slovacchia, Italia, Malta e Portogallo; osservatore per tutti gli altri)

Ivan Morozov (osservatore)

Frank Gill (votante per tutti)

Curt Moulton (osservatore)

Maxim Rybnikov (osservatore)

Aarti Sakhuja (osservatore)

Lars Bjorklund (osservatore)

Harm Semder (osservatore)

Alexander Ekbom (osservatore)

Markus Schmaus (Osservatore)

Veronique Chayrigues (osservatore)

Alois Strasser (osservatore)

Alexandra Dimitjevic (osservatore)

Moritz Kraemer (votante per tutti)

Sophie-Aurore DeSaintMarcq (osservatore)

Jesus Martinez (osservatore)

Pierre Gautier (osservatore)

Elisabeth Grandin (osservatore)

Dhruv Roy (osservatore)

Arnaud de Toytot (osservatore)

Stefan Best (osservatore)

Myriam Fernandez de Heredia (votante per tutti)

Marko Mrsnik (votante per Austria, Francia, Belgio, Slovenia, Spagna; osservatore per tutti gli altri ECCEPPO l'Italia – è uscito dalla sala in occasione di ogni e qualsiasi discussione sull'Italia)

Ana Lozmann (osservatore)

Trevor Cullinan (votante per Germania, Spagna, Italia, Irlanda, Cipro e Portogallo; osservatore per tutti gli altri)

Leila Butt (votante per il Lussemburgo; osservatore per tutti gli altri)

Taos Fudji (osservatore)

Grazie

Amy

Amy M. Brown

Administrative Assistant

Sovereign Ratings Group

Standard & Poor's

La seconda mail (della mail 17) interviene il 13/1/2012 alle ore 09.06

Da:

Fernandez De Heredia, Myriam

Inviato: 13 gennaio 2012 09.06
A: Harrison, David; Lundberg, Louise
Cc: Bjorklund, Lars
Oggetto: RISERVATO **Punteggi decisi durante il comitato
sull'eurozona dell'11/1**
Sensibilità: Riservato

David, Louise,

Vi prego di prendere visione dei punteggi definitivi e delle variazioni riportati qui di seguito. Si tratta di informazioni riservate. Vi prego di inoltrarle soltanto in base al principio della necessità di sapere.

Grazie

Myriam

Myriam Fernandez de Heredia

Managing Director, Lead Analytical Manager

Head of Sovereigns & Public Finance, Europe Middle East and Africa

Standard & Poor's

La terza mail (della mail 17) è del 13/1/2012 alle ore 13.10 e viene inviata da David Harrison

Da questa mail (antecedente alla divulgazione dell'azione di rating del 13/1/2012) emerge nuovamente il coinvolgimento dell'analista italiano Renato Panichi che ritroviamo fra i destinatari del documento riservato sui "punteggi decisi durante il comitato sull'eurozona dell'11/1/2012"

Da: Harrison, David

Inviato: venerdì 13 gennaio 2012 13.10
A: Martinez, Jesus; Schmaus, Markus; Best, Stefan; Iparraguirre, Elena; **Panichi**, Renato; Fernandez, Alicia
Oggetto: FW: **RISERVATO Punteggi decisi durante il comitato sull'eurozona dell'11/1**
Riservatezza: Riservato
Contr. completamento: Completare
Stato contrassegno: Contrassegnato
Categorie: Categoria rossa

Vi prego di inoltrarli soltanto ad analisti selezionati.

Grazie

David

David Harrison

Managing Director, Financial Services Ratings

Standard & Poor's

3.1 Le reazioni di personaggi autorevoli e qualificati al doppio declassamento dell'Italia del 13/1/2012: Draghi, Barnier, Rehn, Quadrio Curzio, Manghetti e Vitale.

All'udienza del 24/9/2015, sull'accordo delle Parti, sono state acquisite al fascicolo dibattimentale (con l'effetto di una piena utilizzabilità nella decisione finale) le informazioni assunte dal P.M. ex art. 362 C.P.P. in data 24/1/2011 dall'attuale Presidente della Banca Centrale Europea dr. Mario Draghi, allora Governatore della Banca d'Italia, membro del Consiglio Direttivo della BCE, già componente del Financial Stability Board e Governatore della Banca dei Regolamenti Internazionali.

L'audizione del dr. Draghi – come si è già avuto modo di anticipare nei precedenti paragrafi – interveniva nell'ambito del procedimento costituito a carico dell'altra Agenzia di rating, Moody's, ed in quell'occasione l'autorevole teste ebbe a riferire al P.M. circostanze di interesse anche con riguardo all'Agenzia Standard & Poor's (soprattutto con riguardo alla situazione del sistema bancario italiano).

Venne richiesto all'allora Governatore di Banca d'Italia quale fosse stata la valutazione della Banca d'Italia in ordine allo stato di salute del **Sistema Bancario Italiano** avuto riguardo ad un “annuncio” di Moody's (del 6/5/2010) secondo cui il rischio di contagio della crisi del debito sovrano della Grecia al sistema bancario ellenico potesse diffondersi ad altri Paesi come il Portogallo, la Spagna, l'Irlanda e, per l'appunto, l'Italia.

Alla diffusione di detto “annuncio”, fonti della **Banca d'Italia**, confermate dal Governatore Draghi, risposero che **“Il Sistema bancario italiano è robusto; il deficit di parte corrente è basso; il risparmio è alto, il debito complessivo di famiglia-imprese e Stato è basso rispetto ad altri Paesi, il debito nei confronti dell'estero è basso e tutto ciò rende il caso dell'Italia diverso da quello di altri Paesi...Le banche italiane in ogni caso sono in grado di fronteggiare eventuali tensioni anche di notevole entità...”**.

Innanzitutto al P.M., quindi, il Governatore Draghi spiegò il senso dell'espressione **“sistema bancario robusto”** (pagg. 7 e 8) **“come dimensione del sistema bancario rispetto all'economia nazionale, come dimensione degli attivi del nostro sistema bancario, rispetto al capitale che loro stessi hanno, come situazione di liquidità che vuol dire far**

fronte a improvvise richieste, improvvisi impegni, come qualità degli attivi e non hanno investito in attività tossiche, non hanno investito nel settore immobiliare come per esempio hanno fatto le banche spagnole o anche le banche irlandesi o anche le banche inglesi. Per tutte queste ragioni diciamo è un sistema bancario più robusto”.

Con riguardo, infine, al tema dell'**affidabilità** delle **valutazioni** espresse dalle Agenzie di rating, il Governatore affermò (pagg. 14-15): *“la reputazione delle Agenzie di rating è stata, diciamo, completamente screditata dall’esperienza del 2007-2008 e qui potremmo parlare per tanto tempo, anche perché questa è una delle cose che, come Presidente del Financial Stability Board, abbiamo affrontato fin dall’inizio e una delle indicazioni del financial Stability Board è trovare il modo per cui sia gli investitori e sia i regolatori potranno fare a meno o comunque potranno avere meno bisogno delle agenzie di ratinge dei loro giudizi...la gente continua a usare questi rating perché non ha niente di meglio, purtroppo sono altamente carenti, quindi bisogna trovare un sistema per farne a meno o farne meno uso”.*

Tra le reazioni registrate all’indomani del doppio declassamento dell’Italia decretato da S&P’s in data 13/1/2012, giova richiamarne alcune riportate testualmente da vari articoli di stampa acquisiti al fascicolo dibattimentale: si tratta di qualificate analisi di banchieri, accademici di chiara fama ed alti dirigenti delle massime autorità politiche, economiche e bancarie.

A tal riguardo vale la pena rammentare :

1)-L'articolo apparso su **Il Sole 24 Ore del 15/1/2012** che raccoglie una intervista a **Michel Barnier commissario europeo per il Mercato Interno e i servizi finanziari** presentato come *“l'uomo che alla Commissione sta mettendo mano alla regolamentazione dei Mercati”*.

Alla domanda in ordine a quale fosse la sua prima reazione alla decisione di S&P's di declassare nove Paesi dell'eurozona, Barnier risponde:

“sono sorpreso sia dalla tempistica sia dalla valutazione che S&P's ha fatto. La riduzione del rating di nove paesi della zona euro giunge proprio mentre tutti i governi nazionali e tutte le istituzioni europee sono mobilitati in uno sforzo mai fatto finora. Molti Paesi come l'Italia, la Spagna e la Francia stanno facendo sforzi senza precedenti per ridurre i deficit pubblici e controllare la spesa statale....Stiamo creando gli strumenti di una nuova governance economica. Per dieci anni l'Unione è stata semplicemente monetaria. Stiamo creando l'unione economica che purtroppo finora è mancata. Parallelamente la stessa Banca Centrale sta avendo un ruolo. Siamo attivi su tutti i fronti”.

Poi, a proposito di un progetto per regolare meglio il settore del rating dichiara:

“E' attualmente in discussione in parlamento e nel Consiglio. Dovrebbe essere approvato nei prossimi mesi. Il mio obiettivo è di ridurre la dipendenza di società e Governi dalle Agenzie di rating, di eliminare i conflitti di interesse, visto che oggi chi chiede un rating è anche colui che paga per il servizio, e infine imporre maggiore trasparenza su come l'analisi viene effettuata”.

L'articolo non merita commenti: pur soppesando attentamente le parole, il Commissario Barnier (che non risulta abbia mai smentito quella intervista o comunque quelle dichiarazioni) pone l'accento su temi cruciali che proprio questo procedimento pone in grande evidenza: quelli

dell'assenza di trasparenza sulle metodologie di analisi e sulla tempistica delle azioni di rating, oltre che quello del conflitto di interessi.

2)-L'articolo apparso su Il Sole 24 Ore del 17/1/2012 a firma di Beda Romano che riporta il pensiero del **Commissario europeo agli affari economici Olli Rehn** (politico e accademico docente di Economia Politica Internazionale) in ordine al declassamento del 13/1/2012 dei paesi dell'eurozona.

Afferma Rehn:

“le Agenzie di rating non sono arbitri oggettivi o istituti di ricerca imparziali, ma hanno i loro interessi...giocano molto seguendo le regole del capitalismo finanziario americano...molti investitori hanno guadagnato denaro grazie alla destabilizzazione dell'euro”;

3)-L'articolo apparso su Milano Finanza del 17/1/2012 a firma di Marcello Bussi che titola **“Draghi rottama le agenzie di rating”** e riporta il pensiero del **Governatore della BCE Mario Draghi** che, di fronte alla Commissione degli Affari economici e monetari del Parlamento europeo di Strasburgo, in qualità non di presidente della BCE, ma di presidente dell'autorità Europea per i rischi sistemici (Esrb), avrebbe dichiarato (a proposito della raffica di downgrade da parte di S&P's) che *“bisognerebbe imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi”*, soggiungendo che *“tutte le agenzie hanno patito un danno di immagine e di reputazione durante questa crisi e la precedente”* e che nel settore delle Agenzie di rating *“non c'è concorrenza”*.

4)-L'articolo apparso il sul Corriere della Sera del 15/1/2012 a firma di Fabrizio Massaro che, a proposito del declassamento del 13/1/2012 dei nove Paesi dell'eurozona da parte di S&P's, titolando "L'obiettivo nascosto è indebolire l'Europa. L'America non vuole una valuta concorrente", riporta l'opinione del banchiere d'affari Guido Roberto Vitale che afferma:

"L'Italia sta facendo uno sforzo enorme per rimettere in sesto i conti, Germania e Francia cominciano a riconoscerci il merito dei sacrifici, il mercato pure; e le agenzie improvvisamente ci sparano addosso. Credo che non sia solo frutto di una rigorosa coscienza professionale ma sia anche ispirato da certi ambienti americani, conservatori in politica estera e interna, che continuano ad avere una concezione imperiale degli USA e che malvolentieri – ma secondo me in maniera molto miope – vedono la nascita di una moneta forte in Europa.

Alla domanda se le Agenzie fossero eterodirette, se ci fosse un complotto ed a che scopo, il Vitale rispondeva affermativamente rilevando che lo scopo è quello di "Evitare che l'europa prenda forma politica oltre che economica e che ci sia una moneta di riserva nel mondo diversa dal dollaro.... in realtà l'Europa dovrebbe accelerare l'unificazione politica, economica, fiscale e finanziaria, avere una Banca centrale prestatrice di ultima istanza e creare una agenzia di rating per valutare aziende e istituzioni nei quali vuole investire".

5)-L'articolo apparso sull'Avvenire del 14/1/2012 a firma di Diego Motta che, titolando a proposito del declassamento del 13/1/2012 dei nove Paesi dell'eurozona da parte di S&P's "Dietro queste bocciature ci

sono interessi americani”, riporta l’opinione del **prof. Giovanni Manghetti**, docente universitario presso la Luiss G. Carli e già presidente dell’ISVAP secondo il quale:

“la nuova bocciatura di S&P’s ai Paesi della Zona euro è come un segno dei tempi, il simbolo di un attacco inedito a tutto il vecchio continente...Dietro a S&P’s ci sono gli interessi americani che rischiano di inquinare sempre più l’autonomia delle società di valutazione internazionali. E gli Stati Uniti non sono certo spettatori disinteressati di quanto sta accadendo in Europa. Il 2012 sarà un anno elettorale negli USA e non si sa fino a quando la loro opinione pubblica potrà accettare un dollaro così debole nei confronti della moneta unica...Con le mosse delle Agenzie di rating si finisce per minare ulteriormente la stabilità dei mercati e questa debolezza si ripercuoterà su Stati come il nostro”.

6)- L’articolo apparso il sul Mattino del 14/1/2012 a firma di Alessandra Chello che intervista il prof. Quadrio Curzio, professore emerito di Economia Politica all’Univeristà Cattolica di Milano, già rappresentante degli Economisti Italiani al C.N.R. che, a proposito della raffica di downgrade dei paesi dell’Eurozona, si dice molto critico nei confronti di S&P’s e dichiara in ordine alle agenzie di rating che:

“bisogna creare subito un organismo che sia al di sopra delle parti e totalmente accreditato nella sua indipendenza di giudizio. Pazzesco davvero pensare di trovarci davanti ad un declassamento collettivo dell’intera Unione economica e monetaria; nei portafogli previdenziali si prescrive che i titoli detenuti debbano avere determinati rating: è questo un vincolo molto pericoloso. Perché se il rating scende il fondo è costretto rapidamente a liberarsi di questi titoli per una sorta di

meccanismo di espulsione automatico dal portafoglio proprio come prescrive l'assetto delle norme che ne regolano il meccanismo”.

Alla domanda se quel declassamento in massa fosse un “nuovo attacco al cuore dell’euro”, il professore risponde:

“Certo. Ecco perché la valuta europea ha bisogno di essere difesa con altri strumenti oltre quelli messi a disposizione dalla Banca Centrale. Da anni sostengo che la via migliore resta quella degli Eurobond”.

Quelle testè menzionate e testualmente riportate sono, dunque, **qualificate analisi di banchieri, accademici di chiara fama, alti dirigenti** delle massime Autorità politiche, economiche e bancarie **che** – senza conoscere i retroscena svelati dalle intercettazioni e dalle mail costituenti compendio investigativo del presente procedimento – **convergono univocamente con gli esiti delle indagini e delle emergenze processuali** fornendo una lettura unitaria di quella raffica di declassamenti decretati dall’agenzia di rating Standard & Poor’s nei confronti dell’Italia e dell’Europa.

In particolare, dalle dichiarazioni dei **due docenti universitari di economia, professori Manghetti e Quadrio Curzio**, oltre che da quelle dell’esperto banchiere d’Affari Vitale, **emerge** – in relazione a quella sequenza impressionante di downgrading (declassamenti incomprensibili persino per gli alti funzionari Barnier e Rehn) – un’**analisi ragionevolmente condivisibile** in ordine al **movente** di quelle

bocciature decretate dall'agenzia americana nei confronti di mezza Europa: un “ATTACCO” all'Euro come sistema monetario per evitare che la moneta unica “Euro” diventasse moneta di riserva e di riferimento al posto del dollaro.

Del resto anche la CONSOB, nella Nota Tecnica del 9/2/2012, rimarca la dannosità per il sistema monetario europeo di quel declassamento di massa operato il 13/1/2012 da S&P's che – per usare le parole dell'Autorità di vigilanza – sortisce l'effetto di “amplificare l'impatto sul sistema euro”; più segnatamente, il tema viene approfondito nell'apposito paragrafo *“d. Ulteriori Osservazioni”* che qui nuovamente (e testualmente) si richiama:

“Infine, un ulteriore aspetto di criticità che si intende segnalare è il fatto che S&P'S abbia diffuso congiuntamente giudizi di *downgrading* su ben 9 Paesi dell'Eurozona. Tale comportamento, anche se non appare violare alcuna nonna, ha verosimilmente avuto l'effetto di contribuire ad amplificare l'impatto sul “sistema euro”, dando agli investitori l'impressione di un peggioramento generalizzato in tale area, anche se (come detto prima) le motivazioni che hanno determinato il *downgrading* dei vari Paesi sono almeno in parte diverse.

Al riguardo, anche in considerazione degli effetti che tali decisioni possono avere sulle scelte di investimento di vari soggetti (ad es. *asset manager*, compagnie di assicurazione e altri investitori istituzionali) può risultare opportuno proporre — nell'ambito della discussione attualmente in corso della nuova proposta di Regolamento sulle agenzie di rating (cd. CRA3) — l'introduzione di misure finalizzate ad evitare tali decisioni (collettive), che spesso sono meno supportate a livello di

motivazioni rispetto a singole *rating action*, mentre possono avere un impatto molto accentuato sui mercati o sui titoli coinvolti”.

4. Le prove articolate dalla Difesa

Le emergenze istruttorie fin qui riassunte e fatte oggetto di valutazione probatoria, univocamente convergenti verso una delibazione di piena fondatezza dell'articolata ipotesi accusatoria, non sono state in alcun modo scalfite dalle faziose, improbabili e puramente assertive dichiarazioni rese in dibattimento da imputati e testi a discarico.

Per nulla convincenti, poi, i consulenti e super consulenti tecnici incaricati da S&P's: consulenti le cui valutazioni – tutte a vario titolo funzionali a fornire una parvenza di congruità, ragionevolezza e legittimità alle valutazioni ed alle informazioni finanziarie elaborate e divulgate da S&P's sull'Italia – risultano in contrasto non solo con dati e cifre provenienti da fonti ufficiali, ma con gli inconfutabili esiti delle conversazioni (via telefono e/o via mail) intervenute tra gli analisti ed i manager di S&P'S nell'arco temporale di cui ai fatti di causa.

Testi a discarico e consulenti si scontrano contro un vero e proprio muro di dati, cifre e numeri (quelli di cui ai Rapporti di Banca d'Italia) insormontabile ed in aggirabile: dati, cifre e numeri che documentano la falsificazione sistematica dell'informazione finanziaria sull'Italia perpetrata da S&P's nel periodo di interesse.

Ma esaminiamo i contributi dichiarativi forniti da imputati, testi a discarico e consulenti incaricati da S&P's.

4.a L'esame degli imputati: Moritz Kraemer e Jan Le Pallec

Analizzando le dichiarazioni complessivamente rese dagli imputati Kraemer e Le Pallec è agevole riscontrare come l'intero percorso valutativo alla base dei rating (quanto meno di quelli sull'Italia) non risulti garantito, validato, nè attuato in modo da consentire una revisione globale.

Tanto emerge dall'esame di Kraemer che, alla domanda del P.M. “*.. signor Kraemer, vorrei sapere, lei, i suoi colleghi, personale comunque dipendente dell'Agenzia Standard&Poor's conoscevate il contenuto del Regolamento Europeo 1060/2009 sull'attività di rating del credito?*”, ha risposto di non potere “*..esser sicuro che conoscessero o meno il contenuto di quel Regolamento..*”, soggiungendo di potere parlare solo per se stesso ed affermando di non sapere se il Presidente Deven Sharma, i colleghi Yann le Pallec, Ehileen Zhang e Frank Gill conoscessero il Regolamento europeo sull'attività di rating.

In ordine all'osservanza delle norme regolamentari di settore Kraemer ha, quindi, riferito di non essersi mai confrontato con gli altri imputati in ordine alle problematiche connesse all'attuazione delle procedure di analisi, ovvero in ordine alle proposte operative da intraprendere come società a seguito delle osservazioni critiche che la CONSOB italiana aveva rivolto alle metodologie di analisi di S&P's.

A tal proposito, il Kraemer ha soggiunto di “*non conoscere il contenuto della relazione*” di CONSOB e di rivestire il ruolo di “*chief global rating officer per il debito sovrano presso Standard&Poor's*”, così lasciando intendere che il ruolo apicale da lui rivestito nell'organizzazione (*chief*

global officer) lo esimeva dalle responsabilità connesse al mancato controllo e revisione di una procedura osservata e valutata sia da un Ente esterno (CONSOB), sia dagli stessi “analisti revisori interni”.

Il ruolo concretamente svolto da Kraemer in occasione dei fatti di causa – per come traspare dalle elusive risposte dallo stesso fornite, valutate alla stregua dei dati istruttori complessivamente acquisiti – si apprezza come esattamente contrario a quello che avrebbe dovuto essere all’interno di un modello organizzativo che delinea ed affida ruoli e responsabilità, sottoponendo a rigorose procedure valutative l’operato degli analisti di vari livelli di esperienza e competenza.

E’ di tutta evidenza come in nessuna organizzazione possa accadere che dati “sensibili”, come quelli “trattati” dagli analisti del debito sovrano in oggetto, possano essere lavorati e resi pubblici dal primo livello della stessa, senza una seria validazione, condivisione e approvazione dei livelli gerarchicamente superiori secondo policy aziendali in linea con la normativa di settore.

Durante l’esame dibattimentale Kraemer menziona il *primary analyst* (Zhang), il *backup analyst* nonché *team leader* (Frank Gill, lo stesso Kraemer, John Chambers, il Presidente del Comitato a suo tempo per l’Italia) ed il *lead analytical manager*, Myriam Fernandez, ma non esplicita ruoli concreti e responsabilità specifiche di dette figure professionali all’interno dell’Organizzazione direttamente derivanti dall’adozione di procedure conformi al Regolamento europeo.

In definitiva, l’esame del Kraemer è risultato fumoso e vago, non scevro da contraddizioni.

L'imputato ha dichiarato che nella qualità di manager, nel 2011, svolgeva controlli di qualità sulle analisi prodotte dai sottoposti, sebbene poi alla domanda del P.M.: *“è corretto dunque dire che lei, Kraemer, garantisce la qualità del rating e il rispetto della regolamentazione sul rating da parte degli analisti a lei sottoposti, su cui fa da supervisore?”*, il dichiarante abbia risposto di *“non poterlo garantire”*: fatto che dimostra per l'ennesima volta la mancata attuazione di procedure codificate e preventivamente adottate in conformità al Regolamento europeo, considerato peraltro che parliamo di una Agenzia di rating *“registrata”* ai sensi del medesimo Regolamento.

Risulta evidente, sia da quanto riferito dal Kraemer sia dagli esiti dell'istruttoria, la mancanza di dati validati e di analisi numeriche riproducibili, secondo una procedura codificata che fosse stata preventivamente adottata, approvata ed integrata nel sistema gestionale aziendale di S&P's, successivamente distribuita agli analisti con l'obbligo di attuazione da parte degli stessi e, previa verifica di apprendimento, di effettiva vigilanza da parte del Responsabile superiore: queste clamorose falle e lacune – tutte note sia agli analisti del debito sovrano, sia ai manager apicali (come traspare dalle intercettazioni telefoniche e dalle mail) – rendevano di fatto inaffidabili e falsate le analisi e le informazioni relative all'Italia fornite da S&P's ai mercati attraverso azioni di rating, report macroeconomici, commenti e quant'altro.

Analoghe valutazioni si impongono in ordine a quanto dichiarato (all'udienza del 4/5/2016) dall'imputato **Yan Le Pallec**, figura di primissimo piano nell'Organizzazione di S&P's che – come emerge in tutta evidenza dalle intercettazioni che qui si richiamano – risulta sempre

bene informato su contenuti e tempistiche delle azioni di rating riguardanti la Repubblica italiana.

Nel corso dell'esame dibattimentale il Le Pallec ha cercato continuamente di disincagliarsi da quelle ingombranti intercettazioni che lo vedevano **onnipresente protagonista** con un ruolo decisivo quanto ai rating di S&P's sull'Italia: un ruolo riscontrato (dalle predette intercettazioni) nei fatti e che contrasta con quello di *general manager* con funzioni gestionale ed operative, ma non di "analisi".

Sapendo bene quanto nitidamente le intercettazioni tratteggiassero il suo ruolo "concreto" nelle vicende dei rating sull'Italia, **Le Pallec** ha sminuito i propri poteri e le proprie influenze dicendo di sé: *"Il Regional Manager è un ruolo di rappresentanzacon funzioni operative e gestionali che, tenuto conto della regione, praticamente **consistevano nella definizione di strategia, esecuzione e strategia. E quando parlo di strategia, mi riferisco a due assi, l'asse geografico e l'asse prodotto. Quando parlo di asse geografico, la regione di cui ero responsabile, l'EMEA, ... la definizione e l'esecuzione della strategia che mi riguardava, significava intervenire per affrontare un problema e quindi risolvere questo dato problema.***

*La funzione riguardava soprattutto l'interazione con le persone responsabili della fase di supporto che dovevano quindi richiamare la mia attenzione sulle questioni per le quali io rivestivo l'incarico di responsabile regionale. Quindi vi do degli esempi, **funzioni relative a finanza, informatica e servizi legali**".*

Parole, parole, parole, fiumi di parole pronunciate dall'imputato che, in relazione al cruciale tema del *timing* della pubblicazione dei rating, ossia

della facoltà di decidere se anticipare o posticipare un comitato (quindi, un'azione di rating), spiega al Pubblico Ministero che *“una volta che il comitato ha assunto questa decisione, in conformità al Regolamento interno e proprio ai fini della comunicazione con l'esterno, il General Manager ha la facoltà di venire in contatto con uno degli analisti che ha presenziato al comitato. Ma questi contatti vengono chiaramente normati, perché devono avvenire in condizioni assolutamente rigorose, alla presenza di un funzionario della qualità.”*

Non chiarisce, però, l'imputato con quale ruolo e per quale motivo tecnico-funzionale il General Manager dovrebbe tenere tali contatti, atteso che (come affermato dallo stesso) *“lo scopo di tali contatti con l'analista è quello di ottenere dei chiarimenti,.. in condizioni molto severe, altamente controllate, alla presenza appunto del dipartimento qualità, che è una funzione di controllo indipendente”*.

Ci si chiede, quindi: quali chiarimenti siano stati chiesti dal General Manager EMEA agli Analisti del debito Sovrano italiano, quale “strategia” lo stesso abbia posto in essere, secondo quali policy egli abbia operato, e quali siano stati i risultati conseguiti sia prima che dopo le necessarie correzioni suggerite da Renato Panichi con mail del 13/1/2012 a Ehileen Zhang e Moritz Kraemer?

A questi interrogativi, purtroppo, non sono pervenute risposte!

Ancora: nonostante il fiume di parole pronunciate dal Le Pallec durante l'esame dibattimentale, non si è ottenuta risposta ad un altro cruciale

interrogativo che si impone a seguito delle emergenze dibattimentali fin qui commentate:

- 1) aveva Le Pallec, quale General Manager, adeguatamente supervisionato – in relazione alle proprie competenze – le attività degli analisti, le fasi di verifica, validazione e diffusione delle analisi?
- 2) aveva Le Pallec controllato che il team degli analisti sovrani avesse le risorse professionali adeguate, sia in termini di competenze analitiche che dal punto di vista del numero di risorse umane impiegate con riferimento alla ponderosità dei dati da analizzare ed ai tempi a disposizione per svolgere quelle funzioni?
- 3) aveva Le Pallec curato che l'ufficio analisi sovrane osservasse tutte le disposizioni dei Regolamenti Europei (Reg. 1060/2009 e Reg. 2006/48/CE) e tutte le policy che ne discendevano? In caso affermativo, come tale verifica era stata poi documentata?

Una cosa è certa e la dichiara l'imputato al P.M. quando – su precisa domanda – riferisce di non aver mai letto il Regolamento Europeo 1060/09 che disciplina l'attività di rating; precisamente, il **Le Pallec** afferma che dalla data dell'entrata in vigore di quel Regolamento egli non lo aveva mai studiato, avendone solo “*preso atto*”!

La sicumera mostrata dal Le Pallec durante l'esame dibattimentale va analizzata alla stregua della nota conversazione intercettata tra Deven Sharma e Maria Pierdicchi (la n.1022) quando la general manager italiana riferisce al capo mondiale Sharma: “*Franicamente, Deven, alcuni analisti ritengono che non abbiamo le capacità adeguate per gestire un rating di questo tipo in Italia in questo momento. Questo è quanto vengo a*

sapere dalle persone che partecipano anche al comitato e alle discussioni”.

Ebbene, su questo gigantesco problema di deficit di competenze fra gli analisti che si occupavano del rating sovrano dell'Italia, il General Manager EMEA Le Pallec aveva o no capacità e ruolo funzionale per incidere?

La risposta non può che essere senz'altro affermativa, se si considera la replica fornita dall'imputato alla domanda del Giudice a latere cui assicura che poteva *“disporre di risorse sufficienti, quantitativamente parlando, per l'esecuzione del lavoro”.*

Evidente, dunque, la piena responsabilità dell'onnipresente Le Pallec che, sempre in stretto contatto con gli analisti sovrani dell'Italia e con la Pierdicchi, nulla fa a fronte di quelle problematiche segnalate dalla general manager a Deven Sharma e dalla stessa ad esso Le Pallek puntualmente e ripetutamente riferite come documenta la summenzionata telefonata di cui al progressivo 1022 del 3/8/2011.

In quest'ultima telefonata – come si è illustrato pagine addietro – la Pierdicchi assicura a Sharma di avere *“riferito”* i commenti che circolavano tra gli analisti (in ordine al fatto di non avere gente capace e senior per il rating sull'Italia) sia a Myriam Fernandez che al Le Pallec soggiungendo, a tal proposito: *“...riferirò di nuovo anche a Yann...”.*

4.b L'esame dei testi a discarico Feranandez de Heredia, Panichi, Cavanaugh, Chambers e Daly.

Vale la pena fare qualche doverosa premessa.

Anzitutto giova evidenziare come i “testimoni” citati a discarico dal collegio difensivo siano (ad eccezione di Daly) tutti analisti del debito sovrano dell’Italia (ad eccezione del Panichi), tutti dipendenti di S&P’s (all’epoca dei fatti ed a tutt’oggi, con l’eccezione della Cavanaugh, in pensione), tutti potenziali compartecipi (ad eccezione del Panichi) delle decisioni culminate nelle condotte incriminate; si tratta, quindi, di **soggetti** (non attinti dalle indagini perché all’epoca ignoti e comunque non identificati) **portatori di interessi apertamente confliggenti con quella posizione di terzietà** (rispetto ai fatti da giudicare) **che dovrebbe connotare un testimone**: con le conseguenze che da ciò derivano in punto di attendibilità degli stessi.

Una seconda premessa appare doverosa, prima di analizzare le deposizioni dei testi a discarico e dei consulenti tecnici.

Tutti costoro hanno “difeso” l’operato di S&P’s sostenendo che nelle procedure di analisi del debito sovrano dell’Italia furono sempre rispettate le loro “metodologie” interne.

Ad esempio, con riguardo al declassamento del 13/1/2012, la teste Marie Cavanaugh ha dichiarato (a pag 75 verb. Sten.) che il punteggio del “fattore esterno” dell’Italia era 5 poiché “*il debito esterno totale dell’intero sistema, netto, eccedeva del 200% le entrate dai non residenti e secondo S&P’s quello era un numero elevato*”.

Orbene, è di tutta evidenza che le Metodologie interne a S&P’s (sulla cui scorta quel particolare dato poteva essere ritenuto “elevato”, facendo dire che è “elevato” in assoluto l’ammontare di debito estero per l’Italia) non possono stravolgere dati e numeri ufficiali universalmente conosciuti e conoscibili, né possono stravolgere nozioni economiche basilari

comunemente riconosciute ed utilizzate, poiché così si alimenterebbe una **informazione finanziaria falsata e fuorviante** poiché seppure (magari) coerente con una certa metodologia (nota solo agli analisti di S&P's, ma ignota agli investitori: nel nostro caso nemmeno Panichi conosceva quella metodologia, figurarsi i “profani” investitori!) ma **incoerente con dati e numeri ufficiali consultabili da tutti oltre che con concetti e categorie economiche universalmente utilizzate**, con **conseguente grave “vulnus” alla TRASPARENZA dell’informazione finanziaria** fornita ai mercati ed agli investitori (i quali ultimi verrebbero irragionevolmente onerati della approfondita conoscenza di metodologie e tecniche di analisi che interpretano dati e numeri in modo diverso da come questi sarebbero ordinariamente interpretati/interpretabili).

Ma esaminiamo partitamente i contributi dichiarativi non senza evidenziare che le deposizioni dei testi a discarico e dei consulenti tecnici si sono concentrate ed affannate – soprattutto con riguardo al 4° episodio di manipolazione informativa del declassamento del 13/1/2012 – nello sviare l’attenzione del Collegio dal punto specifico di addebito (la “falsità” dell’informazione finanziaria contenuta nel primo capoverso della motivazione – “*Ratio*” o “*Rationale*” – del downgrading dell’Italia: motivazione costituita da una presunta “*elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario*”, successivamente mutata in un presunto “*elevato ammontare in assoluto del debito estero*”) e nell’indirizzarla su altri punti del Report, assolutamente distinti da quello (sopra indicato) oggetto di imputazione.

Così, si sono soffermati sul secondo e sul terzo capoverso del Report ed hanno discusso dell’opinione di S&P's secondo cui (testuale dal comunicato stampa curato da S&P's, ossia dalla traduzione del R.U. sull’Italia) “*i costi dei finanziamenti esterni del Paese, sono aumentati*

notevolmente e potrebbero rimanere elevati per un lungo lasso di tempo nel quadro di una riduzione dei finanziamenti internazionali agli istituti di credito ed al governo italiano... Osservando i dati della BRI, notiamo un marcato e sostenuto declino dei crediti delle banche estere verso i prenditori italiani. Tale circostanza costituisce, a nostro avviso, un rischio per la sostenibilità della bilancia dei pagamenti dell'Italia, in quanto suscettibile di ridurre la capacità dei prenditori italiani di rinnovare il proprio debito a tassi di interesse bassi, accettabili per gli stessi. E' stato abbassato di conseguenza il punteggio relativo alla liquidità esterna dell'Italia (uno dei cinque fattori chiave nei criteri di assegnazione del rating sovrano da noi pubblicati).

Nel successivo capoverso (il 3° del “Razionale”) del Report, S&P's tratta un ulteriore argomento (le ulteriori ragioni della riduzione del punteggio “esterno” nel declassamento dell'Italia) su cui pure si sono soffermati testi e consulenti, ancora una volta al fine di sottrarsi all'addebito specifico sopra menzionato.

Dice S&P's che “*la riduzione del punteggio esterno riflette altresì il nostro parere di una sostanziale esposizione dell'Italia a passività esterne a breve termine. I nostri calcoli mostrano che il rapporto di indebitamento esterno a breve termine su scadenza residua supera il 100% delle entrate correnti. Riteniamo che le entrate correnti rappresentino una misura adeguata della capacità di un'economia di generare valuta estera. A nostro parere, il pagamento di interessi più elevati a creditori non residenti richiederà a sua volta maggiori risparmi domestici o minori investimenti al fine di stabilizzare il debito estero italiano al netto delle attività liquide che stimiamo al 240% delle entrate correnti al 31/12/2011.*”

Come si può notare, i concetti affrontati da S&P's nei sopra richiamati passi del Report, (concetti su cui si sono ampiamente diffusi tutti i testi a discarico e i consulenti Resti, Panizza e Zingales) sono collegati ma assolutamente distinti dall'informazione principale riguardante le ragioni del declassamento dell'Italia, chiarite nel primo passaggio del "rationale" del Report, laddove si dice testualmente "Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario".

Myriam Fernández de Heredia (esaminata il 4/5/2016), responsabile analitico del team del debito sovrano e della finanza pubblica internazionale, manager analitico per la regione Europa, Medio Oriente e Africa, era sostanzialmente il "capo" di Moritz Kraemer.

La linea funzionale di responsabilità connessa all'analisi del debito sovrano in Europa si fermava alla Fernandez che aveva, quale unico riferimento superiore, David Beers, responsabile globale.

Ha precisato la Fernandez di avere partecipato, da maggio 2011 a gennaio 2012, a tutti i comitati di rating che riguardavano l'Italia, quasi tutti presieduti da John Chambers (pari grado rispetto alla Fernandez).

Con riguardo allo **spostamento del comitato** programmato per un'azione di rating sull'Italia nell'**agosto 2011**, la teste ha riferito che **la decisione fu presa da David Beers** (capo globale dei debiti sovrani), **John Chambers**, **Moritz Kraemer** (manager analitico dei debiti sovrani in Europa) **Frank Gill** (membro del team analitico che si stava occupando dell'Italia) e **Ehileen Zhang** (analista primario per l'Italia).

Alla teste sono stati, quindi, mostrati i verbali dei comitati di rating (denominati *rating summary record* riassuntivi della decisione del comitato) che – a sorpresa – la difesa di S&P’s ha tirato fuori in udienza: documenti emersi nel processo per la prima volta e che dovrebbero essere proprio i verbali che all’epoca dei fatti (gennaio 2012) la CONSOB richiese invano – attraverso richiesta di collaborazione e assistenza internazionale – a S&P’s per il tramite della F.S.A.

La difesa ha, dunque, prodotto tali verbali asserendo ed assicurando che essi provenivano dall’Ufficio legale di S&P’s che a sua volta li aveva estratti dal Sistema informatico ufficiale di S&P’s; ha soggiunto (cfr. pag. 78 verbale stenotipico udienza 4/5/2016) che di tanto i “*legali interni di S&P’s*” avrebbero dato spiegazione al Tribunale in sede di testimonianza dibattimentale nel processo chiarendo anche perché quei verbali all’epoca non furono consegnati da S&P’s all’F.S.A.: testimonianza che, invero, non c’è mai stata.

Lo stesso difensore di S&P’s ha, quindi, esibito alla teste il verbale riepilogativo del comitato di rating del gennaio 2012 chiedendo alla Fernandez di spiegare cosa fosse scritto in quell’atto.

Senonchè dalla consultazione del documento è emerso, tanto per cominciare, che lo stesso – che avrebbe dovuto riportare la data dell’11 gennaio **2012** (data in cui si riuniva il comitato) – riportava stranamente la data dell’11 gennaio **2011**: un errore materiale su di un documento genuino ed autentico ovvero un errore materiale su un documento posticcio ed artatamente confezionato in vista dell’udienza dinanzi al Tribunale?

Dalla mail 17 (esaminata nei capitoli precedenti) si evincono con certezza le date che individuano le attività del comitato all' 11/1/2012:

Da: Fernandez De Heredia, Myriam
Inviato: 13 gennaio 2012 09.06
A: Harrison, David; Lundberg, Louise
Cc: Bjorklund, Lars
Oggetto: RISERVATO **Punteggi decisi durante il comitato sull'eurozona dell'11/1**
Sensibilità: Riservato

David, Louise,

Vi prego di prendere visione dei punteggi definitivi e delle variazioni riportati qui di seguito. Si tratta di informazioni riservate. Vi prego di inoltrarle soltanto in base al principio della necessità di sapere.

Grazie

Myriam

Il verbale tirato fuori a sorpresa dal difensore in dibattimento e datato dunque **11 gennaio 2011** (un anno prima dei fatti di causa), apparentemente compilato il 6 gennaio 2011, non è risultato accompagnato da documenti di qualsiasi tipo che ne attestassero la veridicità con riferimento alla data di emissione e relativa approvazione da parte del Comitato: non vi è un listato dell'archiviazione elettronica del documento (ivi incluso l'allegato tecnico RAMP, meglio descritto di seguito), non vi è una firma elettronica certificata del documento emesso, nessuna traccia di trasmissione a mezzo posta elettronica certificata (pec) dello stesso ai componenti del Comitato, di una restituzione da parte dei componenti del Comitato (a mezzo pec) del verbale sottoscritto con firma digitale: niente di niente.

Commentando quegli inediti pezzi di carta che dovrebbero costituire il “verbale” del comitato di rating del gennaio 2012, la teste ha spiegato (pag. 85 del verbale stenotipico) che era l’analista primario (quindi la Zhang) a compilare il verbale e che, una volta che la decisione relativa ai punteggi ed al rating era presa, il documento veniva controllato dal presidente del comitato, nella fattispecie John Chambers.

L’analisi dei “punteggi” rappresentati su quei pezzi di carta che dovrebbero certificare le riunioni e le decisioni del comitato di rating chiamato a decidere sull’Italia è stata condotta lungamente dalla teste a discarico: ma si tratta di una analisi assolutamente irrilevante ai fini di prova dei fatti in contestazione.

I calcoli e gli aggiustamenti (apportati ai fattori di rischio) di cui alle metodologie di analisi di S&P’s menzionati dalla Fernandez, infatti, nulla tolgono all’informazione finanziaria senz’altro “falsa” contenuta nell’azione di rating del 13/1/2012 e rappresentata dalla più volte richiamata motivazione “ufficiale” dell’R.U. sull’Italia (inerente l’ammontare “elevato” della quota estera di debito pubblico e bancario italiano).

E’ stato pure riferito che le prime due colonne presenti nel Verbale (indicative del rating esistente e del rating raccomandato) erano pre-compilate da un’unità analitica di supporto sulla base dei documenti trasmessi dall’analista primario, mentre la terza colonna – riportante – il rating finale e deciso dal comitato, veniva compilata (non contestualmente alla deliberazione del comitato, ma) nei giorni seguenti la decisione: quindi, deve osservarsi, senza garanzia alcuna di fedele corrispondenza tra quanto deciso in sede di comitato e quanto successivamente riportato nel documento!

A tal proposito è illuminante la domanda che proprio il Presidente del Collegio giudicante rivolge alla teste: “*..ma è regolare compilare la parte del verbale relativa al punteggio, che diciamo è la decisione, il giorno successivo?*”.

Resta il fatto che questi documenti, privi dei predetti riscontri di certificazione, potrebbero risultare errati (visto che venivano compilati nei “*giorni seguenti*” la decisione, neppure entro il giorno dopo) se non addirittura manipolati rispetto ai punteggi assegnati dal comitato l’11 gennaio 2012: punteggi decisi, peraltro, in sede di una conferenza telefonica (“*roll call*”), onde non si aveva neppure certezza dei soggetti partecipanti in qualità di componenti del Comitato!

Per non dire del fatto che quei verbali non sono neppure precisamente collocabili temporalmente con riferimento al controllo operato dal presidente del comitato John Chambers: anche qui, dunque, si brancola nel buio.

La Fernandez ha spiegato che i criteri di giudizio si basano sulle metodologie pubbliche e che nella assegnazione di punteggi si aveva una scala da 1 a 6 dove 1 era il punteggio migliore e 6 il peggiore.

Con riferimento al fattore “*rischio estero*” o “*external risk*”, la Fernandez (attraverso l’interprete Clinca) ha chiarito, rispondendo al difensore (pag. 90 verb. Sten.), che l’Italia aveva un punteggio basso (4) per il fattore “esterno” poiché si caratterizzava per un “*elevato livello di debito estero*”...*cioè verso creditori esteri... non solo del governo italiano, ma riguarda entrambi, il settore pubblico e privato.*

Orbene, confrontando queste informazioni con quelle rivenienti dai dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's, segnatamente con le informazioni ricavabili dal Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011 pubblicato da Banca d'Italia (dati illustrati nel paragrafo sui fondamentali dell'economia italiana nel 2011), rileviamo **la assoluta infondatezza delle affermazioni della Fernandez.**

Ed invero, nella presentazione di quel *Rapporto del novembre 2011* (antecedente alle azioni di rating di S&P's del dicembre 2011 e del 13/1/2012!) il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco scriveva (pag. 5) dei numerosi punti di forza della nostra economia, fra questi il **“contenuto debito estero”**.

Queste le parole del Governatore: “...*la nostra economia ...presenta elementi di forza esaminati in questo Rapporto: la tendenza al riequilibrio dei conti pubblici; il basso indebitamento privato; l'assenza di squilibri sul mercato immobiliare; il contenuto debito estero.*”

Ancora, pag. 8 di quel Rapporto si valorizza nuovamente “*il contenuto livello del disavanzo di bilancio rispetto ad altre maggiori economie, il basso indebitamento del settore privato, la solidità delle banche, il limitato debito estero...la situazione finanziaria delle famiglie è nel complesso solida. Il grado di indebitamento è contenuto...*”

Si prosegue, quindi dicendo che “*Per l'Italia la quota del debito pubblico detenuto da non residenti è pari al 42%, a fronte del 52 in media per l'area dell'euro. Una bassa quota di debito detenuto da operatori esteri*”

è generalmente considerata positivamente nella valutazione del rischio sovrano, sia per una maggiore predisposizione degli investitori nazionali a mantenere l'esposizione nei confronti del proprio paese, sia per un maggiore incentivo dei governi a onorare gli impegni presi con i creditori connazionali".

Nel riquadro "I detentori di debito pubblico e di titoli di Stato italiani" di pag. 60 del Rapporto sulla stabilità finanziaria del 3/4/2012 si evidenzia che **nel giugno 2011** la consistenza del **debito pubblico italiano** ammontava a **1.900 miliardi**. La quota detenuta da non residenti, pari al 39,2 per cento è relativamente contenuta nel confronto internazionale. *All'interno del debito pubblico complessivo, i titoli di Stato rappresentano circa quattro quinti del totale. Tra i detentori residenti, le famiglie sono le prime, seguite dalle banche, dalle compagnie di assicurazione e dai fondi comuni*".

Quanto all'ammontare del **Debito del Settore Bancario** italiano ed alla sua ripartizione tra residenti e non residenti, a pag. 30 del Rapporto sulla sostenibilità finanziaria n. 3 del 3/4/2012 pubblicato da Banca d'Italia si dice che a fine febbraio 2012 la raccolta delle banche italiane era costituita per il 47,5 % da depositi sull'interno, per il 25,3 % da obbligazioni e per l'8,4% da passività nei confronti della BCE (fig. 3.12). La parte restante (**poco meno del 20%**) era rappresentata da passività sull'estero.

Sempre nel medesimo Rapporto a pag. 30, nel riquadro "La Raccolta sull'estero delle Banche Italiane", si precisa che a fine del 2011 le passività estere lorde delle banche italiane (escluso l'Eurosistema)

ammontavano a 870 milioni di dollari, pari al **21% delle passività complessive**.

Ed allora, nel 2011 nel nostro Paese le componenti maggiori del **debito lordo estero** erano quella pubblica e quella bancaria;

-la quota di debito pubblico italiano detenuta da creditori esteri era il 39,2%, sotto il 50% e sotto la media dell'area dell'euro pari a circa il 52,1%;

-la quota di debito bancario detenuta da creditori esteri era pari al 20-25%

Riportiamo nuovamente l'immagine della tabella “*Sostenibilità dei conti pubblici*” (pag. 13 del Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011) da cui si evince una condizione dell'Italia migliore di tutti gli altri Paesi dell'area euro (fa, in alcuni punti, meglio di noi solo la Germania), oltre che in confronto con gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Giappone.

LA SOSTENIBILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Il deterioramento delle prospettive di crescita globale e l'aumento dell'avversione al rischio hanno fortemente accresciuto l'attenzione posta dagli investitori sul livello dei debiti sia pubblici sia privati, a scapito dell'analisi prospettica della solvibilità degli emittenti. Un tale orientamento ha contribuito a rendere più onerose le condizioni di finanziamento per lo Stato italiano; esso potrebbe tuttavia non tenere pienamente conto dei punti di forza della nostra economia, quali la prudenza seguita nella conduzione della politica fiscale negli anni recenti, la salda situazione patrimoniale di famiglie e imprese, il basso indebitamento estero, l'assenza di squilibri nel settore immobiliare e la solidità del sistema bancario (cfr. anche il par. 1.3 e i capitoli 2 e 3).

Indicatori di sostenibilità finanziaria

(in percentuale del PIL)

	Disavanzo pubblico (1)			Avanzo primario (1)			Debito pubblico (1)		
	2010	2012	2013	2010	2012	2013	2010	2012	2013
Italia	4,6	2,4	1,1	-0,1	2,6	4,1	118,4	121,4	120,1
Germania	4,3	1,1	0,8	-1,8	0,8	1,2	83,2	81,9	81,0
Francia	7,1	4,6	4,0	-4,6	-2,1	-1,4	82,3	89,4	90,8
Spagna	9,3	5,2	4,4	-7,4	-3,1	-2,1	61,0	70,2	72,8
Grecia	10,6	6,9	5,2	-5,0	0,8	3,3	144,9	189,1	187,9
Portogallo	9,8	4,5	3,0	-6,8	0,1	1,9	93,3	111,8	114,9
Irlanda	31,3	8,6	6,8	-28,2	-4,4	-1,5	94,9	115,4	118,3
Area euro	6,2	2,3	....	....	....	....	85,4	....	....
Regno Unito	10,3	7,0	5,1	-7,3	-4,1	-2,2	79,9	84,8	85,9
Stati Uniti	10,3	7,9	6,2	-8,4	-6,3	-4,6	94,4	105,0	108,9
Giappone	9,2	9,1	7,8	-8,1	-7,7	-6,2	220,0	238,4	242,9

	Caratteristiche del debito pubblico			Indicatori di sostenibilità			Debito privato a fine 2010		Posizione verso l'estero a fine 2010	
	Quota in scadenza più disavanzo nel 2012	Vita media residua dei titoli di Stato nel 2011 (anni)	Quota detenuta da non residenti nel 2011 (2) (in percentuale del debito)	Indicatore S2 (3)	Indice di vulnerabilità (4)	Indicatore FMI (5)	Famiglie	Imprese non finanziarie	Saldo di conto corrente	Posizione netta sull'estero
Italia	23,5	7,2	42,4	2,3	0,41	4,1	45,0	81,1	-3,5	-24,0
Germania	10,5	5,6	50,1	5,0	0,18	4,6	61,6	65,4	5,7	38,4
Francia	20,8	7,0	57,9	5,5	0,32	7,9	55,1	104,7	-1,7	-10,0
Spagna	20,6	6,2	42,1	12,0	0,52	10,4	85,8	140,5	-4,6	-89,5
Grecia	16,5	6,9	55,1	....	0,60	19,0	60,7	62,9	-10,1	-95,8
Portogallo	22,3	6,0	50,3	....	0,61	13,8	95,2	152,2	-10,0	-107,4
Irlanda	13,9	6,2	55,6	15,2	0,48	13,5	119,0	185,9	0,5	-90,9
Area euro	....	....	52,1	6,4	....	....	66,3	101,4	-0,5	-13,4
Regno Unito	14,7	13,9	23,1	9,8	0,41	13,3	114,2	100,1	-2,5	-13,5
Stati Uniti	30,4	5,1	29,6	....	....	17,0	91,7	74,3	-3,2	-17,0
Giappone	58,6	5,8	6,5	....	....	14,3	62,2	96,6	3,6	52,5

Fonte: FMI, Eurostat, BCE, Commissione europea, conti finanziari e bilance dei pagamenti nazionali.

(1) I dati del 2010 dei paesi della UE sono tratti dal comunicato stampa dell'Eurostat del 21 ottobre 2011 e incorporano le più recenti revisioni apportate sia ai dati di bilancio sia al PIL. Le previsioni per il 2012 e per il 2013 (FMI, *Fiscal Monitor*, settembre 2011) si fondano su valori di consumo per il 2010 precedenti quest'ultimo aggiornamento. - (2) La quota relativa all'area dell'euro si riferisce al 2010. - (3) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL (rispetto al valore del 2010) necessario, date le proiezioni demografiche e macroeconomiche, a soddisfare il vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche; la stima tiene conto del livello del debito, delle prospettive di crescita dell'economia, dell'evoluzione dei tassi di interesse e del flusso degli avanzi primari futuri, su cui influisce la dinamica delle spese legate alla demografia. I dati sono tratti dalle valutazioni della Commissione europea dei più recenti programmi di stabilità e di convergenza, che riportano aggiornamenti dei valori presentati nel *Sustainability Report 2009*. - (4) Indice costruito sulla base di un ampio insieme di variabili fiscali e macrofinanziarie: un valore superiore a quello soglia (stimato, sulla base di episodi passati, pari a 0,51) segnala la possibilità di una crisi fiscale; stima provvisoria della Commissione europea, *Report on Public Finance in EMU 2011*. - (5) Aumento del rapporto avanzo primario/PIL che deve essere conseguito entro il 2020 (e mantenuto per un altro decennio) per portare il rapporto debito/PIL al 60 per cento entro il 2030. Il valore include l'aumento previsto delle spese in campo sanitario e pensionistico tra il 2010 e il 2030.

Operando un raffronto degli Indicatori di sostenibilità finanziaria (espressi in percentuale del PIL) con riguardo all'Italia ed agli altri Paesi europei Germania, Francia, Spagna, Grecia, Portogallo ed Irlanda, nonché a Regno Unito, Stati Uniti e Giappone, rileviamo come **la situazione economica dell'Italia sia praticamente sempre la migliore!**

Il “*disavanzo pubblico*” dell'Italia, pari al 4,6% al 2010 (con previsione al 2,4% al 2012) è al di sotto della media dell'area euro (6,2) ed è più basso di quelli di tutti gli altri Paesi sopra menzionati (ad eccezione della Germania che con il suo 4,3% si stacca dal nostro Paese di una incollatura).

L'*avanzo primario*” dell'Italia, pari al -0,1% al 2010 (con previsione al 2,6% al 2012), è
è al di sopra della media dell'area euro ed è di gran lunga più alto di quello di tutti gli altri Paesi sopra menzionati.

Il *debito pubblico* dell'Italia al 2010, sicuramente alto e pari al 118,4% del PIL, pur essendo sopra la media dell'area euro (85,4) cresce a ritmo inferiore rispetto a quello degli altri Paesi sopra indicati (fa meglio solo la Germania).

La *quota di debito pubblico detenuta da non residenti* nel 2011 (in percentuale del debito) dell'Italia, pari al 42,4 % nel 2010 (più avanti, a pag. 60 il Rapporto parla del **39,2% a giugno del 2011**) è – si badi bene – al di sotto della media dell'area euro (52,1) ed è la più bassa tra tutti i Paesi sopra menzionati dell'area euro.

In ordine al *debito privato di famiglie e imprese non finanziarie*, l'Italia è messa meglio di tutti i Paesi sopra menzionati, dell'area euro e non.

Il debito delle famiglie a fine 2010 è del 45,0 %, inferiore alla media dell'area euro che reca un 66,3.

Sulla “*Condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*” a pag. 26 del documento in analisi si sostiene che “*nel confronto internazionale la ricchezza totale netta delle famiglie italiane è particolarmente elevata... il valore delle attività finanziarie delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto pressoché invariato e superiore a quello degli altri principali paesi dell'area dell'euro... Il debito finanziario delle famiglie italiane in rapporto al reddito disponibile è cresciuto negli anni più recenti... nel confronto internazionale rimane basso*”.

A pag. 40, in ordine all'**esposizione delle banche italiane al rischio sovrano nell'area dell'euro**, si dice che “*l'esposizione in crediti e titoli delle banche italiane verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, ammontava a 36 miliardi, pari all'1,3 % delle attività totali, un importo molto contenuto nel confronto internazionale*”.

Sarebbe sufficiente fermarsi qui per trarre le dovute conclusioni in ordine allo scarsissimo coefficiente di attendibilità del teste, ma vale la pena proseguire nell'analisi delle dichiarazioni complessivamente rese.

Alla precisa domanda del Giudice (cfr. pag. 111 verbale stenotipico) “**fu il rischio estero a determinare il doppio declassamento, tenuto conto del**

fatto che gli altri punteggi erano invariati?” la teste ha risposto affermativamente (Sì, è corretto).

Quindi, per quanto attiene ai due punteggi negativi la teste ha evidenziato che:

- il primo aggiustamento negativo rifletteva il “risk of rapid market deterioration”, ossia il rischio di un deterioramento rapido del mercato.

Dice la Fernandez sul punto, che “questo criterio di aggiustamento è stato votato dall’analista primario...raccomandato e proposto dall’analista primario e votato dal Comitato. Si riferisce al fatto che possa essere più difficile rifinanziare il debito...indica il fatto che il costo del rifinanziamento del debito esterno sia pubblico che privato possa continuare ad aumentare”.

- il secondo aggiustamento negativo rifletteva “l’elevato livello di debito esterno di breve periodo”.

Dichiara la Fernandez che tale aggiustamento si calcolava utilizzando una “formula matematica...l’analista primario non l’aveva inserito nelle sue raccomandazioni”.

La teste, sul punto, ha chiarito che il Comitato decise che “il miglior modo di interpretare il livello di debito esterno fosse quello di prendere il debito di breve termine e considerare la scadenza rimanente”: fatto che determinava l’introduzione dell’aggiustamento negativo sul parametro “livello di debito esterno di breve periodo”.

Ha, quindi aggiunto la Fernandez che quel criterio fu applicato a tutti i Paesi e che ciò non accadeva per la prima volta.

Alla più che pertinente domanda del Giudice (cfr. pag. 94 del verbale stenotipico) che chiedeva “*E come mai Zhang non l’aveva applicato concretamente (quel criterio N.d.A.) visto che c’era l’esperienza pregressa?*”, la risposta della Fernandez è stata la (cfr. pag. 94 del verbale stenotipico) “*lei stava applicando i nostri criteri, e **la nostra metodologia in riferimento a questo aspetto è silente**. Quindi si esprime in termini di shorting debt, quindi di debito a breve termine senza specificare se vi è una scadenza prossima oppure rimanente. E il comitato decise che il miglior modo per interpretarlo fosse di considerarlo una scadenza rimanente”.*

Come si può notare, si mescolano dati, concetti, grandezze e tutto finisce in un calderone pur di spostare l’attenzione del Tribunale dal punto specifico di addebito: la motivazione ufficiale del declassamento dell’Italia nella duplice versione del Research Update in precedenza ampiamente esaminato.

In realtà, con riferimento a quel fattore di vulnerabilità ai rischi di finanziamento esterni rappresentato – secondo l’opinione espressa da S&P’s nel Rapporto sull’Italia – dal c.d. fattore estero o esterno, **vale la pena qui rammentare quello che afferma Panichi molto chiaramente nella nota mail inviata a Zhang e Kraemer** quando ricorda loro che uno dei punti di forza del nostro sistema bancario era rappresentato dal “*limitato ricorso delle banche ai finanziamenti esterni e wholesale*”.

Queste, precisamente, le inequivocabili parole utilizzate dal Panichi “...vedo una frase, all’inizio, dove dite: “Crescente vulnerabilità dell’Italia ai rischi legati ai finanziamenti esteri, dato l’elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri””.

Ehileen, ieri non mi hai letto quella frase e non è corretto dire che vi è un elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri. In realtà è proprio il contrario: uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il limitato ricorso ai finanziamenti esteri e wholesale.

Per favore togliete il riferimento alle banche!

Dunque, a dire di Panichi (l’analista super esperto di sistema bancario) **non vi era alcun rischio finanziario esterno per il settore bancario italiano!**

E per il settore pubblico? Idem, e se ne è parlato abbondantemente.

La Fernandez, tuttavia, continua a introdurre concetti che con l’imputazione specifica non ci azzeccano nulla e spiega che in quel momento storico l’Italia stava rifinanziando il debito a lungo termine con debito a breve termine e che questo determinò un aggiustamento negativo votato per l’Italia dal Comitato per *“l’alta percentuale di debito a breve termine...perché il debito esterno, i debiti a breve termine dell’Italia era al di sopra del 100% dei cosiddetti current account receipts”*.

Più avanti, quando alla Fernandez si è chiesto di riferire sulla posizione dell’analista Renato Panichi, la teste (che aveva dichiarato in esordio di deposizione di avere partecipato a tutti i comitati di rating sull’Italia dal

maggio 2011 al gennaio 2012) – su precisa domanda del difensore che le chiedeva (cfr. pag. 95 verbale stenotipico) se quell’analista Panichi avesse *“mai partecipato ai comitati in cui lei era presente come osservatore o come...”* – ha risposto seccamente con un *“No”*.

Ha quindi proseguito dicendo che Panichi *“non poteva partecipare ad alcun comitato relativo all’Italia perché, diciamo, deteneva titoli di Stato”....”*.

Allorché, poi, il pugnace difensore ha ricondotto alla memoria della teste la vicenda della interlocuzione di Panichi sul *Research Update* dell’azione di rating del 13/1/2012, chiedendole se quella interlocuzione fosse legittima o meno, la teste ha risposto che quell’interlocuzione era legittima spiegando (cfr. pag. 96 verbale stenotipico):

“...dopo la consultazione con nostro team che si occupa di compliance, concordavano sul fatto che noi potessimo mostrare a Renato il Research Update perché qualcuno che abbia un conflitto di interessi, non può partecipare ad alcun comitato, né può prendere parte alla decisione relativa al rating per il quale sussista un conflitto di interessi. Ma una volta che la decisione sul rating sia stata adottata, noi possiamo, diciamo, condividere quella decisione con la persona in questione”.

Quindi, alla domanda del difensore su chi avesse detto che poteva seguirsi questa prassi, la Fernandez ha risposto: *“il nostro dipartimento che si occupa di compliance”*.

In conclusione, la Fernandez ha negato che Panichi potesse partecipare ai comitati sull’Italia, ma ha dichiarato legittima la sua interlocuzione sul rating dell’Italia dopo che il comitato aveva deciso.

Sebbene sia difficilmente comprensibile la “logica” che sottende queste dichiarazioni, la smentita ulteriore (dopo quella riveniente dai dati ufficiali sull’ammontare della titolarità di debito pubblico e privato estero) dell’autorevole analista emerge dall’analisi della **telefonata n. 931 del 3/8/2016** (esaminata nel paragrafo sulle intercettazioni) intercorsa tra la general manager Maria Pierdicchi e Paola Valentini da cui emerge chiaramente che **al comitato di rating sull’Italia partecipava anche il buon Renato Panichi (alla data dell’agosto 2011!)**.

Riportiamo in estratto quella telefonata, soffermandoci sui riferimenti a Panichi – indicato in telefonata col solo nome come “Renato” (che inequivocabilmente identifica Panichi Renato, stante il tenore della conversazione) – ed al Comitato di rating sull’Italia dell’agosto 2011, quello che verrà “*spostato*” in relazione all’evoluzione della situazione politica italiana.

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289
IN USO A MARIA
PROGRESSIVO N. 931 DEL 3 AGOSTO 2011 ORE 09:25,26
TELEFONATA IN ENTRATA DAL N. 335/7784621



MARIA: Ehi Paola!

PAOLA: Maria!

MARIA: Ciao.

PAOLA: Ciao. Ciao.

MARIA: Stavo riguardando gli ultimi (*incomp*) *point*. No, ti volevo chiedere: cos’è che hai saputo di più quindi ieri poi, dato il tuo SMS?

PAOLA: Perché **ero con Renato ieri sera...**

MARIA: Eh!

PAOLA: ...e gli sono arrivate a lui le mail...

MARIA: Eh!

PAOLA: ...da parte di... di...

MARIA: Di...!

PAOLA: ...di David Harrison, mi sembra?!

MARIA: Eh!

PAOLA: E in copia... o di Frank e in copia gli altri... ehm...
tra cui Renato, dicendo che il comitato... che avevano
parlato con John Chambers a New York, che erano...
che il comitato era spostato a data da destinarsi.

MARIA: E beh! E beh!

PAOLA: <Sovrapposizione di voci> ...anche aveva mandato una
mail, spiegando che... insomma, dell'evoluzione a livello
politico, che, sai, Berlusconi andrà da Napolitano a parlare,
che... <Sovrapposizione di voci>

MARIA: Ah!

PAOLA: ...potrebbe esserci la possibilità per un Governo Tecnico,
perché Berlusconi è sotto pressione, quindi diceva:
“Prendiamo tempo e vediamo come vanno le...”
<Sovrapposizione di voci>

MARIA: Aaah! Bravo Frank! Bravo Frank! Giusto.

PAOLA: Per cui...

MARIA: Comunque il motivo non è solo quello, eh! Che gli hanno
anche chiesto di spostare. No?!

PAOLA: E sì! Sì, sì, esatto.

MARIA: Uhm! Però è vero che l'evoluzione potrebbe essere in agosto non ora, quindi..! Va beh, okay.

PAOLA: Meglio così per noi.

MARIA: <Sovrapposizione di voci> ...insomma, è sicuro?

PAOLA: Sì.

MARIA: Benissimo. Va beh, aspettiamo...”.

L'inattendibilità complessiva delle dichiarazioni complessivamente rese dalla Fernandez si ricava, in definitiva, sia dalla serie di dati ufficiali forniti dal P.M. al Collegio all'udienza del 29/9/2016 (attestanti che non poteva in alcun modo parlarsi di elevata titolarità estera del debito bancario, come di quello sovrano), sia dalle intercettazioni e, segnatamente, da quella che si è sopra richiamata (attestante l'ordinaria ed abituale partecipazione del Panichi ai comitati che deliberavano le azioni di rating sul debito sovrano dell'Italia, con conseguente ordinaria ed abituale violazione di regole e policy sui conflitti di interesse).

Renato Panichi, escusso come teste a discarico all'udienza del 29/9/2016, è l'autore della “famosa” mail scambiata con i colleghi Zhang, Kraemer e Harrison di cui si è più volte trattato: una mail nella quale, il giorno stesso del doppio declassamento dell'Italia e poco prima che lo stesso fosse divulgato ai mercati, Panichi esortava i predetti colleghi a modificare una parte sostanziale della motivazione di quel downgrading poiché fondata su una informazione finanziaria errata ed addirittura contraria alla realtà: esortazione, tuttavia, caduta nel nulla!

Il Panichi ha riferito di lavorare in Standard & Poor's come analista finanziario da almeno 15 anni e di essersi occupato di analisi per Banche e istituzioni finanziarie per i primi 12 anni, svolgendo detta attività in relazione agli istituti di credito italiani, spagnoli, portoghesi, austriaci, tedeschi e dell'Europa dell'est; ha riferito di essersi occupato anche di implementazioni della nuova metodologia sulle banche nel corso del 2011.

Nel 2011-2012 era responsabile del sistema bancario italiano e del rating di alcune banche italiane come Banca Intesa e Unicredit.

Alla domanda del difensore se nel 2011 e 2012 partecipasse ai comitati del rating per il debito sovrano, ha risposto di no (cfr. pag. 7 verb. Sten) nei seguenti termini:

“Non partecipavo ai comitati nel 2011, 2012, vi ho partecipato fino al 2010, questo perchè? Per una situazione legata ad un potenziale conflitto di interessi si era preferito fare partecipare un altro analista che non avesse proprietà di titoli di Stato. In questa situazione vi erano oltre al sottoscritto, anche l'analista secondario del sistema bancario italiano”.

Detta risposta risulta, tuttavia, smentita dal contenuto delle intercettazioni telefoniche che documentano come il Panichi prendesse parte ai comitati del rating sovrano italiano nell'agosto del 2011.

Tanto emerge inconfutabilmente dalla telefonata **n. 931 del 3/8/2016** (esaminata nel paragrafo sulle intercettazioni) intercorsa tra la general Maria Pierdicchi e Paola Valentini ove si parla chiaramente del fatto che al comitato di rating sull'Italia partecipava anche il buon Renato Panichi.

Riportiamo di seguito la conversazione.

RIT 398/11 UTENZA MONITORATA 335/5690289

IN USO A MARIA

PROGRESSIVO N. 931 DEL 3 AGOSTO 2011 ORE 09:25,26

TELEFONATA IN ENTRATA DAL N. 335/7784621



MARIA: Ehi Paola!

PAOLA: Maria!

MARIA: Ciao.

PAOLA: Ciao. Ciao.

MARIA: Stavo riguardando gli ultimi (*incomp*) *point*. No, ti volevo chiedere: cos'è che hai saputo di più quindi ieri poi, dato il tuo SMS?

PAOLA: Perché ero con Renato ieri sera...

MARIA: Eh!

PAOLA: ...e gli sono arrivate a lui le mail...

MARIA: Eh!

PAOLA: ...da parte di... di...

MARIA: Di...!

PAOLA: ...di David Harrison, mi sembra?!

MARIA: Eh!

PAOLA: E in copia... o di Frank e in copia gli altri... ehm...
tra cui Renato, dicendo che il comitato... che avevano parlato con John Chambers a New York, che erano... che il comitato era spostato a data da destinarsi.

MARIA: E beh! E beh!

PAOLA: <Sovrapposizione di voci> ...anche aveva mandato una mail, **spiegando** che... insomma, **dell'evoluzione a livello politico, che, sai, Berlusconi andrà da Napolitano a parlare, che...** <Sovrapposizione di voci>

MARIA: Ah!

PAOLA: ...**potrebbe esserci la possibilità per un Governo Tecnico, perché Berlusconi è sotto pressione, quindi diceva: “Prendiamo tempo e vediamo come vanno le...”**
<Sovrapposizione di voci>

MARIA: Aaah! **Bravo Frank! Bravo Frank! Giusto.**

PAOLA: Per cui...

MARIA: Comunque il motivo non è solo quello, eh! Che gli hanno anche chiesto di spostare. No?!

PAOLA: E sì! Sì, sì, esatto.

MARIA: Uhm! Però è vero che **l'evoluzione potrebbe essere in agosto non ora,** quindi..! Va beh, okay.

PAOLA: **Meglio così per noi.**

MARIA: <Sovrapposizione di voci> ...insomma, è sicuro?

PAOLA: Sì.

MARIA: Benissimo. Va beh, aspettiamo...”.

Probabilmente, dunque, il Panichi non ricordava bene quando ha risposto alla domanda del difensore sopra richiamata.

Deve, peraltro, ritenersi che Panichi non ricordasse bene neppure quando ha rappresentato al Tribunale senza tentennamenti, rispondendo alla puntuale domanda del difensore che gli chiedeva l'ammontare di titoli di Stato da lui posseduti all'epoca dei fatti ed a base del suo “conflitto di

interessi” (che avrebbe dovuto inibirgli la partecipazione al comitato del rating sovrano dell’Italia), di possedere solo “*qualche migliaia di euro*”, salvo poi – dopo una ventina di giorni – comunicare per iscritto al Tribunale che all’epoca egli possedeva circa 180 mila euro.

Il teste – citato dalla difesa di S&P’s per smontare il contenuto chiaro ed inequivoco di quella mail (favorevole alla tesi della Pubblica Accusa) del 13/1/2012 – ha dichiarato che era “prassi per gli analisti bancari condividere con gli analisti sovrani la parte del comunicato stampa relativa ad una azione di rating sovrano in cui si menzionano le banche”: peccato che di questo genere di prassi non vi sia traccia nelle metodologie di S&P’s!

Ma vi è di più.

Di scarsa credibilità è apparso, conclusivamente, il contributo dichiarativo del Panichi, evidentemente intenzionato a non rendere dichiarazioni scomode o compromettenti per la società S&P’s per la quale lavorava (e tuttora lavora) e dalla quale ha riferito – su domanda del Giudice a latere – di avere ottenuto, dopo i fatti di causa, importanti avanzamenti economici e di carriera.

Ma qual è la “versione” fornita dal Panichi in sede di esame testimoniale con riferimento alla famosa mail da lui inviata a Zhang e Kraemer, oltre che all’analista e manager apicale David Harrison?

Scrivendo Panichi poche ore prima che il declassamento dell’Italia fosse divulgato ai mercati:

“Ciao Ehileen e Moritz,

Ho provato a chiamarvi entrambi.

Ho qui il RU sull'Italia e vedo una frase, all'inizio, dove dite: “Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi legati ai finanziamenti esteri, dato l'elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri”.

*Ehileen, ieri non mi hai letto quella frase e **non è corretto** dire **che vi è un elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri**. **In realtà è proprio il contrario**: uno dei punti di forza delle banche italiane è stato il **limitato ricorso ai finanziamenti esteri e wholesale**.*

Per favore togliete il riferimento alle banche!

Grazie”

Il Panichi ha spiegato che quando lesse quella frase che parlava di “elevata titolarità estera del debito del settore bancario” italiano pensò che essa potesse **“creare dei fraintendimenti, delle confusioni, soprattutto a livello di investitori di titoli di debito bancario, questo perché nella nostra metodologia – quando dico “nostra” mi riferisco a noi analisti bancari – l'esposizione, diciamo la titolarità estera del debito non è elevata, non è un punto di preoccupazione. Nel comunicato invece si faceva riferimento al fatto che l'esposizione dello Stato e del Governo era elevata. Ora, io sapevo, intuitivo leggendo la frase che l'analista sovrano si riferiva alla totalità dell'esposizione italiana, che è effettivamente elevata. Però questo non mi bastava, perché **pensavo che qualcuno da una lettura sommaria di quella frase potesse invece capire che la sola esposizione delle banche verso l'estero fosse elevata**. **E questo invece non era corretto**. **Quindi,****

considerata anche la situazione del mercato...ho ritenuto di invitare il collega sovrano ad aggiustare la frase, quindi a rimuovere il riferimento alle banche. A questo punto l'analista sovrano mi ha chiesto i dati quantitativi che erano alla base della mia richiesta, glieli ho forniti e l'analista mi ha risposto che loro seguivano una metodologia diversa. A questo punto ne ho preso atto e lo scambio di mail è finito lì.
...Specifico meglio, l'esposizione dell'Italia, la titolarità estera del debito dell'Italia era elevata, sia su base lorda che su base netta. Quello che invece io volevo che venisse aggiustato è il fatto che facendosi riferimento a Stato e Banche, qualcuno soprattutto investitori in titoli bancari, potessero invece pensare che quella frase si riferisse solo alle banche. Quindi ho chiesto di aggiustare, appunto, questo punto...Questo perché la nostra metodologia bancaria non considera la titolarità estera del debito italiano, come elevata".

Proseguendo nella deposizione, il Panichi ha dichiarato (pag. 11 verb. Sten): "...i criteri del sovrano in quel momento non conoscevo particolarmente, non vi è contrasto tra i due criteri...però vi è una diversa prospettiva. Quindi per l'analista sovrano quello che conta è l'esposizione dello Stato, se in questa sia coinvolta, sia fatta di banche...lo Stato è fatto da Governo, chiamiamolo anche Stato, o da Corporates, aziende, o da banche, dal loro punto di vista non è rilevante, si considera la somma. Mentre invece dal nostro punto di vista di analisti bancari, la distinzione è molto importante, è rilevante".

Segue, quindi la domanda con cui il difensore richiede al Panichi – che aveva appena finito di dichiarare di non avere partecipato al “comitato” perché in conflitto di interessi – se il comitato avesse avuto, comunque,

dubbi o discussioni su quel declassamento (“*senta ma solo per chiudere su questo tema, sul punto di sostanza, sul contenuto, quindi su quello che era effettivamente il contenuto dell’azione di rating deliberata dal comitato sovrano, voi avevate dei dubbi, delle discussioni, oppure la consideravate un’azione qualificata comunque?*”): a tale domanda il teste risponde tutto d’un fiato – come, del resto, era prevedibile – dicendo: “*assolutamente nessun dubbio*”, così dimostrando di avere preso parte a quel comitato.

Panichi, dunque, non nutriva alcun dubbio sul “*punto di sostanza che quella fosse una azione giustificata*” nei confronti dell’Italia, pur non avendo (a suo stesso dire) esperienza sul debito sovrano e non conoscendone (sempre a suo dire) i corrispondenti criteri di valutazione! La deposizione di questo teste è un’autentica miniera di conferme per l’ipotesi accusatoria: egli cerca di salvare “capre e cavoli”, ma si avvita su se stesso ed inchioda gli analisti sovrani alle responsabilità che vengono loro contestate.

Panichi chiarisce: “*nella nostra metodologia – quando dico “nostra” mi riferisco a noi analisti bancari – l’esposizione, diciamo la titolarità estera del debito non è elevata, non è un punto di preoccupazione... la nostra metodologia bancaria non considera la titolarità estera del debito italiano, come elevata*”.

Ma qui non si tratta di metodologie, bensì di numeri!

E’, infatti, un dato oggettivo, numerico, quantitativo, quello dell’ammontare della titolarità estera di debito bancario italiano che – come è evincibile da tutte le tabelle acquisite in corso di istruttoria – era

(ed è) bassa e si aggirava (ricorda Panichi, pag. 22 verb. Sten.) intorno al 15% (non distante i dati di Banca d'Italia che indicano il 20-21%).

Ma vi è di più.

Dai dati di Banca d'Italia (aventi come fonti istituzioni quali la BCE, il FMI, la Commissione Europea ed Eurostat), rappresentati nei Rapporti sulla stabilità finanziaria del 2011, emerge che nel 2011 la quota di debito pubblico detenuta da creditori non residenti era (in percentuale rispetto al Pil) pari al 39-42% del totale, a fronte di una media del 52% per l'area dell'euro.

Come si è detto la **motivazione del downgrade dell'Italia** (“ *Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario*”) dopo la pubblicazione del 13/1/2012 stranamente **cambia** (“ *Crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri*”) e detto cambiamento rispecchia proprio l'accesa discussione intervenuta tra gli analisti imputati Zhang/Kraemer e il loro collega Renato Panichi tra la sera del 12/1/2012 e la mattina del 13/1/2012, ma comunque prima della divulgazione dell'azione di rating.

Risulta, tuttavia, falsa – al di là di criteri e metodologie di calcolo – anche la circostanza (sostenuta da S&P's e divulgata ai mercati dopo il 14/1/2012) di una elevata titolarità in assoluto del debito estero italiano, come valore lordo o netto.

In definitiva, guardando con oggettività, professionalità e indipendenza ai dati ufficiali conosciuti e conoscibili relativi all'Italia, non era in alcun modo giustificata, coerente e corretta la motivazione di quell'azione di rating esclusivamente fondata sul "fattore di debito esterno".

Se, peraltro, gli analisti di S&P's avessero adottato nuovi parametri valutativi, avrebbero dovuto specificarlo nelle procedure gestionali e, in ogni caso, definirlo nel report, cosa di cui non si ha evidenza alcuna.

In definitiva deve ritenersi, in esito alle dichiarazioni di Panichi, che al di là di criteri e metodologie di calcolo adottate o adottabili da S&P's, fosse comunque:

- 1) **falsa l'informazione finanziaria** – rappresentata il **13/1/2012** da S&P's ai Mercati quale motivazione del doppio declassamento dell'Italia – di una **elevata (high) titolarità estera del debito del settore bancario italiano**, essendo invece detta titolarità **bassa (tra il 15 ed il 20% del totale)**;

- 2) **prevedibile in termini di assoluta certezza** da S&P's (analisti e manager apicali) che **quel dato informativo falso** sulla titolarità estera del debito del settore bancario italiano (**notizia price sensitive** poiché costituente motivazione del doppio downgrade dell'emittente Repubblica Italiana, ergo concretamente idonea a provocare un deprezzamento dei titoli italiani) **fuorviasse** e **disorientasse** il Mercato e gli Investitori, **proprio come era accaduto al Panichi** che, proprio per tale ragione – ha spiegato in udienza – aveva richiesto ai colleghi (anche considerate

le condizioni del mercato) di rimuovere quel riferimento alle banche, trattandosi di un dato informativo “contrario” alla realtà bancaria italiana;

3) consapevole e deliberata (quindi **dolosa**) **la scelta di S&P's** (analisti e manager apicali) **di dare corso comunque alla pubblicazione in data 13/1/2012** di quel **dato informativo falso** (sulla titolarità estera del debito del settore bancario italiano) avendo avuto S&P's sia **tempestiva e piena conoscenza** del parere qualificato dell'analista bancario Panichi (che aveva evidenziato ai colleghi l'errore grossolano foriero di confusione nel mercato e negli investitori), sia **possibilità di operare approfondimenti e controlli** dopo quella precisazione di Panichi, sia **piena previsione che divulgare quel dato informativo falso** avrebbe potuto certamente **disorientare gli investitori**, quindi **manipolare il mercato**, con pericolo di danno per i titoli italiani;

4) -falso il **dato informativo** – rappresentato il **13/1/2012** da S&P's ai Mercati quale **motivazione del doppio declassamento dell'Italia** – di una **elevata (high) titolarità estera del debito del settore governativo italiano**, essendo invece detta titolarità **bassa** (tra il 39 ed il 42% del totale) ed inferiore alla media dell'eurozona (pari al 52%);

5) Prevedibile in termini di assoluta certezza che **quel dato informativo falso** sulla titolarità estera del debito pubblico

italiano (**notizia price sensitive** poiché costituente motivazione del doppio downgrade dell'emittente Repubblica Italiana, ergo concretamente idonea a provocare un deprezzamento dei titoli italiani) **fuorviasse** e **disorientasse** il Mercato;

6) -consapevole e deliberata (quindi **dolosa**) **la scelta di S&P's** (analisti e manager apicali) **di dare corso comunque alla pubblicazione in data 13/1/2012** di quel **dato informativo falso** (sulla titolarità estera del debito pubblico italiano) avendo avuto S&P's **sia piena conoscenza e conoscibilità** dei corrispondenti dati ufficiali corretti e veritieri, **sia piena previsione che divulgare quel dato informativo falso** avrebbe potuto certamente **disorientare gli investitori**, quindi **manipolare il mercato**, con pericolo di danno per i titoli italiani;

7) -falso il **nuovo dato informativo** – rappresentato successivamente al **14/1/2012** da S&P's ai Mercati quale **“nuova”** motivazione del doppio declassamento dell'Italia – di una **elevata (high) quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri**, essendo il debito estero italiano prevalentemente composto da debito estero bancario e da debito estero pubblico che, come detto ai precedenti punti 1) e 3), si presentavano rispettivamente in percentuali basse e comunque sotto la media dell'eurozona;

8) **Prevedibile in termini di assoluta certezza** che **quel nuovo dato informativo falso** sulla **elevata (high) quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri** (notizia *price sensitive* poiché costituente motivazione del doppio downgrade dell'emittente Repubblica Italiana, ergo concretamente idonea a provocare un deprezzamento dei titoli italiani) **fuorviasse** e **disorientasse** il Mercato;

9) **-consapevole e deliberata** (quindi **dolosa**) **la scelta di S&P's** (analisti e manager apicali) **di dare corso comunque alla pubblicazione successivamente al 14/1/2012** di quel **nuovo dato informativo falso** (sulla quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri) avendo avuto S&P's **sia piena conoscenza e conoscibilità** dei corrispondenti dati ufficiali corretti e veritieri, **sia piena previsione che divulgare quel nuovo dato informativo falso** avrebbe potuto certamente **disorientare gli investitori**, quindi **manipolare il mercato**, con pericolo di danno per i titoli italiani.

Marie Cavanaugh (escussa all'udienza del 29/9/2016) ha riferito di essere stata analista del debito sovrano e managing director e di avere lavorato per S&P's circa 30 anni; ha riferito di avere preso parte alle azioni di rating riguardanti l'Italia tra il 2011 e il gennaio 2012.

La teste ha dichiarato (a pag 75 verb. Sten.) che il punteggio del fattore esterno dell'Italia era 5 poiché *“il debito esterno totale dell'intero*

sistema, netto, eccedeva del 200% le entrate dai non residenti e secondo S&P's quello era un numero elevato”.

E', però, di tutta evidenza che le Metodologie interne a S&P's (sulla cui scorta quel particolare dato poteva essere ritenuto elevato) non possono stravolgere dati e numeri ufficiali universalmente conosciuti e conoscibili, né stravolgere nozioni economiche basilari comunemente riconosciute ed utilizzate, poiché così si alimenterebbe una informazione finanziaria falsata e fuorviante poiché – magari – coerente con una certa metodologia (nota solo agli analisti di S&P's, ma ignota agli investitori: nel nostro caso nemmeno Panichi conosceva quella metodologia, figurarsi i “profani” investitori!) ma incoerente con dati e numeri ufficiali e consultabili da tutti, con conseguente grave “vulnus” alla TRASPARENZA dell’informazione finanziaria ai mercati ed agli investitori (i quali ultimi verrebbero irragionevolmente onerati della approfondita conoscenza di metodologie e tecniche di analisi che interpretano dati e numeri in modo diverso da come questi sarebbero ordinariamente interpretati/interpretabili).

Ha, poi, spiegato che quel **debito esterno o estero totale** comprendeva per metà il debito del settore pubblico, un terzo del settore finanziario, il resto debito del settore privato non finanziario.

Fermiamoci ad analizzare queste affermazioni e seguiamo il criterio seguito da S&P's (per bocca del suo analista sovrano e managing director Cavanaugh) per calcolare il *debito estero lordo* ossia quel debito estero che viene ritenuto *“high”*, cioè alto *“in assoluto”* nella seconda motivazione diffusa ai mercati dopo il 14/1/2012.

Facciamo un calcolo molto semplice utilizzando un numero a caso (giusto per capire le proporzioni) per poi inserire i dati quantitativi ufficiali relativi all'Italia: se il debito estero lordo fosse pari a 10, avremmo un debito estero pubblico di 5 (ossia la metà di 10), un debito estero del settore finanziario di 3,3 (ossia un terzo di 10) ed un residuo debito estero del settore privato non finanziario scarsamente significativo, precisamente pari ad 1,7 (10 meno 8,3, ossia la somma di 5 più 3,3).

Ebbene, poiché i dati ufficiali più volte fin qui richiamati ci dicono che il debito estero del settore pubblico italiano era tra il 39 ed il 42% del debito pubblico totale (dunque siamo sotto la media europea, pari al 52,1%) e che il debito estero del settore bancario italiano era del 20% del totale (dunque una percentuale “bassa” in assoluto, come riconosciuto dagli analisti “bancari” di S&P's) è gioco forza che, stante il poco influente peso del debito estero del settore privato non finanziario, il “debito estero lordo” dell'Italia non potesse in nessun modo (e secondo nessuna metodologia, salvo stravolgere categorie e nozioni economiche basilari comunemente riconosciute ed utilizzate) essere “giudicato” e definito ai mercati come “**alto**”!

Ne è prova la relazione introduttiva al sopra menzionato Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011 del Governatore di Banca d'Italia dr. Ignazio Visco che – evidentemente alla stregua dei dati ufficiali conosciuti e conoscibili diffusi anche con quel Rapporto curato dalla nostra Banca centrale – qualifica il nostro “debito estero” con i termini “contenuto” e “basso”!

Ma andiamo oltre.

Il difensore ha richiesto chiarimenti sulla “*metodologia per il debito sovrano in vigore nel 2011, alla sezione 3 che parla di external score (punteggio esterno)... c'è al capitolo 3 un paragrafo B) che parla di liquidità esterna e il paragrafo B) fa riferimento ad una tavola 5, vorrei che la spiegasse al Tribunale, come funziona e come si applica poi in pratica e come è stata applicata nel gennaio 2012 all'analisi che avete fatto del punteggio dell'Italia.*

La teste risponde così: “...c'è una riga, le righe si riferiscono all'indebitamento esterno di un Paese, debito esterno netto ristretto, entrate di conto corrente. Poiché dal 2009 in poi quel numero eccedeva, aveva ecceduto il 200% delle entrate correnti in riferimento all'Italia, il punteggio iniziale era 4. Poi ci furono tre aggiustamenti. Uno fu positivo...”.

Ancora il difensore: “...non trovo da nessuna parte nei criteri la parola **lordo** e perché si usa il lordo con riferimento alla liquidità ed al debito estero, vorrei che lo spiegasse sulla base dei paragrafi che le ho appena mostrato della metodologia. Così sveliamo questo mistero. Pag. 19 della versione inglese e poi tavola 5 alla pag. 21

E la teste: “ se guardate a pag. 19 al paragrafo B dove dice liquidità esterna, è detto che la misura chiave della liquidità esterna di un Paese è il rapporto fra il **fabbisogno lordo** di finanziamento esterno e la somma delle entrate correnti, più le riserve di cambio...di valuta estera utilizzabile...l'aggiustamento che è presente nella tabella 5 che si chiama rischio di deterioramento nel finanziamento estero, è un rischio di liquidità”.

Come si vede, quelli evocati anche da questo teste a discarico sono tutti concetti tecnici che nulla aggiungono e nulla tolgono alle **chiarissime parole utilizzate (e divulgate ai mercati) da S&P's nei rapporti sull'Italia per motivarne il declassamento.**

Infine, alla domanda del Giudice (pag. 97 verb. Sten.): *“perché un analista del settore finanziario non può intervenire nel comitato, ma può intervenire sul comunicato finale, sempre nell'ambito finanziario?”*, la teste risponde *“non è intervenuto nel commento, lui semplicemente diede un suggerimento e la formulazione di quel commento fu cambiata, ma il significato rimase inalterato”*.

Dunque, dichiara l'anziana analista del debito sovrano che *“la formulazione di quel commento fu cambiata, ma il significato rimase inalterato”*: allora – ci si chiede ancora una volta – perché cambiarlo quel commento?

In realtà tutti questi riferimenti servono unicamente a distogliere l'attenzione dal dato letterale chiarissimo contenuto nel Research Update e nel Comunicato stampa: documenti con cui S&P's divulga sulla piattaforma planetaria informazioni finanziarie oggettivamente ed inconfutabilmente FALSE giacchè NON COERENTI con i numeri ufficiali universalmente conosciuti e conoscibili.

Vengono perciò dalla teste operati artatamente richiami a tecnicismi e metodologie funzionali solo a (tentare di) giustificare *ex post* le assolute falsità dichiarate da S&P'S ai mercati il 13/1/2012 e dopo il 14/1/2012 sull'affidabilità creditizia dell'Italia.

Ed allora, riguardiamo ancora una volta le motivazioni del declassamento dell'Italia del 13/1/2012.

Nella prima versione originaria in lingua inglese del “**Razionale**” dell'azione di rating di doppio declassamento nei confronti dell'Italia, S&P's motiva come segue quel downgrading divulgando ai mercati quel documento:

*“The downgrade reflects what we see as Italy’s increasing vulnerabilities to **EXTERNAL FINANCING RISKS, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt.** It is our view that depending political, financial, and monetary problems within the Eurozon are exacerbating the external funding constraints on the Italian public and private sectors.*

Questa la fedele traduzione in italiano, nel testo predisposto (in lingua italiana) direttamente da S&P's:

*“Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai **RISCHI FINANZIARI ESTERNI,** stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di **quello del settore finanziario.** L'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'Eurozona sta esacerbando, a nostro avviso, i vincoli di finanziamento estero sui settori pubblico e privato dell'Italia”.*

Successivamente a quella prima ufficiale divulgazione, S&P's elabora e diffonde un nuovo documento (solo in lingua inglese) che afferma quanto segue:

The downgrade reflects what we see as Italy's increasing vulnerabilities to EXTERNAL FINANCING RISKS, given the high absolute amount of external debt. It is our view that depending political, financial, and monetary problems within the Eurozon are exacerbating the external funding constraints on the Italian public and private sectors.

Tradotto:

Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai RISCHI FINANZIARI ESTERNI, stante l'elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri. L'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'Eurozona sta esacerbando, a nostro avviso, i vincoli ai finanziamenti di finanziamento estero sui settori pubblico e privato dell'Italia.

Come è facile notare, nessun cenno a quei concetti (per usare le parole adoperate dalla Cavanaugh nel suo duetto col difensore) di “liquidità esterna” e di “rapporto fra il fabbisogno lordo di finanziamento estero e la somma delle entrate correnti”, nessun riferimento a “rischi di deterioramento nel finanziamento estero, rischio di liquidità”: nulla di nulla.

Piuttosto, è facile notare che il testo motivazionale del declassamento resta assolutamente identico, ma muta nel riferimento al “tipo” di debito: non si parla più di un'elevata titolarità estera di “debito governativo e di debito del settore finanziario”, ma si parla di elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri.

Nella versione successiva di quel “*rationale*” (versione questa volta solo in lingua inglese: cfr. All 41 prodotto nel corso della deposizione della teste Maria Pierdicchi il 29/1/2016) la **motivazione del downgrade dell’Italia** (“*crescente vulnerabilità dell’Italia ai rischi finanziari esterni, stante l’elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario*”) stranamente **cambia** (“*crescente vulnerabilità dell’Italia ai rischi finanziari esterni, stante l’elevata quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri*”) e detto cambiamento rispecchia l’accesa discussione intervenuta tra gli analisti imputati Zhang/Kraemer e il loro collega Renato Panichi tra la sera del 12/1/2012 e la mattina del 13/1/2012, ma comunque prima della divulgazione dell’azione di rating: una discussione – documentata da uno scambio di mail sequestrate qualche giorno dopo il declassamento – nella quale il Panichi, analista *senior* esperto del settore bancario italiano per S&P’s, contestava perentoriamente che potesse affermarsi – come, invece, Ehileen Zhang e Moritz Kraemer affermavano nel declassamento del nostro Paese che sarebbe stato pubblicato nella giornata del 13/1/2012 – che per l’Italia vi fosse una condizione di “*elevata titolarità estera di debito del settore bancario*”.

Nonostante quella accorata e preoccupata mail proveniente agli imputati Zhang e Kraemer dal collega senior analyst del settore bancario italiano, la sera del 13/1/2012 S&P’s declassa l’Italia di due livelli ponendo a base della decisione le motivazioni originariamente predisposte da Zhang e Kraemer che Panichi radicalmente contestava.

Era, dunque, **VERO o FALSO in relazione all’Italia** che la “**titolarità estera di debito del settore bancario**”italiano fosse “**HIGH**”, cioè “alta”

(come sostenevano gli analisti Zhang e Kraemer che declassavano di due gradini l'Italia e contestava, invece, il loro collega Panichi)?

Ed era **VERO o FALSO in relazione all'Italia** che la “**quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri**” fosse “**HIGH**”, cioè “alta” (come si sostiene da S&P's nella seconda versione della “motivazione)?

In corso di istruttoria i testi a discarico ed i consulenti tecnici di parte hanno dichiarato che la “seconda” versione della motivazione di downgrading (quella che elimina il riferimento alla distinzione tra debito del settore pubblico e bancario sostituendola con quella della “*quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri*” e che – secondo detti testi e c.t – alluderebbe ed evocherebbe la categoria del c.d debito estero “*lordo*”) sarebbe sostanzialmente di significato analogo alla prima!

Prendendo atto di tali posizioni difensive, deve rimarcarsi ancora una volta, alla luce dei dati di Banca d'Italia sopra riportati, che:

- 1) affermare ed informare il mercato e gli investitori – come S&P'S's faceva il 13/1/12 inizialmente – che per l'Italia vi era una condizione di *'crescente vulnerabilità al rischio di finanziamento esterno* (il c.d. rischio esterno N.d.A.) *data dall'elevata (high) titolarità estera di debito governativo e di debito del settore bancario'* equivaleva a fornire un dato ed una informazione oggettivamente falsi ed incoerenti con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's essendo la quantità di debito estero del Governo e delle Banche, oltre che delle famiglie e imprese, assolutamente inferiori al 50% ed alla stessa media dell'area euro!

2) affermare ed informare il Mercato e gli investitori – come S&P’S's faceva dopo il 13-14/1/12 con un cambio di motivazione che tuttavia, secondo testi a discarico e consulenti tecnici di parte sentiti in dibattito, non si discosterebbe sostanzialmente dalla prima motivazione (onde, se così fosse, non si comprenderebbe perché mai si sia dato corso alla modifica del testo del primo comunicato) – che per l’Italia vi era una condizione di crescente vulnerabilità al “rischio di finanziamento esterno” data “*l’elevata (high) quantità assoluta di debito estero in mano a soggetti stranieri*”, dovendosi (secondo testi a discarico e CT di parte esaminati in dibattito) intendersi quella “*elevata quantità assoluta di debito estero*” il c.d. debito estero/esterno lordo, equivaleva a fornire un dato ed una informazione (che, come recita l’imputazione, generava ulteriore confusione e distorsione dell’informazione finanziaria ai mercati ed agli investitori) oggettivamente falsi ed incoerenti con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P’s posto che le quote parti estere/esterne/detenute da creditori non residenti del debito estero lordo dell’Italia (debito lordo comprensivo del debito di Governo, Banche, Famiglie e Imprese) erano e restavano comunque sotto il 50% (del debito lordo totale), oltre che sotto la media dell'area euro.

In conclusione, per come ufficialmente motivato, **il declassamento dell’Italia decretato da S&P’s il 13/1/2012 non era assolutamente giustificato/giustificabile e fu deliberato nella piena consapevolezza della sua incongruità ed incoerenza con i dati ufficiali universalmente conosciuti e conoscibili.**

John Chambers, escusso all'udienza dell'1/12/2016, ha dichiarato che all'epoca dei fatti di causa rivestiva in S&P's la qualifica di *managing director* del rating sovrano ed in tale qualità prese parte ai comitati che deliberarono le azioni di rating nei confronti dell'Italia nel 2011 (ad eccezione di quella del settembre 2011) e nel gennaio 2012.

Ha pure riferito che egli presiedeva quei comitati nei quali Ehileen Zhang era una analista dotata di consistente esperienza ed aveva svolto funzioni di analista primario di diversi Paesi europei.

Fondamentale la risposta che Chambers ha fornito al difensore che gli richiedeva quali fossero le fonti delle analisi, dei rating e, quindi, dell'informazione finanziaria fornita ai mercati: ha spiegato che per tutti i Paesi, compresa l'Italia, le fonti utilizzate da S&P's erano quelle "nazionali", le Banche centrali (per l'Italia la Banca d'Italia), il Dipartimento del Tesoro, il Governo, l'ISTAT.

Con riferimento all'azione di rating del 13/1/2012 ed allo scambio di mail tra Panichi e Zhang, ha dichiarato di non avere letto quelle mail, ma di esserne stato informato dalla Zhang per telefono dopo che il comitato del rating sovrano aveva già deciso sulla bozza del Research Update preparata dalla Zhang e votata dal comitato.

Dopo che il comitato ebbe deciso, ha soggiunto il teste, l'R.U. sull'Italia fu inviato al Governo (e non gli risulta che vi furono commenti) ed al Panichi (che non aveva potuto partecipare al Comitato poiché possedeva dei bond italiani).

Al Panichi quel R.U. sull'Italia fu inviato poiché l'analista italiano era il responsabile dell'analisi bancaria denominata BICRA, era il responsabile dell'analisi sul sistema bancario italiano ed era utile avere una certa coerenza tra l'analisi del debito sovrano e quella del debito bancario.

In ordine ai commenti espressi da Panichi in ordine all'R.U. sull'Italia, Chambers ha affermato che gli stessi non furono ritenuti "rilevanti" e che comunque le due versioni pubblicate del R.U. sull'Italia non destarono reazioni.

Ulteriore precisazione fatta dal teste è stata quella che il Comunicato Stampa dell'azione di rating predisposto da S&P's deriva dal R.U.

Infine, ha ricordato che la decisione dello spostamento del comitato dell'agosto del 2011 intervenne precisamente il 5/8/2011 e fu presa dal suo capo David Beers.

A fronte delle domande del PM che, nel contestargli una serie di dati (tratti dal Rapporto sulla stabilità finanziaria di Banca d'Italia) che documentavano come non potesse ritenersi veritiero e corretto sostenere – come invece era avvenuto con riguardo all'Italia nell'azione di rating del 13/1/2012 – che vi era una elevata titolarità estera di debito bancario, Chambers ha affermato che quei dati (che in esordio di deposizione ha affermato essere le fonti delle analisi di S&P's) non avevano rilievo sui parametri tenuti in considerazione per il rating.

Jim Daly, teste a discarico citato dalla difesa dell'imputato Deven Sharma, ha riferito di avere rivestito all'epoca dei fatti di causa la qualifica di vice presidente delle risorse umane.

Ha precisato che Deven Sharma era il presidente mondiale di S&P's e rivestì la carica fino a metà settembre 2011.

Al riguardo la difesa ha prodotto due atti:

- 1) una dichiarazione di dimissioni dello Sharma con sua apparente sottoscrizione, datata 6 settembre 2011;
- 2) un atto del 12 settembre 2011 con cui McGraw Hill Companies (la "Corporation"), in qualità di socio unico di Standard & Poor's Financial Services LLC, società a responsabilità limitata del Delaware (la "Società"), nominava ed eleggeva con efficacia dal 12 settembre 2011 Douglas Peterson ad operare nel Consiglio di Amministrazione della Società, costituito anche da Thomas F. Cooley, Jeffrey Garten e Duncan P. Hennes.

Dunque, nessuna presa d'atto delle dimissioni di Sharma e nessuna nomina di un nuovo Presidente in sua vece, ma solo di un ulteriore consigliere di amministrazione (appunto Douglas Peterson).

Ha, infine, sottolineato il teste che lo Sharma apparteneva all'area del general management non a quella analitica.

4.c L'esame del consulente tecnico prof. Andrea Resti, già consulente di S&P's nel giudizio civile intentato da Parmalat contro l'agenzia di rating innanzi al Tribunale di Milano

Il prof. Andrea Resti è stato chiamato a deporre per primo tra i consulenti della difesa degli imputati in data 9/6/2016.

Ha esordito sciorinando – su richiesta della difesa – un lungo *curriculum* professionale ed ha passato in rassegna i propri titoli rammentando, altresì, di avere (testuale):

“fatto una certa esperienza con i Tribunali, perché sono stato chiamato più volte davanti ai tribunali, principalmente per la verità dai Pubblici Ministeri più che dalle difese, ed ho avuto la fortuna di vivere alcuni processi relativi a scandali finanziari importanti per un insegnante...quindi non so se vi ricordate i furbetti del quartierino Antonveneta, BNL, piuttosto che la questione della mancata Opa sulla Fiat...poi quando il Municipio della mia città, che è Milano, ha concordato un derivato con alcune grandi banche internazionali, che sono state poi processate per truffa, io ero con il Municipio della mia città come, diciamo esperto per la parte civile...non voglio annoiarvi...”.

Peccato, però, che il prof. Andrea Resti abbia dimenticato di rappresentare subito al Tribunale – durante la propria presentazione – un’altrettanto importante sua esperienza professionale come consulente di parte in un processo che, forse, sarebbe dovuto venirgli in mente immediatamente e prima di ogni altro riferimento curriculare: il processo civile “Parmalat” celebrato innanzi al Tribunale di Milano contro Standard & Poor’s (nell’interesse della quale Resti aveva svolto il ruolo di consulente tecnico) e concluso il 20/6/2011 con una sentenza di condanna (acquisita al fascicolo dibattimentale nel presente processo) resa nei confronti dell’agenzia di Rating: una condanna fondata sul fatto che S&P’s, pur essendo a conoscenza che il *rating* da essa assegnato a Parmalat fosse ben più favorevole di quanto avrebbe dovuto essere sulla

base di una valutazione indipendente e corretta, aveva continuato a rendere alla società un *rating* ampiamente positivo, in contrasto con le regole di valutazione da esse stesse elaborate, e ciò persino pochissimi giorni prima del fallimento del 2003.

E' stato, dunque, il P.M. a fare emergere (durante il controesame del consulente in parola) la circostanza che **il prof. Resti avesse già in passato lavorato nell'interesse di Standard & Poor's in più occasioni**, segnatamente in cause civili relative ai rating assegnati a Lehman Brothers e a Parmalat.

Al P.M. che chiedeva al consulente (cfr. pag. 80 verbale stenotipico) se avesse avuto incarichi da Standard & Poor's, il Resti dapprima ha negato di avere mai ricevuto precedenti incarichi professionali, poi ha ammesso di averne ricevuti.

Rileggiamo le parole del Resti, anche per conoscerne meglio il profilo e valutare poi la complessiva attendibilità del suo contributo:

Dich. Resti: Io sono l'esperto di S&P's in questo procedimento

*Presidente: **E' l'unico incarico**, vuole dire il Pubblico Ministero, **questo?***

*Dich Resti – **Con Standard & Poor's? Sì, sì**, non è che lavoro per Standard & Poor's.*

*Pubblico Ministero – **Ha avuto solo un incarico da Standard & Poor's** di svolgere questo lavoro?*

*Dich Resti – **Sì**.*

*Pubblico Ministero – **La sua consulenza**, insomma*

Dich Resti – E ho avuto altri incarichi in passato da Standard & Poor’s, ma attualmente questo è il mio unico incarico, laddove la cosa rilevi.

Pubblico Ministero – Lei prima non ce l’ha detto, non ce l’ha detto. E’ importante anche saperlo, nella storia di questo processo è importante sapere se il consulente ha già lavorato per Standard & Poor’s. In quale processo lei ha già lavorato per Standard & Poor’s?

Dich Resti – Io ho lavorato con Standard & Poor’s in realtà soltanto in cause civili, relative al rating di Parmalat e relative al rating di Lehman Brothers.

Pubblico Ministero – Scusi nel rating di Parmalat nel senso che è stato il consulente di Standard & Poor’s in quel processo civile?

Dich Resti – Assolutamente sì

Pubblico Ministero – Il processo che si è concluso con la sentenza di condanna di Standard & Poor’s?

Dich Resti: di quale sta parlando?

Pubblico Ministero: Sentenza del Tribunale di Milano

Dich Resti Di Parmalat?

Pubblico Ministero – Sì

Dich Resti – sì credo una condanna di primo grado

Chiariamo subito che nel summenzionato giudizio civile “Parmalat” il consulente privato prof. Resti, nel fornire un supporto tecnico alle valutazioni espresse da S&P’s sui titoli Parmalat, ebbe a rappresentare dati, formule ed analisi che furono alla fine radicalmente disattesi dal Tribunale e dai consulenti tecnici di ufficio.

Del tutto similmente nel presente processo penale il prof. Resti ha analizzato le “valutazioni” fatte da S&P’s sull’Italia tra maggio 2011 e gennaio 2012 e (seguendo il cliché del processo Parmalat) ed ha

ricalcolato in “autonomia” i punteggi attribuibili all’Italia secondo le metodologie di S&P’s pervenendo – guarda caso – esattamente agli stessi risultati (in termini di punteggi) cui all’epoca giunse l’agenzia di rating che gli ha commissionato la consulenza.

Ha, quindi, criticato e contraddetto le censure mosse dalla CONSOB a S&P’s nella Nota Tecnica del 9/2/2012, al contempo supportando le considerazioni svolte dall’E.S.M.A. sulla vicenda dei declassamenti dell’Italia.

Ha, in sintesi, opinato che le valutazioni di CONSOB costituissero una sorta di indebita “interferenza” con i contenuti dei rating e con le metodologie dell’agenzia, così tuttavia dimostrando di non avere particolarmente chiaro il confine tra obblighi di rigore e sistematicità nell’utilizzo delle metodologie di analisi (da parte delle Agenzie di rating) ed obblighi di controllo e verifica (da parte degli Organi regolatori e di vigilanza) sul rispetto delle prescrizioni regolamentari aventi ad oggetto le “metodologie”.

Il “metodo” Resti, abile e suggestivo, è stato quello di dilatare in modo ipertrofico i temi probatori e decisori estendendo la propria relazione tecnica al “merito” complessivo di tutti i giudizi espressi da S&P’s sull’Italia tra maggio 2011 e gennaio 2012 (per contro, l’imputazione e i profili di addebito sono assai puntuali e circoscritti);

A fronte di questo “metodo”, il miglior modo di analizzare la consulenza Resti è lumeggiarla costantemente con gli approfondimenti contenuti nella Nota Tecnica di CONSOB del 9/2/2012 più volte sopra richiamata.

In ordine al downgrading del 13/1/2012 occorre partire dal precedente declassamento del 19 settembre 2011, quando – come si è visto pagine

addietro – i fattori posti alla base del taglio del rating dell’Italia erano stati solo due: il fattore politico e il fattore debito pubblico.

In quell’occasione nulla si diceva in ordine al “fattore esterno”, anzi si diceva *apertis verbis* – e solo quattro mesi prima – che (cfr. Nota Tecnica CONSOB) quel “*fattore esterno*” non aveva contribuito alla decisione: *"The scores relating to the other elements of our methodology - economic structure, external, and monetary - did not contribute to the downgrade"*.

Peraltro – osserva nella Nota Tecnica la CONSOB – “*anche nel Report del 5 dicembre 2011 — in cui il “fattore esterno” viene per la prima volta menzionato tra le motivazioni di un possibile downgrading — non viene data una spiegazione sufficientemente dettagliata su come tale fattore possa incidere su un eventuale downgrading, ma ci si limita a riportare, in termini generali per tutti i Paesi, che "Our analysis of "external liquidity" will focus on the borrowing requirements of both eurozone governments and banks"* (tradotto: la nostra analisi di “liquidità esterna” si concentrerà sulle esigenze di finanziamento dei governi e delle banche dell’eurozona”).

Resta, quindi, incomprensibile come dal 19 settembre 2011 all’11/1/2012 (data in cui si riunisce e delibera il comitato di rating sovrano dell’eurozona di S&P’s) spunti all’improvviso un “*fattore esterno*” prima di allora mai emerso come criticità, che addirittura determini da solo (perché è il solo fattore posto a fondamento del declassamento, come dichiarerà l’analista apicale Myriam Fernandez in dibattimento su domanda del Giudice a latere) un declassamento dell’Italia, addirittura di due gradini: un declassamento fondato, peraltro, su dati tratti dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS) che – come spiega la CONSOB

nella ridetta Nota Tecnica – risalivano al 2^a trimestre del 2011, quindi addirittura antecedenti di gran lunga all’acuirsi della crisi del debito sovrano e antecedenti al declassamento del 19/9/2011!

Giova qui riportare testualmente quanto, sul punto specifico, sostiene la CONSOB nella Nota Tecnica.

*“Il fattore negativo che invece, secondo S&P’S, ha inciso sul downgrading dell’Italia, è costituito dalla **forte dipendenza da investitori esteri nel finanziamento** (in particolare quello a breve termine) sia del settore pubblico sia del settore bancario. Al riguardo, dati della **Banca dei Regolamenti Internazionali** mostrano, secondo l’agenzia, una marcata e prolungata riduzione dei finanziamenti delle banche estere nei confronti di debitori italiani, il che potrebbe incidere sulla capacità futura di rifinanziare il proprio debito e, di conseguenza, determinare un incremento del costo del finanziamento per il settore pubblico e il settore bancario, e/o una riduzione delle scadenze di tali debiti. Tali elementi hanno prodotto, secondo S&P’S, un peggioramento del fattore esterno, che giustifica il declassamento del rating di 2 notches, da A a BBB+.*

Ciò sarebbe in parte dimostrato — come evidenziato dall’analista primario dei rating sovrani europeo di S&P’S, Moritz Kraemer, in una conference call tenuta con gli investitori il pomeriggio del 14 gennaio — dalla recente riduzione dei costi del debito pubblico principalmente per le emissioni di titoli di Stato a scadenza più breve, mentre tale riduzione è stata molto più modesta per le emissioni a più lunga scadenza. Ciò determinerà, per S&P’S, un maggior ricorso alle emissioni a breve scadenza, rendendo tuttavia in tal modo la struttura del debito pubblico italiano più sensibile alle variazioni dei tassi di interesse.

Nel Report del 13 gennaio sull'Italia S&P'S ha citato, tra le fonti informative alla base del rating, i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (o Bank for International Settlements, o BIS "Looking at BIS data, we note a marked and substained decline in foreign banks' claims on Italian borrowers"). I dati esaminati, come detto, mostrerebbero, secondo l'agenzia, una riduzione di tali finanziamenti esteri nei confronti dell'Italia, il che potrebbe incidere sulla capacità futura di rifinanziare il proprio debito e, di conseguenza, determinare un incremento del costo del finanziamento per il settore pubblico e il settore bancario, e/o una riduzione delle scadenze di tali debiti.

Prescindendo dall'entrare nel merito dalle valutazioni espresse da S&P'S con riferimento all'evoluzione dei dati analizzati, tuttavia si osserva quanto segue:

- il riferimento ai dati della Banca dei Regolamenti Internazionali è troppo generico: tale istituto infatti elabora e pubblica su base trimestrale un ampio set di informazioni sul sistema bancario internazionale. S&P'S non include né descrive all'interno del proprio Report la tipologia e la natura di tali dati, cosicché per i lettori e utilizzatori del rating non è possibile comprendere e stimare l'impatto degli stessi sul downgrading, anche al fine di valutare le argomentazioni addotte da S&P'S;*
- i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali sono pubblicati entro 120 giorni dalla fine del primo mese successivo al trimestre al quale si riferiscono. Pertanto, alla data del 13 gennaio 2012, erano solo disponibili i dati al II trimestre del 2011, che tuttavia risultano anteriori alla fase di crisi finanziaria più acuta nell'UE. Inoltre, il fatto che i dati citati*

non vengano rappresentati nel Report non consente di comprendere se S&P'S disponeva di dati della BIS differenti da quelli pubblici.

Informazioni più puntuali in merito alla natura dei dati della Banca dei Regolamenti Internazionali citati ed esaminati avrebbero senz'altro rappresentato un'utile indicazione, nello spirito della regolamentazione europea vigente, per gli analisti. Questi ultimi infatti, analizzando il trend di tali dati anche per altri Paesi, avrebbero potuto formulare scelte di investimento più precise. L'importanza indicata, per la decisione di downgrading, del fattore "esterno", anche in considerazione della variazione dei summenzionati dati, avrebbe quindi meritato un'indicazione più precisa delle fonti esaminate.

Giova inoltre aggiungere quanto CONSOB riporta nella **nota "4"** nel suo rapporto con riguardo al declassamento di gennaio 2012:

Peraltro, è opportuno evidenziare che il giudizio di rating di S&P'S sull'Italia, basato sulle citate motivazioni, avviene praticamente pochi giorni dopo lo svolgimento di un'asta sui titoli di Stato italiani (BOT e BTP) che ha visto ridursi notevolmente i tassi di rendimento dei titoli a breve termine ma anche, seppur in misura inferiore, dei titoli con scadenze medio-lunghe. Inoltre, il suddetto declassamento potrebbe determinare un incremento dei tassi di interesse dei titoli di stato italiani a parità di scadenze, rendendo sempre più difficoltoso reperire finanziamenti esterni, e quindi di fatto avverando le previsioni dell'agenzia di rating.

Importante è, poi, l'incidenza del "**fattore politico**" nelle azioni di rating di settembre 2011 e di gennaio 2012.

A gennaio il “**fattore politico**” italiano – considerato quattro mesi prima come decisivo per il declassamento, stante una condizione di “stallo” o “blocco” politico – avrebbe dovuto registrare un miglioramento con l’avvento di un nuovo Governo “tecnico”, ma stranamente non si ha traccia di “*aggiustamenti positivi*” nel foglio che annota i punteggi, neppure per bilanciare il presunto “aggiustamento negativo” di quel parametro per il peggioramento del giudizio di S&P’s sulla *governance* europea.

Quello che, però, il consulente tecnico Resti non spiega è il ragionamento da lui seguito per giungere a condividere – nel mutato quadro politico italiano alla data del 13/1/2012 – il punteggio “3” assegnato da S&P’s: coincidenza pura o coincidenza “interessata”?

Dal verbale del comitato di rating dell’11/1/2012 risulta che il punteggio “3” espresso a settembre 2011 dagli analisti, resta tale anche a gennaio 2012, così apparendo incoerente, posto che vi era stato in Italia un cambio di guida al governo e si era, di fatto, superato il presunto fattore di rischio (individuato da S&P’s nel c.d. stallo politico: political gridlock).

Proprio il fatto che questo fattore di novità non sia stato in alcun modo considerato, neppure per “neutralizzare” l’eventuale negatività riveniente dal summit dei capi di governo dei Paesi europei – summit dagli esiti valutati sfavorevolmente da S&P’s – accredita ulteriormente l’ipotesi di una precisa volontà di non valorizzare gli elementi di positività sull’Italia e di declassare quest’ultima ad ogni costo e con ogni pretesto.

Peraltro, non era affatto vero che nei summit del 26 ottobre e del 9 dicembre non si fosse deciso nulla: al contrario, Banca d'Italia documenta nel *Bollettino Economico n. 67 del gennaio 2012* (prodotto in udienza il giorno 1/12/2016, ma consultabile agevolmente sul sito ufficiale on line della Banca d'Italia) tutte le decisioni adottate in seguito a quell'incontro e segnala come le tensioni sul debito sovrano “*risentivano dei ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni paesi europei da parte di talune agenzie di rating*”.

Esaminiamo quanto scrive la Banca d'Italia, fonte autorevole ed affidabile.

2.3 I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI Negli ultimi mesi del 2011 le tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro si sono inasprite, estendendosi a molti paesi dell'area e assumendo rilevanza sistemica.....Le condizioni dei mercati azionari e i premi per il rischio delle banche sono in parte migliorati dopo l'operazione di rifinanziamento dell'Eurosistema del 21 dicembre. Nonostante le decisioni adottate dai vertici europei del 26 ottobre e del 9 dicembre (cfr. il riquadro: Le decisioni dei Capi di Stato e di governo dell'area dell'euro del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011), le tensioni sul debito sovrano dell'area dell'euro si sono aggravate risentendo del deterioramento del quadro macroeconomico, dei ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni paesi europei da parte di talune agenzie di rating., nonché dei dubbi degli operatori circa l'adeguatezza dei meccanismi di gestione della crisi predisposti dalle autorità europee. Dalla fine di settembre, dieci paesi dell'area hanno subito un declassamento da una o più delle principali agenzie di rating. Queste ultime, agli inizi di dicembre, hanno messo sotto osservazione il merito di credito di quasi tutti gli Stati sovrani dell'area dell'euro, inclusi quelli

con rating AAA come la Germania, la Francia e i Paesi Bassi. Il 13 gennaio l'agenzia di rating Standard and Poor's ha declassato il debito sovrano di 9 paesi dell'area dell'euro, tra cui la Francia (che ha perso il rating AAA), la Spagna e l'Italia.

Le decisioni DEI CAPI DI STATO E DI GOVERNO dell'area dell'EURO del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011

In un contesto ancora caratterizzato da straordinarie tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro, il 26 ottobre e il 9 dicembre i Capi di Stato e di governo dell'area hanno adottato ulteriori decisioni volte a: (a) migliorare la governance europea; (b) chiarire il ruolo degli investitori privati nella soluzione della crisi greca; (c) rafforzare gli strumenti di stabilizzazione finanziaria (lo European Financial Stability Facility, EFSF, e lo European Stability Mechanism, ESM); (d) aumentare la solidità patrimoniale delle banche e favorirne l'accesso alla raccolta a più lungo termine; (e) accrescere le risorse finanziarie a disposizione del Fondo monetario internazionale (FMI) per il sostegno ai paesi in difficoltà.

La governance economica europea. – Il processo di riforma, avviato nella primavera del 2010, ha compiuto ulteriori progressi in occasione delle riunioni dei vertici dell'area dell'euro di ottobre e di dicembre. È stato ribadito l'impegno, già concordato nel marzo del 2011, a recepire nella legislazione nazionale, a livello costituzionale o equivalente, regole di bilancio coerenti con quelle fissate in ambito europeo con il Patto di stabilità e crescita. Nel vertice di dicembre è stato inoltre stabilito che tali regole debbano comprendere un meccanismo di correzione automatica delle eventuali deviazioni e che spetterà alla Corte di giustizia dell'Unione europea (UE) la formulazione di un giudizio di conformità della legislazione nazionale con le regole europee. Nella

stessa occasione, il Consiglio e il Parlamento europeo sono stati esortati a esaminare rapidamente le proposte di Regolamento presentate dalla Commissione alla fine di novembre che prevedono, per i paesi dell'area dell'euro: (a) un maggiore coordinamento nella fase di preparazione dei programmi di bilancio, attraverso la definizione di un calendario comune per la presentazione dei programmi alla Commissione prima della loro approvazione da parte dei rispettivi parlamenti nazionali; (b) maggiori poteri di sorveglianza da parte della Commissione sui paesi che ricevono assistenza finanziaria o sono comunque in grave difficoltà finanziaria. L'adozione delle misure decise in dicembre avrebbe richiesto modifiche dei Trattati europei con il consenso di tutti i paesi della UE, ma il Regno Unito si è dichiarato contrario. Gli altri paesi dell'Unione che non appartengono all'area dell'euro si sono detti disponibili a sottoscrivere l'accordo solo previa consultazione dei rispettivi parlamenti. In mancanza di un consenso unanime, alcune delle misure decise il 9 dicembre, assieme a un rafforzamento dell'automaticità della Procedura per i disavanzi eccessivi già previsto dal pacchetto legislativo sul Patto di stabilità e crescita entrato in vigore il 13 dicembre, saranno adottate con un accordo intergovernativo. Tuttavia, non è stato ancora chiarito quali specifiche misure saranno approvate con tale procedura.

Coinvolgimento degli investitori privati nella risoluzione delle crisi sovrane e sostegno alla Grecia. – È stato deciso che l'eventuale futuro coinvolgimento degli investitori privati nella risoluzione delle crisi sovrane si baserà sui principi e le pratiche dell'FMI. È stato inoltre ribadito che le decisioni riguardanti la Grecia sono da considerarsi uniche ed eccezionali e che verranno introdotte clausole di azione collettiva uniformi su tutte le nuove emissioni di titoli di Stato dell'area dell'euro. Inoltre, il governo greco e gli investitori privati sono stati esortati a raggiungere un accordo volontario volto a favorire il ritorno

del debito pubblico al 120 per cento del PIL entro il 2020, attraverso la riduzione del 50 per cento del valore nominale dei titoli di Stato greci detenuti da investitori privati. I paesi membri dell'area dell'euro contribuirebbero all'accordo con un impegno fino a 30 miliardi. Inoltre, verrebbe concesso alla Grecia un ulteriore programma di finanziamento per 100 miliardi fino al 2014, volto anche alla ricapitalizzazione delle banche del paese. Infine, attraverso l'EFSF verranno concesse garanzie sul collaterale utilizzato dalle banche greche per accedere alle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema.

Capacità di intervento dell'EFSF ed entrata in vigore dell'ESM. – è stato deciso di incrementare la capacità d'intervento dell'EFSF aumentandone la leva finanziaria attraverso due opzioni, eventualmente utilizzabili simultaneamente, che prevedono: la prima, la concessione di garanzie parziali sulle nuove emissioni di titoli di Stato dei paesi dell'area; la seconda, la costituzione di una o più società veicolo (co-investment funds, CIF) che acquisterebbero titoli pubblici sul mercato, primario e secondario, utilizzando le risorse finanziarie fornite da investitori privati e dall'EFSF. In questa seconda opzione, l'EFSF si farebbe carico delle prime perdite che dovessero verificarsi sugli investimenti dei CIF. In entrambi i casi l'intervento sarebbe subordinato all'accettazione da parte dei paesi beneficiari di condizioni stringenti sulle politiche da adottare per ristabilire condizioni di stabilità finanziaria. La Banca centrale europea (BCE) svolgerà il ruolo di agente nelle operazioni finanziarie dell'EFSF. Il processo di approvazione del trattato istitutivo dell'ESM verrà accelerato (sarà sufficiente la ratifica da parte di Stati membri dell'area dell'euro che rappresentino il 90 per cento del capitale impegnato), con l'obiettivo di anticiparne di un anno l'entrata in vigore (luglio 2012). L'EFSF resterà attivo per il finanziamento dei programmi avviati entro la metà del 2013, affiancandosi per un anno all'ESM. È

stato confermato che la capacità di prestito complessiva dell'EFSF e dell'ESM sarà pari a 500 miliardi di euro. L'adeguatezza di tali risorse verrà riesaminata nel marzo del 2012. È stata introdotta una procedura di emergenza che permetterà all'ESM di prendere decisioni con una maggioranza qualificata dell'85 per cento, invece che all'unanimità, nel caso in cui la BCE e la Commissione europea rilevassero minacce per la sostenibilità finanziaria ed economica dell'area dell'euro.

Capitalizzazione delle banche europee. – *Dopo la decisione del Consiglio europeo di ottobre, la European Banking Authority (EBA) ha approvato una raccomandazione che prevede che le maggiori banche della UE costituiscano un buffer di capitale che consenta loro di raggiungere, entro la metà del 2012 un coefficiente di patrimonializzazione (espresso in termini di capitale di migliore qualità) del 9 per cento, tenendo conto del valore di mercato dei titoli pubblici in portafoglio alla fine di settembre del 2011. L'aumento dei requisiti patrimoniali dovrà avvenire innanzitutto facendo ricorso a capitali privati e a un contenimento nel pagamento di dividendi e di bonus al personale; va evitato che esso si traduca in una riduzione del credito all'economia. In caso di necessità, i governi potranno intervenire per ricapitalizzare le banche ricorrendo, laddove non disponessero di risorse sufficienti, a prestiti dell'EFSF. Per attenuare le difficoltà che le banche europee stanno incontrando nella raccolta di fondi a medio e a lungo termine, il Consiglio europeo ha chiesto alla Commissione di valutare le opzioni disponibili per la concessione di garanzie pubbliche nazionali alle passività bancarie di nuova emissione. Al fine di evitare i problemi riscontrati dopo il 2008, quando le garanzie pubbliche vennero concesse in base a criteri diversi dai singoli paesi (cfr. il riquadro: Gli interventi a sostegno del sistema finanziario, in Rapporto sulla stabilità finanziaria,*

n. 1, 2010), la Commissione ha stabilito regole uniformi per tutti i paesi della UE in termini di accesso, costi e condizioni per le banche.

Risorse a disposizione dell’FMI. – I paesi dell’Unione si sono impegnati a valutare la possibilità di fornire all’FMI risorse aggiuntive fino a 200 miliardi, per adeguarne le disponibilità alle necessità determinate dalla crisi. Le nuove risorse verranno conferite al Fondo attraverso prestiti bilaterali, come accaduto tra il 2009 e il 2011. Il Consiglio europeo ha auspicato che anche i paesi al di fuori della UE contribuiscano al rafforzamento delle dotazioni finanziarie dell’FMI. Successivamente, i paesi dell’area dell’euro hanno confermato la disponibilità a fornire fino a 150 miliardi al Fondo; il Regno Unito ha subordinato la propria partecipazione (pari a 30 miliardi) a un coinvolgimento più ampio dei paesi membri dell’FMI non appartenenti all’Unione.

L’analisi di Banca d’Italia diverge, dunque, in modo sostanziale da quella di S&P’s e da quella del consulente prof. Resti: Banca d’Italia non si limita ad elencare le decisioni ed i risultati positivi di quei summit, ma sottolinea come le tensioni sul debito sovrano fossero state esse stesse indotte in larga misura proprio dai ripetuti declassamenti di talune Agenzie di rating; ma, di questo, il consulente Resti nulla dice.

4.d L’esame del consulente tecnico prof. Ugo Panizza

Il secondo consulente della difesa di S&P’s è stato il prof. Ugo Panizza, professionista di cui la difesa ha sottolineato la grande autorevolezza poiché lo stesso – si è costantemente rimarcato (all’udienza del 15/9/2016) – “*era alle Nazioni Unite*”.

Per amore di verità, il prof. Panizza non era presso l’ONU intesa come l’istituzione che tutti conoscono avente sede a New York, ma presso un

organo ad essa *ausiliario* denominato UNCTAD, una “*Conferenza sul commercio e lo sviluppo*” (UNCTAD) avente lo scopo di promuovere il processo di integrazione dei paesi in via di sviluppo, con sede a Ginevra (in Svizzera): luogo dove, peraltro, il prof. Panizza ha riferito di insegnare economia presso un istituto universitario privato di studi internazionali e dello sviluppo (“Graduate Institute of International and Development Studies”).

Il consulente, al pari da quanto fatto dal suo collega prof. Resti, ha dilatato in modo ipertrofico i temi probatori e decisori estendendoli al “merito” complessivo di tutti i pronunciamenti di S&P’s sull’Italia intervenuti tra maggio 2011 e gennaio 2012 e non affrontando i circoscritti profili di addebito.

Più in particolare, il consulente Panizza ha presentato una propria analisi delle azioni di rating di cui alle imputazioni, prospettando al Collegio una serie di elementi a sostegno delle valutazioni espresse da S&P’s tra maggio 2011 e gennaio 2012 nei confronti della Repubblica Italiana.

Con riguardo ai fatti di maggio 2011 (per i quali, come si è in precedenza chiarito, il principale fattore di addebito è rappresentato dalla tempistica della comunicazione al mercato della revisione di Outlook) il consulente ha rappresentato che la precedente azione di rating di S&P’s, risalente al novembre 2010, aveva confermato il rating A+ dell’Italia, confermando anche l’Outlook.

A sentire la dirigente generale del debito pubblico dr.ssa Cannata, dal novembre 2010 al 20 maggio 2011 non era, tuttavia, accaduto assolutamente nulla di significativo che potesse determinare un

peggioramento delle condizioni economiche del Paese, quindi quel taglio di Outlook.

Ha sostenuto, invece, il prof. Panizza che quell'azione di rating del maggio 2011 (revisione di outlook da stabile a negativo) si imponeva per il rischio di crescita economica (crescita che si stava indebolendo) e per il rischio di stallo politico: fattori di rischio che Panizza ha ritenuto esistenti alla stregua – quanto al primo – delle proiezioni OCSE, FMI Commissione Europea (le stesse invocate, in senso contrario, dal nostro Dipartimento del Tesoro nel Comunicato del 21/5/2011 che riteneva ingiustificata quella valutazione di S&P's) e – quanto al secondo – delle vicende di politica interna.

Seguendo lo stesso “metodo Resti”, di rimpolpare ed implementare *ex post* le carenti motivazioni a base dei rating di S&P's, il consulente tecnico ha sostenuto che il Comunicato stampa del Tesoro del 21/5/2011 fosse, in realtà, *“un documento più politico che tecnico-analitico, un documento che dà una visione politica”* (cfr. pag. 33 verb. Ud. Sten. 15/9/2016).

Ha, quindi, fatto riferimento alle relazioni delle organizzazioni internazionali citate nel Comunicato stampa del Tesoro per (tentare di) “smontare” suggestivamente quanto in esso dichiarato dal Ministro dell'economia e – per contro – fornire argomenti giustificativi del taglio di *Outlook* operato dall'Agenzia di rating imputata.

Vale, però, la pena rimarcare anche in questa sede quale sia il punto specifico di addebito con riguardo ai fatti del maggio 2011, allorché gli imputati *“il venerdì 20 maggio 2011 divulgavano in un report l'avvenuto “taglio” dell'Outlook del debito sovrano dell'Italia da stabile a negativo (“Republic of Italy Outlook Revised to Negative On Risk Of Persistent*

*High Debt Ratio; “A+/A-1+”), **diffondendo non contestualmente/tempestivamente, ma solo il successivo lunedì 23 maggio 2011** (giorno di riapertura dei mercati), **un ulteriore report esplicativo delle “motivazioni” del “taglio” dell’Outlook** (“Why we revised the Outlook on Italy To negative”): **valutazioni artificiosamente comunicate/diffuse ai Mercati con una tempistica sfalsata e tale da generare sui mercati una volatilità ed un’incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali.** Detti giudizi negativi “diffusi” dall’Agenzia erano, peraltro, da ritenere – nel merito – infondati e tendenziosi (forieri, dunque, di informazioni false ai Mercati) giacché in contrasto con i dati macroeconomici ufficiali menzionati dal Ministero dell’Economia in data 21/5/2011 con il comunicato stampa n. 72;*

La principale criticità, con riferimento al taglio di *Outlook* di maggio 2011 è, dunque, rappresentata dall’**artificio temporale** intervenuto sul punto dello **sfalsamento dei tempi in cui viene fornita l’informazione ai mercati finanziari.**

Profilo solo secondario, seppure costituente ulteriore criticità (e, per questo, fatto anche oggetto di addebito), è quello della **coerenza della decisione con i dati macroeconomici ufficiali conosciuti e conoscibili** da un operatore qualificato come S&P’s: **coerenza ritenuta insussistente** secondo i dati menzionati nel Comunicato stampa n. 72 del 21/5/2011 rilasciato dal Ministero dell’Economia – Dipartimento del Tesoro.

Ma non è solo il Ministero dell’economia che prende le distanze e censura quell’azione di rating sotto il profilo della correttezza informativa.

Anche la CONSOB muove, infatti, una serie di censure ed osservazioni critiche in ordine a quella “bocciatura” e lo fa nella più volte richiamata Nota Tecnica, dove si esprime nei termini seguenti evidenziando ulteriori profili di violazione del Regolamento europeo 1060/2009:

“In proposito, si osserva che il report diffuso il 20 maggio u.s. riportava motivazioni piuttosto sintetiche ed esclusivamente qualitative in merito alla decisione di rating; **non veniva infatti riportato alcun dato quantitativo a supporto della decisione.**

Nel corso della successiva seduta di borsa di lunedì 23 maggio u.s., S&P’S, alle ore 10:44, ha diffuso un ulteriore report avente ad oggetto le motivazioni della decisione di rivedere in senso negativo *l’Outlook* del debito sovrano italiano dal titolo *“Why We Revised The Outlook On Italy To Negative”*. In tale *Report* si ribadivano le summenzionate criticità, descritte tuttavia in modo più approfondito, e si fornivano taluni dati quantitativi in ordine alla situazione macroeconomica dell’Italia”.

Con riguardo al principale profilo di addebito inerente i fatti del maggio 2011, emerge con solare evidenza come la scelta di **sfalsare la tempistica** della comunicazione ai mercati **di un’unica notizia** (il taglio di Outlook sull’Italia) costituisse un palese *artificio informativo* (rilevante ex art. 185 T.U.F.) che, con il **pretesto** (ecco l’artificio) **di diffondere in una successiva giornata** (il 23/5) **un nuovo documento** per – usando le parole della CONSOB – *“ribadire le criticità”* indicate già nel primo documento (quello del 20/5) e *“descriverele tuttavia in modo più approfondito”* fornendo *“taluni dati quantitativi in ordine alla situazione macroeconomica dell’Italia”*, **di fatto sortiva l’effetto di raddoppiare** (sempre la stessa) **notizia negativa, raddoppiando** altresì **la situazione**

di attesa e tensione sui mercati, quindi quella condizione (come recita l'imputazione) di incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali.

Nel “merito” della valutazione di S&P's di revisione in negativo dell'Outlook del debito sovrano dell'Italia è, invece, appena il caso di rilevare come le rispettabili opinioni ed interpretazioni sostenute dal consulente di S&P's collidono con i dati contenuti nelle tabelle (più volte richiamate) dei Rapporti sulla stabilità finanziaria dell'Italia curati da Banca d'Italia (ed acquisiti all'udienza del 29/9/2016): dati dai quali emerge che l'Italia – al di là del dato a tutti noto, quindi non costituente in alcun modo una “novità”, di un elevato debito pubblico – presentava fondamentali economici solidi e superiori alla media dell'area dell'euro (si rinvia qui alle considerazioni svolte nel paragrafo dedicato a “le informazioni ai mercati di S&P's del maggio 2011”).

Con riferimento al secondo episodio dell'imputazione, si tratta di un profilo di addebito che non tocca in alcun modo il merito del commento/rating; a S&P's si ascrive una condotta manipolativa poiché gli imputati “il giorno venerdì 1 luglio 2011, poco dopo le ore 13.00 (dunque, a mercati “aperti” ed a contrattazioni in corso), elaboravano e divulgavano una nota (“Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks to Debt Reduction”) che, con l'artificio di diffondere valutazioni negative sulla manovra finanziaria correttiva presentata dal Ministro dell'Economia **prima ancora che il testo della stessa fosse reso ufficiale e pubblicato in Gazzetta Ufficiale** (condotta che determinava l'intervento della CONSOB), determinavano ulteriori turbolenze sul mercato dei titoli di Stato italiani, con pericolo concreto di deprezzamento degli stessi”.

Come si vede, **il tema di addebito non è in quello che S&P's dice ai Mercati, ma nel come, quando e su quali fonti lo dice**; il focus dell'imputazione, in altre parole, è dato dalla **tempistica** e dall'**affidabilità/accuratezza** delle **fonti informative** di S&P's in relazione ad una cruciale manovra correttiva finanziaria che viene "stroncata" sui mercati finanziari internazionali, prima che la stessa fosse ufficializzata e conosciuta dallo stesso Presidente della Repubblica. Anche qui giova richiamare testualmente i **rilievi** sollevati da CONSOB nella Nota Tecnica.

"3.2. Report di S&P'S del 1° luglio 2011

Il 1°luglio 2011 S&P'S ha pubblicato un **Report** dal titolo "*Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks To Debt Reduction*" (cfr. all. 6). Tale Rapporto non ha avuto ad oggetto un cambiamento di rating (o di *Outlook* o di *Rating watch*) ma conteneva **valutazioni negative in merito alla manovra economica appena presentata dal Governo italiano, ma non ancora definitiva e di cui non era ancora pubblico il testo scritto.**

* * *

Al riguardo, lo scrivente Ufficio ha convocato per il 4 luglio 2011 i rappresentanti legali dell'agenzia di rating al fine di acquisire informazioni e chiarimenti in merito al suddetto Report. Nel corso di tale audizione , è stato evidenziato da S&P'S che tale **Report** rappresentava una semplice nota di carattere macroeconomico, redatta per far fronte alle esigenze del mercato di avere valutazioni da parte di S&P'S in merito alla **manovra di consolidamento fiscale** allo studio da parte del Governo Italiano. S&P'S, in una successiva risposta scritta del 7 luglio 2011, ha precisato che — **benchè la pubblicazione non fosse stata sollecitata da alcun soggetto terzo**, essa derivava dalla constatazione, da parte dei propri

analisti, che il comunicato stampa diffuso dal Governo Italiano *"rappresentasse un fatto di interesse per il mercato, meritevole dunque di un commento"*.

Sebbene vi fosse stato un mutamento di scenario⁸ lo stesso report tuttavia, secondo quanto rappresentato da S&P'S, non conterrebbe nuovi elementi di giudizio rispetto a quanto rappresentato nell'ultima revisione *dell'Outlook* del 20 maggio 2011.

S&P'S ha altresì precisato di non considerare tale tipologia di report quale "attività di rating del credito" ai fini del Regolamento (CE) 1060/2009. Pertanto lo stesso non è stato assoggettato alle misure previste in materia di approvazione dei rating, quale, ad esempio, l'esame da parte di un Comitato rating. **Tuttavia si evidenzia che lo stesso report riporta "This unsolicited rating(s) was initiated by Standard & Poor's [...]"**, lasciando quindi intendere che l'agenzia stessa potesse ritenere tale report come un giudizio di rating.

Al riguardo, si rappresenta che un primo elemento di criticità del suddetto Report è costituito dal fatto che, in presenza di elementi informativi in qualche modo "nuovi", l'agenzia di rating **deve valutare con attenzione** quando questi determinano l'esigenza di produrre un nuovo rating, piuttosto che un semplice Report macroeconomico.

La diffusione di tali report, secondo quanto rappresentato da S&P'S nel corso dell'audizione, sarebbe usuale in occasione di nuovi eventi o di un mutamento del contesto informativo concernente un emittente. S&P'S ha inoltre sottolineato che il Report in oggetto, contenente una sintetica valutazione della manovra di consolidamento fiscale allo studio da parte del Governo italiano, era stato elaborato e diffuso a mercati aperti al fine di non creare asimmetrie informative sul mercato.

⁸ Il 30 giugno 2011 il Governo Italiano aveva approvato un pacchetto di misure finalizzato al consolidamento fiscale. Il testo di tale decreto tuttavia alla data del 3 luglio 2011 non era noto neanche al Presidente della Repubblica (come precisato in un comunicato stampa del 3 luglio 2011: *"Poiché molti organi di informazione continuano a ripetere che la manovra finanziaria approvata dal Governo nella seduta*

di giovedì scorso sarebbe al vaglio della Presidenza della Repubblica già da venerdì, si precisa che a tutt'oggi la Presidenza del Consiglio non ha ancora trasmesso al Quirinale il testo del decreto legge")

Inoltre, con riferimento alle informazioni esaminate, un **ulteriore elemento di criticità** è rappresentato dal fatto che, in presenza di un giudizio di rating, l'agenzia deve valutare "se considera soddisfacente la qualità delle informazioni disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o a terzi collegati" e che "Laddove la mancanza di dati affidabili [...] o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il rating o ritira il rating esistente" (Allegato I, Sezione D, Par. 4, del Regolamento (CE) 1060/2009).

Anche a seguito di tale analisi, è stato chiesto alle agenzie di rating, in fase di registrazione, di prevedere esplicitamente nelle proprie procedure che tale verifica della "novità" e dell'affidabilità delle informazioni dovesse essere fatta sempre, al fine di valutare la necessità di emettere o meno un giudizio di rating, nonché che tale attività di verifica non fosse posta in essere dal solo analista, ma fosse condivisa da un esponente senior del Dipartimento di rating coinvolto.

S&P'S, così come le altre agenzie di rating internazionali (che prevalentemente producono tali Report macroeconomici), ha quindi modificato nel modo richiesto le relative procedure".

Ebbene, le menzionate criticità in ordine allo specifico addebito che ci occupa risultano evidenziate con grande chiarezza dall'Autorità di vigilanza, né risultano in alcun modo scalfite dalla dotta dissertazione del consulente Panizza e dal profluvio di dati che lo stesso ha fornito scantonando dalla reale questione posta dal tema probatorio e decisivo all'attenzione del Collegio.

Con riferimento ai fatti del 5/12/2011, il prof. Panizza non affronta il tema dell'artificio temporale informativo usato da S&P's nel porre in credit watch negativo l'Italia, ma ripercorre pari pari gli argomenti di S&P's a base di quella decisione sui Paesi dell'eurozona (ossia il fatto che l'Agenzia era in attesa di valutare quanto sarebbe stato deciso nel summit dei Capi di Stato e di Governo dell'Eurozona dell'8 e 9 dicembre 2011): **in realtà la sola novità degna di rilievo e di “valutazione o commento” era che la situazione dell'Italia – che S&P's nuovamente bocciava ponendo in revisione negativa a breve termine la propria valutazione sul debito sovrano – era assolutamente e radicalmente mutata rispetto a quella del settembre 2011, data del precedente declassamento decretato da S&P's: un radicale mutamento realizzato rimuovendo proprio le criticità poste a base del predetto declassamento.**

Ecco perché risultava oggettivamente ed assolutamente incoerente, incongruente e ingiustificabile la nuova azione di rating negativa sulla Repubblica Italiana!

Con riferimento al declassamento del 13/1/2012 il prof. Panizza ha parlato del pluricitato “*fattore esterno*” che rappresentava la difficoltà di rifinanziarsi sul mercato estero: difficoltà che – ha spiegato – poteva intravedersi nell'analisi della Banca dei Regolamenti internazionali (ubicata a Basilea), una sorta di banca Centrale delle Banche centrali, che parlava di “*irrigidimento delle condizioni creditizie nella zona euro*” soggiungendo che “*le istituzioni finanziarie esposte hanno visto crescere i costi della provvista e deteriorarsi l'accesso al mercato*”.

Le considerazioni del consulente, anche in tal caso, non possono – per quanto interessanti – sviare dallo specifico profilo di addebito ed

escludere o mitigare le mistificazioni informative che hanno contraddistinto le motivazioni del downgrading dell'Italia di cui si è ampiamente fin qui parlato e che qui si richiamano.

Giova, infatti, nuovamente rammentare che secondo l'opinione di S&P's il declassamento rifletteva la “vulnerabilità crescente dell'Italia ai rischi finanziari esterni, data – motivava in modo chiaro ed incontrovertibile l'agenzia di rating – dalla “alta titolarità estera del debito governativo e del debito del settore finanziario”.

Proseguendo, S&P's aggiungeva: “L'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'Eurozona sta esacerbando, a nostro avviso, i vincoli di finanziamento estero sul settore pubblico e privato dell'Italia”.

Nel testo inglese: “The downgrade reflects what we see as Italy's increasing vulnerabilities to EXTERNAL FINANCING RISKS, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt. It is our view that depending political, financial, and monetary problems within the Eurozon are exacerbating the EXTERNAL FUNDING CONSTRAINTS on the Italian public and private sectors.

Come si può notare nella motivazione del declassamento dell'Italia si parla prima di “external financing risks” in riferimento all'Italia, poi di “external funding constraints” in riferimento all'Eurozona.

Di “estero” o “esterno”, cioè, si parla prima con riferimento ai rischi finanziari esterni, data la titolarità “alta” di debito estero pubblico e bancario italiano (il che, come si è dimostrato, è falso!); poi – ma non con riferimento all'Italia, bensì con riferimento “all'aggravamento delle

problematiche politiche, finanziarie e monetarie dell'Eurozona” – ai vincoli finanziari **esterni** sul settore pubblico e privato italiano.

Nessun riferimento e nessuna evidenza in quella motivazione – come si vede – ai concetti, categorie e spiegazioni cui hanno fatto cenno i consulenti di S&P's in dibattito.

Si è parlato, da parte dei testi a discarico e dei consulenti tecnici, di **“rischio di deterioramento del credito e di liquidità”**: ma vediamo cosa dice sul punto il **Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011 di Banca d'Italia**

A pag. 42 del Rapporto in parola, si tratta il tema **“La provvista delle banche, il rischio di liquidità, il rischio di rifinanziamento”** e si comprende quale fosse all'epoca la reale situazione riguardante il rischio di liquidità e di rifinanziamento (rischi che avrebbero – secondo i consulenti privati di S&P's – portato il punteggio del fattore esterno per l'Italia al voto peggiore “6” a seguito di aggiustamenti negativi):

“la raccolta complessiva delle banche italiane ha continuato a espandersi...la crescita del ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema ha compensato il rallentamento della provvista estera. Quest'ultimo ha riguardato sia i depositi da non residenti, sia i pronti contro termine effettuati attraverso le controparti centrali...La raccolta al dettaglio è cresciuta, in larga misura per l'aumento delle obbligazioni. A giugno di quest'anno essa si collocava al 54,1 % della provvista complessiva (nel resto dell'area dell'euro tale quota si colloca in media al 48,8%)..Nei primi mesi dell'anno i principali intermediari italiani hanno fatto un ricorso massiccio ai mercati obbligazionari

all'ingrosso...nei mesi più recenti tuttavia i mercati internazionali all'ingrosso hanno cessato di funzionare. Da luglio i collocamenti di obbligazioni da parte di intermediari europei sono stati assai contenuti...nel fronteggiare l'ingente volume di rimborsi, gli intermediari italiani trarranno vantaggio da punti di forza quali: l'alto peso della raccolta obbligazionaria al dettaglio, caratterizzata da elevata stabilità; assenza di titoli in scadenza con garanzie pubbliche, che conterrà l'onere di rifinanziamento; la posizione di liquidità tuttora equilibrata".

Se, dunque, esaminiamo queste informazioni e gli altri dati di Banca d'Italia (più e più volte richiamati) che ci rassicurano, fra l'altro, sulla "bassa" (sicuramente non alta) titolarità estera di debito pubblico, bancario e privato non finanziario, appare definitivamente chiara la mistificazione volontariamente operata da S&P's nella divulgazione di quelle informazioni price sensitive sul merito di credito dell'Italia.

4.e L'esame degli altri consulenti di S&P's: Anolli, Gabbi e Zingales

All'udienza dell'1/12/2016 è stato esaminato il **prof. Mario Anolli**, docente universitario di economia degli intermediari finanziari.

Detto consulente ha relazionato – nell'interesse della difesa dell'imputato Deven Sharma – sull'organigramma di S&P's e sulla distinzione – in seno alla società – tra l'area analitica e quella manageriale di appartenenza dell'imputato Sharma, presidente dal 2007 di S&P's Rating and Investment Services, ma già dal 2002 vice presidente globale della Corporation McGraw Hill Companies, socio unico di S&P's.

Avendo Deven Sharma funzioni di *general manager* – ha spiegato il prof. Anolli – non poteva interferire o avere responsabilità per l’area analitica di rating, con conseguente sua estraneità ai fatti addebitatigli nel presente processo.

Senonchè, ad una attenta lettura della consulenza tecnica, la prospettazione difensiva è apparsa vacillante.

Ed infatti, alla pag. 10 della relazione del prof. Anolli, nella scheda “*general manager*” – estratta dal Glossario dei termini, policy e linee guida di S&P’s Rating Services – si indicano le competenze del “*general manager*” e del “*ruolo direttivo generale*”: funzioni rivestite ed incarnate, all’epoca dei fatti, da Deven Sharma: ebbene, nell’elencazione delle attività di competenza del general manager si individuano quelle di (testuale dalla pag. 10 della relazione a firma del prof. Anolli) “*...supervisione della qualità, delle risorse umane, della compliance con le policy*”, nonché di “*supervisione (overseeing) dell’attività analitica, senza partecipare alla valutazione, approvazione, emissione e revisione di azioni di rating del credito specifiche*”.

Ancora, a pag. 14 della consulenza si assume testualmente che “*ai fini della policy e delle linee guida, il Presidente di Rating Services è un Direttore Generale di ratings e un Responsabile Nazionale e Regionale*”.

Quindi, a pag. 17 della consulenza, si chiarisce la “*relazione gerarchica e funzionale tra Deven Sharma e Maria Pierdicchi*” spiegando che (testuale):

- *si tratta di due esponenti appartenenti ai ruoli di Direzione Generale (general management);*

- *Maria Pierdicchi riportava direttamente a Deven Sharma a causa della vacanza della posizione dirigenziale intermedia.*

Ed allora, alla stregua di tali precisazioni, nonché dell'ulteriore rilevante affermazione – fatta dal prof. Anolli su domande del P.M. – che quando nell'organigramma di S&P's (articolato a pag. 18 della consulenza) vi erano posizioni vuote (*open position*) le corrispondenti responsabilità “salivano” e venivano assunte dal soggetto che si trovava al livello immediatamente superiore, sono stati rimessi in discussione i ruoli e le responsabilità esclusivamente (secondo la difesa) “manageriali” rivestite da Deven Sharma.

Analizzando, infatti, l'organigramma aziendale riportato in consulenza – dunque l'atto che supporterebbe le valutazioni del consulente in ordine ai rapporti tra Sharma e la Pierdicchi – è apparsa subito evidente l'esistenza di alcune posizioni vuote (*open position*) proprio nelle caselle/gradini immediatamente sottostanti alla casella apicale del Presidente di S&P's Deven Sharma: posizioni vuote che, secondo i principi e le linee guida di S&P's e secondo la lettura del consulente prof. Anolli, comportavano il riporto delle responsabilità di quelle posizioni al gradino superiore, investendo direttamente il Presidente Sharma.

Ebbene, le due caselle vuote immediatamente sottostanti a quella di Sharma risultano:

- 1) quella (in alto a sinistra della pianta – organigramma) del Vice presidente esecutivo del Servizio Rating (*Executive Vice President Rating Services – Open Position*);
- 2) quella (in alto a destra della pianta – organigramma) del Direttore Esecutivo (*Executive Managing Director – Open Position*)

Ne consegue che confluivano e convergevano nella persona dello Sharma sia le “responsabilità” dell’apicale del Servizio di Rating, sia quelle dell’apicale del Management Esecutivo.

D’altro canto, che il Presidente Sharma gestisse *motu proprio* non solo l’area manageriale, ma anche quella analitica del rating è dimostrato (a riscontro proprio di quanto emerge dalla consulenza Anolli e dalla pianta organica di pag. 18 dell’omonima relazione tecnica) dalla “famosa” telefonata che direttamente Sharma fa alla Pierdicchi, di cui si è lungamente parlato e che qui si richiama.

Sempre all’udienza dibattimentale dell’1/12/2016 è stato esaminato il **prof. Giampaolo Gabbi** che ha relazionato – quale consulente della difesa dell’imputato Jan Le Pallek – su **policy e linee guida** in vigore presso S&P’s: una lettura ragionata di come “in astratto” avrebbero dovuto funzionare le attività degli analisti, le riunioni e le attività dei comitati di rating e le attività dei manager come Le Pallek; tutto, però, in astratto.

Ovviamente, il prof. Gabbi ha sostenuto che le condotte tenute dall’imputato Le Pallek furono sempre in linea con regolamenti e codici di comportamento aziendali.

Quando, però, il P.M. ha chiesto al consulente se – dopo avere affrontato lo studio di linee guida, codici deontologici e policy – avesse avuto notizia di modelli di organizzazione e di gestione ex art. 6 D. Lgs.vo 231/2001 idonei a prevenire quei reati di abuso di mercato previsti dalla Direttiva 2003/6/CE richiamata nel Regolamento europeo sull’attività di rating 1060/2009, il prof. Gabbi ha riferito di ignorarne l’esistenza e,

comunque, di non avere approfondito quel tema: il tema di verifica in concreto del funzionamento effettivo di policy, linee guida e best practice trattate dal consulente.

All'udienza del 2/12/2016 è stata la volta del **prof. Luigi Zingales**, **“super” consulente tecnico** di S&P's, citato dalla difesa dell'imputato Deven Sharma.

Al di là della pregevole illustrazione di nozioni e concetti macroeconomici ormai lungamente trattati nel processo, il consulente di S&P's – che ha ricordato e citato alcuni propri articoli giornalistici coevi ai fatti di causa – ha sostanzialmente replicato i temi già affrontati dagli altri suoi colleghi consulenti di S&P ed ha asserito di ritenere condivisibili le azioni di rating di S&P's con riguardo all'Italia.

Quando, tuttavia, il PM (prima) e il Collegio (poi) gli hanno chiesto di esprimersi sul cruciale tema (oggetto dell'imputazione inerente il doppio declassamento dell'Italia del 13/1/2012) dell'ammontare della quota “estera” di debito bancario dell'Italia nel 2011, il super consulente è apparso smarrito.

Incalzato dal P.M. e dal Tribunale, richiesto di riferire se quell'ammontare fosse “alto” (come sostenuto da S&P's) o meno, il noto professore italo-americano è stato evasivo, quasi sfuggente alle domande; quando, poi, gli si sono sottoposti i dati numerici di Banca d'Italia ricavati dal Rapporto sulla Stabilità Finanziaria del 3/4/2012 (pag. 30 ultimo periodo) che quantificavano la quota estera in questione nel (solo) 21 % delle passività bancarie complessive, il prof. Zingales (presentatosi al Tribunale come professionista indipendente) ha continuato ad eludere le domande del Collegio non fornendo risposte puntuali ed esaustive.

5. Il “precedente”: la sentenza di condanna nei confronti dell’Agenzia di rating Standard & Poor’s resa dal Tribunale di Milano il 20/6/2011

Se questo processo penale è una novità, un caso inedito di manipolazione informativa di mercato da parte di un’agenzia di rating, non è per **Standard & Poor’s** una novità essere citata davanti ad un giudice per i suoi rating: essa è stata infatti già una prima volta condannata – guarda caso proprio nel 2011 – per non avere svolto con correttezza, oggettività ed indipendenza la sua delicatissima funzione informativa ai mercati finanziari.

Il 20/6/2011 il **Tribunale di Milano – VI Sezione Civile** ha pronunciato una **sentenza di condanna** nei confronti **dell’Agenzia di Rating Standard & Poors’s** (sentenza acquisita al fascicolo dibattimentale in corso di istruttoria) nella causa civile iscritta al n. 64077/05 R.G. e promossa da **Parmalat s.p.a.** e **Parmalat Finanziaria s.p.a.** in persona dell’amministratore straordinario dott. Enrico Bondi in veste di assuntore concordatario (per effetto del concordato approvato con sentenza 1 ottobre 2005, n. 22 del Tribunale di Parma).

Il giudizio era stato intentato con atto di citazione del 26/10/2005 per sentire condannare (come in effetti è stata condannata) le società The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a., rispettivamente, divisione italiana e divisione francese della **società di rating Standard & Poor’s**, al risarcimento dei danni derivati alla massa creditoria a causa dell’inadempimento, da parte delle convenute, alle obbligazioni contrattuali scaturenti dai contratti di rating stipulati tra il 2 giugno 2000 ed il 13 febbraio 2003.

In particolare, veniva richiesto il risarcimento dei danni procurati: (a) ai creditori ed agli obbligazionisti di Parmalat i quali, se correttamente informati, si sarebbero astenuti dall'acquistare le obbligazioni emesse da varie società del gruppo Parmalat negli anni 2001 - 2003 e rimaste insolute, per un importo pari a € 4.073.200,00 oltre interessi e rivalutazione; (b) a Parmalat Finanziaria s.p.a. per il pagamento di corrispettivi del tutto ingiustificati, pari € 784.120,00, oltre interessi e rivalutazione ed altro.

Si deduceva nell'atto di citazione che **Standard & Poor's, pur essendo a conoscenza che il rating assegnato a Parmalat fosse ben più favorevole di quanto avrebbe dovuto essere sulla base di una valutazione indipendente e corretta, aveva continuato a rendere a Parmalat un rating ampiamente positivo, in contrasto con le regole di valutazione da esse stesse elaborate** e ciò persino pochissimi giorni prima del fallimento del 2003.

Nel corso di quel giudizio il Tribunale disponeva consulenza d'ufficio che confermava l'assunto delle società attrici avendo i consulenti dei giudici concluso che **tutti i rating attribuiti da Standard & Poor's** alla società Parmalat **non** fossero **coerenti** con le informazioni e i dati aziendali conosciuti da S&P's o conoscibili da un operatore qualificato quale S&P's.

Standard & Poor's si difendeva depositando una consulenza tecnica di parte che tentava di dimostrare la correttezza e coerenza delle valutazioni operate da S&P's nei confronti dell'emittente Parmalat: detta consulenza di parte veniva elaborata e predisposta – si badi bene – da quel **prof.**

Andrea Resti esaminato come consulente della stessa società Standard & Poor's anche nel presente processo penale.

Nella **sentenza** in commento – **non appellata da S&P's** – il **Tribunale di Milano** ha affrontato e svolto temi e considerazioni **assolutamente simili** a quelli che ci occupano nel presente processo, convergendo verso le medesime conclusioni che qui devono rassegnarsi.

Giova qui brevemente ripercorrere i passi salienti del ragionamento del Tribunale milanese che inquadra l'attività e le procedure di rating nei termini che seguono (testuale dalla sentenza):

“Il contratto di rating, tra l'altro sorto negli Stati Uniti d'America, non è soggetto ad una specifica disciplina contrattuale ma, come del resto osservato concordemente dalle parti in causa e condiviso dal giudice, è riconducibile nell'alveo della prestazione professionale.

Ne consegue che l'inadempimento del professionista deve essere valutato alla stregua dei doveri inerenti lo svolgimento dell'attività professionale ed, in particolare, dei doveri di diligenza e di perizia parametrati sulle migliori conoscenze scientifiche mediamente esigibili dall'operatore professionalmente qualificato, avuto riguardo alla natura dell'attività esercitata ex art. 1176 c.c. e con l'attenuazione del profilo di responsabilità, confinata nel perimetro del dolo o della colpa grave, laddove la prestazione implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, ai sensi dell'art. 2236 c.c..

Le modalità operative nel rilascio del rating non sono e non erano legislativamente codificate all'epoca dei fatti di causa, ma erano state

elaborate dalla stessa S&P'S nei *Corporate Ratings Criteria*.

Tali regole, necessariamente in parte elastiche, presuppongono, in ogni caso, la completezza e la sufficienza delle informazioni disponibili costituite da tutte le “analisi qualitative, quantitative e legali del caso”.

La scala dei rating internazionali adottata da S&P'S è suddivisa in **due macro classi**, denominate, una, categoria di investimento (**investment-grade** comprendente i rating **da AAA a BBB**) e l'altra, categoria speculativa (**speculative-grade**) comprendente i rating **da BB a D**).

Tale distinzione assume un ruolo determinante nelle valutazioni degli investitori, con conseguenti riflessi in termini di maggiori possibilità di collocare sul mercato titoli inseriti nella categoria investment grade.

Quanto alle specifiche modalità operative, la procedura prevede, in prima battuta, che la società soggetta a rating fornisca i materiali informativi di base, tra i quali bilanci di esercizio sottoposti a revisione dei conti, per cinque anni, vari bilanci intermedi recenti, descrizioni narrative di operazioni e di prodotti; all'esito dell'esame di tali elementi, gli analisti elaborano uno schema di analisi con l'indicazione dei principali temi di approfondimento e l'elenco di eventuale, ulteriore documentazione necessaria.

Seguono, poi, gli incontri con la dirigenza, in particolare con la direzione finanziaria ed amministrativa (management meeting); quindi, una volta conclusi gli incontri ed acquisiti i dati necessari, gli analisti elaborano uno studio approfondito dell'impresa e presentano un rapporto interno per i membri del comitato di rating, rapporto denominato Corporate Ratings Global RAMP Score Sheet, brevemente

indicato RAMP.

Il comitato di rating si compone di un numero di analisti compreso tra cinque e sette, alcuni dei quali con specifiche competenze nel settore in cui opera l'impresa e l'analista principale effettua una presentazione al comitato in cui espone la valutazione della gestione strategica e finanziaria della società ed una raccomandazione di rating.

Il rating così proposto viene discusso ed infine determinato sulla base del consenso espresso dalla maggioranza dei membri del comitato; quindi, unitamente alle motivazioni ad esso sottese, viene comunicato all'impresa, la quale può decidere se presentare una sorta di ricorso, al fine della revisione del rating; il comitato di rating, poi, qualora ne sussistano i presupposti, può modificare il rating assegnato e, quindi, l'impresa può decidere se pubblicare o meno il rating, comunicando la sua scelta all'agenzia.

Inoltre, “dal momento in cui il rating viene pubblicato, l'agenzia si impegna ad informare gli investitori di qualsiasi modifica intervenuta nella qualità di credito dell'impresa. Per questo, il rating è oggetto di un monitoraggio permanente che prevede almeno un management meeting annuale con l'obiettivo di aggiornare le informazioni finanziarie relative all'impresa stessa e gli orientamenti strategici. Analogamente è prerogativa dell'impresa comunicare qualsiasi informazione rilevante ai fini della valutazione e dell'aggiornamento del proprio merito creditizio”.

Nel corso del monitoraggio, inoltre, possono mutare le condizioni che hanno portato all'emissione di un determinato rating: in tal caso,

l'analista intraprende una prima disamina che può condurre all'inserimento nell'elenco dei CreditWatch.

Segue, quindi, la procedura identica a quella prevista per il rating di nuova emissione, con un'analisi più approfondita e con contatti con la dirigenza.

Altro elemento di rilievo nel rilascio del rating è il concetto di Outlook che si sostanzia in un'informazione aggiuntiva calibrata su prospettive future, come tali migliorative o peggiorative.

Entrando nel merito delle valutazioni espresse da Standard & Poor's sull'emittente Parmalat, il Tribunale evidenzia come **i consulenti tecnici d'ufficio** *“dopo aver analizzato le comunicazioni intercorse tra la società attorea e S&P'S, al fine di valutare la qualità dell'informazione ricevuta dalle odierne convenute e necessaria al fine dell'espletamento dell'incarico, hanno analizzato criticamente l'attribuzione di ogni singolo rating alla luce dei criteri stessi emanati da S&P'S”.*

E così, analizzando i sei rating emessi da S&P's, i consulenti di ufficio concludono (rivisitando le analisi svolte dall'Agenzia di rating) che **tutti e 6 i rating emessi** (dal novembre 2000 al settembre 2003) da S&P's nei confronti dell'emittente i Parmalat – **rating “BBB-” con “Outlook stabile/positivo” della macro-classe investment - grade – non fossero coerenti con le informazioni ed i dati aziendali conosciuti o comunque conoscibili da un operatore qualificato qual era S&P'S**, ma fossero invece propri della macro - classe *speculative-grade*.

Osserva il Tribunale come *“La valutazioni dei consulenti del Tribunale paiono immuni da vizi logici, da carenze scientifiche ed omissioni di dati.*

I CONSULENTI TECNICI. hanno, infatti, adottato la stessa metodologia elaborata nei Rating Criteria da S&P'S e valutato i key ratios non solo alla luce dei dati di bilancio, ma in modo dinamico, utilizzando tutte le informazioni fomite all'agenzia di rating dal management".

*Così delineato il quadro istruttorio scaturente dalla consulenza tecnica d'ufficio, è necessario ora chiedersi, in primo luogo, se **l'agenzia abbia fornito in modo diligente e perito la propria prestazione professionale, avuto riguardo, essenzialmente, alle proprie regole metodologiche e tecniche e senza alcuna pretesa di addebitare, a carico della stessa, l'obbligo di verifica - non sussistente dal punto di vista giuridico - circa la veridicità dei dati fomiti dalla committenza.***

E', in altri termini, necessario verificare se siano state rispettate quelle basilari regole in ordine alla completa acquisizione dei dati necessari, alla corretta elaborazione del rating ed alla trasparente comunicazione del giudizio formato.

Con riguardo al primo profilo, la risposta è senz'altro negativa.

*Ed, invero, con riferimento a tutti i sei rilasci di rating, l'attività di S&P'S è stata caratterizzata da **condotte inadempienti, concretizzatesi in continui disallineamenti delle elaborazioni rispetto alle regole tecniche contenute nei criteri di attribuzione del rating,** sia quanto al calcolo degli indici finanziari, i key ratios, sia quanto alla ricomprensione degli indici nelle relative classi di appartenenza, sulla base delle cd. mediane costruite dalla stessa S&P'S, nonché in **rilevanti carenze informative.** In aggiunta a ciò, i continui disallineamenti rispetto alle mediane, le **frequenti modifiche del metodo di calcolo degli indici** non sono stati affatto giustificati dalle odierne convenute, con la*

conseguenza che tutta l'attività è stata contraddistinta dalla ripetuta, macroscopica e consapevole violazione delle regole tecniche di cui ai predetti criteri, come è emerso dal materiale istruttorio sopra esposto.

In particolare il Tribunale pone l'accento sulle evidenziate (dai consulenti tecnici) incongruenze metodologiche e sulle "continue modifiche dei metodi di calcolo dei key ratios" in ordine alle quali "i CTP non hanno svolto alcuna osservazione, essendosi limitati a rilevare che, se è vero che le pubblicazioni sui criteri di assegnazione del rating contengono principi generali, "è tuttavia possibile che, alla luce delle peculiarità delle singole società oggetto di rating, le regole di calcolo vengano affinate per rendere maggiormente affidabili e omogenei i risultati".

Il Tribunale ha respinto le osservazioni della consulenza "Resti" rimarcando come fosse "di tutta evidenza la superficialità" di talune sue "considerazioni".

Il Tribunale ha, quindi, osservato come "*il Regolamento CE n. 1060/2009 del Parlamento europeo del 16 settembre 2009, nel sottolineare il ruolo fondamentale delle agenzie di rating sui mercati mobiliari e bancari mondiali e nel privilegiare il profilo della stabilità dei mercati, ha enucleato alcune regole metodologiche che, se non applicabili ai fatti di causa, sono comunque illuminanti*".

Tali regole riguardano il **rigore, la sistematicità e la continuità nelle metodologie** di *rating*, con la conseguenza che l'attribuzione del *rating* dovrebbe essere fondata su basi solide, al fine di evitare soluzioni di

compromesso, **frutto di indebite permeabilizzazioni** da parte della committenza.

Osserva il Tribunale:

“Il continuo disallineamento rispetto alle mediane assume, poi, contorni ben più inquietanti se inserito nel contesto conoscitivo degli analisti, contesto gravemente lacunoso e contraddistinto da una costante sottovalutazione di dati sospetti ed anomali”.

Ora, pur non essendo paragonabile l'attività dell'agenzia di rating a quella della società di revisione - non essendo compito di S&P'S verificare e certificare l'ammontare delle liquidità, del debito, degli interessi attivi e passivi - è, tuttavia, indubbio che, proprio alla stregua dei criteri operativi elaborati dalle odierne convenute, era specifico dovere delle stesse ottenere sufficienti informazioni al fine di formarsi un'opinione credibile, con riguardo sia all'emittente, sia alle singole emissioni.

Non solo, ma talvolta S&P'S aveva fatto ricorso ad informazioni confidenziali, non suffragate da adeguati riscontri documentali e se tale riscontro, ovviamente, non era richiesto in modo espresso - non avendo l'agenzia né i doveri, né i poteri propri del revisore - lo stesso rispondeva a quei doveri di prudenza e di diligenza assolutamente esigibili in una tale attività valutativa, in quanto funzionale a saggiare l'attendibilità della committenza nel fornire i dati, di così dirimente rilevanza.

*Non solo, ma la **carezza informativa** dimostrata è ulteriormente **aggravata**, da un lato, da sempre più consistenti sospetti negli analisti di S&P'S rispetto ai dati societari forniti sin dall'inizio e, di poi, negli anni successivi e, dall'altro, dall'intento degli stessi di andare incontro alla*

volontà espressa da Parmalat in ordine all'assegnazione di un rating compreso nella categoria investment grade.

Osserva il Tribunale come “*tale contesto denota, pertanto, non solo una superficialità grossolana nell'espletamento dell'attività professionale, ma anche un consapevole discostamento dal modus procedendi, influenzato da pressioni di Parmalat e non ancorato esclusivamente alle ordinarie regole metodologiche.*

*In generale, le comunicazioni tra gli analisti, anche in occasione del sesto rating, dimostrano la **consapevolezza** delle questioni irrisolte, prima fra tutte, quella della gestione della liquidità (v. par. a6).*

*Ora, come detto, alla luce degli elementi istruttori sopra illustrati, è acclarato che, nell'espletamento dell'attività professionale di attribuzione del rating, S&P'S incorse in **plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a sue proprie regole metodologiche, ma, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe dovuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente scarsamente trasparenti, dato, questo, pacificamente ammesso dalla stessa difesa attorea.***

Gli inadempimenti addebitabili a S&P'S appaiono decisamente gravi, posto che l'acquisizione di dati opachi, per di più in via confidenziale, sulla base di report interni e non riscontrati nei bilanci, le mancate richieste di spiegazioni circa l'eccessiva liquidità correlata ai massiccio ricorso ad emissioni obbligazionarie, i mancati riscontri dei dati acquisiti con i dati rilevabili da Bloomberg, la mancata richiesta di

approfondimenti in ordine alle operazioni di riacquisto delle obbligazioni non rese note al mercato, né comunicate durante la vigenza dei contratti - pur in presenza di elementi diversi ricavabili da Bloomberg - costituiscono violazione del più generale dovere di rigore e prudenza certamente esigibile da un operatore professionalmente qualificato.

Alla stregua di tutta la congerie di considerazioni fin qui sintetizzate il Tribunale **condannava** Standard & Poor's al pagamento, in favore di Parmalat s.p.a., della somma di €784.120,00 oltre interessi, dichiarando la società di rating gravemente inadempiente alle proprie obbligazioni contrattuali.

Detta sentenza è divenuta **irrevocabile** per mancata impugnazione.

Evidente appare come il Tribunale di Milano – chiamato a giudicare l'operato dell'Agenzia di rating in relazione a valutazioni artatamente più lusinghiere di quelle che l'emittente Parmalat avrebbe meritato (situazione esattamente opposta a quella del presente processo in cui si addebitano agli analisti immeritate valutazioni punitive e negative sul debito sovrano della Repubblica Italiana) – giunga a conclusioni analoghe a quelle cui conduce la presente istruttoria dibattimentale: **una grave, macroscopica, reiterata e consapevole violazione dei doveri di rigore e prudenza oltre che delle metodologie di rating da parte di S&P's.**

Una condotta che, in definitiva, ha danneggiato quegli investitori che acquistarono obbligazioni Parmalat facendo affidamento sugli immeritati rating “investment grade” di quei bond: obbligazioni – si dice in citazione – che quegli investitori “*se correttamente informati, si sarebbero astenuti dall'acquistare negli anni 2001 - 2003*”.

Appare, dunque, irrevocabilmente accertato che nel caso trattato dal Tribunale di Milano si determinò una consapevole, grave ed evidente distorsione dell'informazione con manipolazione informativa del mercato.

6. La valutazione giuridica dei fatti e la prova della ricorrenza degli elementi costitutivi del reato

Si è detto in esordio che il tema giuridico affrontato nel presente processo è assolutamente inedito, avendo ad oggetto una manipolazione di mercato “informativa”, addebitata – per la prima volta (in Italia e non solo) – a soggetti che professionalmente svolgono attività di “informazione” ai mercati finanziari internazionali: gli analisti e i *manager* apicali di Standard & Poor's, la più importante Agenzia di Rating al mondo.

Ad essere, cioè, imputati del reato in questione non sono soggetti comuni, bensì proprio i protagonisti e fautori assoluti dell'informazione ai mercati finanziari.

Si è, altresì, diffusamente trattato del delicatissimo ruolo svolto da queste agenzie di rating nell'informazione ai mercati finanziari e dello stringente Regolamento europeo che ne governa e disciplina minuziosamente l'attività di emissione di rating costituenti e contenenti informazioni finanziarie price sensitive quali quelle sul merito di credito, ossia sulla affidabilità creditizia di un emittente titoli di debito.

L'istruttoria dibattimentale ha dimostrato la fondatezza dell'ipotesi accusatoria e, segnatamente, che quei rating (costituenti e contenenti informazioni finanziarie price sensitive) resi da S&P's nei confronti dell'Italia nel periodo considerato furono elaborati e divulgati ai mercati finanziari internazionali **nell'osservanza formale e solo apparente** (ecco l'*artificio informativo*) dei canoni regolamentari di settore (Regolamento europeo 1060/2009) e delle norme contro gli abusi di mercato come consacrata nel T.U.F., ma nella inosservanza sostanziale degli uni e delle altre o, per dirla con le parole della CONSOB, nel loro **“sostanziale aggiramento”** (dove il termine “aggiramento” esprime e racchiude il sinonimo concetto di “artificio” rilevante per l'integrazione della condotta tipica ex art. 185 T.U.F.) .

Una **inosservanza/violazione/aggiramento** che il processo ha dimostrato essere **reiterata, grave e pienamente consapevole, tanto** da parte **degli analisti che dei manager imputati**, tutti dipendenti di S&P's (non dissimilmente da quanto accertato nel sopra citato processo civile “Parmalat” celebrato innanzi al Tribunale di Milano).

La prova piena ed evidente della grave e continuativa manipolazione di mercato a carattere informativo posta in essere dall'agenzia di rating S&P's in danno dell'Italia e dei suoi titoli di Stato (come pure degli strumenti finanziari italiani negoziati sui mercati regolamentati) si apprezza oltre ogni ragionevole dubbio con riferimento a tutti e quattro gli episodi oggetto di contestazione al termine della lunga e complessa istruttoria dibattimentale: un'istruttoria nella quale si sono sviscerate questioni non semplici, di grande delicatezza ed attualità.

Analizzando approfonditamente e criticamente una serie di dati quantitativi e di informazioni ufficiali ed altamente attendibili – dati ed informazioni sui c.d. fondamentali dell’economia italiana all’epoca dei fatti (dati universalmente conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come l’agenzia di rating più nota al mondo, Standard & Poor’s) – **si è acceso un faro sull’impressionante sequenza di “bocciature” e declassamenti decretati da S&P’s in danno dell’Italia nell’anno 2011: guarda caso, l’anno immediatamente successivo a quello in cui il pluriennale rapporto contrattuale (dal 1997 a fine 2010) in forza del quale l’Agenzia Standard & Poor’s aveva fornito le proprie prestazioni in favore dell’Emittente sovrano Repubblica Italiana si era risolto, con subentro dell’altra Agenzia di rating, Fitch.**

Quelle bocciature lasciarono esterrefatte Autorità interne ed internazionali non solo per l’inusitata severità di quei giudizi (rating) nei confronti del nostro Paese, ma anche per le modalità ed i tempi con cui quelle stroncature vennero divulgate e si susseguirono coinvolgendo quasi tutti i Paesi dell’eurozona.

Unità di misura ed al contempo strumento valutativo di quella drammatica sequenza di declassamenti e bocciature in danno del nostro Paese è il Regolamento europeo n. 1060/2009 sull’attività delle agenzie di rating, unitamente alla disciplina sugli abusi di mercato come consacrata nel T.U.F. e nella normativa sovranazionale di settore.

Il presente processo ha, dunque, dimostrato che tutti i pronunciamenti di S&P’s oggetto di imputazione, furono resi in **grave, sistematica e consapevole violazione dei canoni regolamentari sull’attività di rating e della normativa contro gli abusi di mercato**, quindi dei principi posti a

presidio e garanzia dell'irrinunciabile valore dell'integrità dei mercati finanziari: talvolta ciò avvenne attraverso artifici informativi calibrati sulla tempistica della diffusione di quei rating ai mercati finanziari, talvolta attraverso l'artificiosa elaborazione, mistificazione e rappresentazione di dati e informazioni di natura tecnico-economico-finanziaria in modo concretamente idoneo a **falsare e distorcere l'informazione finanziaria diretta agli investitori** minando alle fondamenta il prestigio creditizio della Repubblica Italiana e, specularmente, la fiducia degli investitori e dei mercati nella solidità del nostro Paese, con conseguente ricaduta sul prezzo dei titoli di Stato Italiani.

Con riguardo al **primo episodio** di cui all'imputazione, segnatamente alle **informazioni divulgate da S&P's ai mercati sul debito sovrano dell'Italia nelle giornate del 20 e 23 maggio 2011** è emersa la assoluta fondatezza del **duplice profilo di addebito**.

E' emerso – quanto al **primo profilo** – come **la scelta consapevole degli imputati (analisti e apicali della governante di S&P's)** di **sfalsare la tempistica** della comunicazione ai mercati **di quella che era in realtà un'unica notizia (negativa)** – il taglio di Outlook sull'Italia, ossia la revisione in negativo della prospettiva di giudizio sul debito sovrano del Paese – costituì un **palese artificio informativo** (rilevante ex art. 185 T.U.F.) che, con il **pretesto** (ecco l'artificio) di diffondere in una nuova giornata (il 23/5) un nuovo documento per – usando le parole della CONSOB – “*ribadire le criticità*” indicate già nel primo documento (quello del 20/5) e “*descriverle tuttavia in modo più approfondito*” fornendo “*taluni dati quantitativi in ordine alla situazione macroeconomica dell'Italia*”, di fatto sortiva l'effetto di **raddoppiare**

(sempre la stessa) **notizia negativa, raddoppiando** altresì **la situazione di attesa e tensione sui mercati**, quindi quella condizione (come recita l'imputazione) di *incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali*.

Avere, cioè, **scelto consapevolmente** (ben conoscendo, da professionisti dell'informazione finanziaria ai mercati, le conseguenze di tale strategia comunicativa) di **decretare quella “bocciatura” dell'Italia diffondendo prima la “notizia” (price sensitive) del taglio di Outlook** (venerdì 20 maggio) con una spiegazione solo sommaria delle ragioni, quindi attendendo tre giorni per spiegarne le più consistenti motivazioni agli investitori **diffondendo in un momento successivo** (lunedì 23 maggio) la Nota “*Perché abbiamo rivisto l'Outlook sul rating dell'Italia da stabile a negativo*”, determinava:

1) uno sfasamento temporale che procurava attesa e tensione sui mercati: attesa e tensione tali – come dice l'addebito – da “*generare una volatilità ed un'incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali*”.

2) un raddoppio, di fatto, della stessa notizia negativa, amplificata con inutile e dannoso raddoppio e prolungamento della situazione di pressione e tensione sui titoli dell'Emittente sovrano.

Non è, infatti, immaginabile che gli elementi informativi maggiori e più puntuali forniti nel documento del 23/5/2011 non fossero già pronti per essere divulgati contestualmente al primo report del 20/5/2011.

Sempre in relazione a quell'azione di rating costituente e contenente informazioni finanziarie price sensitive sul Paese, è emersa – ecco il **secondo profilo di addebito** – la ssoluta incoerenza di quella valutazione di S&P's del 20-23/5/2011 con i dati e le informazioni ufficiali a quel momento conosciute e disponibili sull'Italia.

Peraltro, **a riscontrare l'incoerenza di quei dati informativi** ed a dare conto e prova del grave deficit di adeguate competenze ed esperienze professionali tra gli analisti che si dedicavano all'analisi e valutazione del debito sovrano del nostro Paese sono – per un verso – i dati e le valutazioni forniti dal Ministero dell'Economia e – per l'altro – gli **inconfutabili esiti delle intercettazioni telefoniche** disposte nel procedimento: intercettazioni di conversazioni intercorse tra manager apicali (di S&P's) che tratteggiano una situazione di autentica incapacità ed impreparazione del team degli analisti “sovrani” della Repubblica Italiana (situazione nota agli odierni imputati - analisti apicali e manager apicali - che scelsero di perseverare in quelle condizioni divulgando e facendo divulgare continuamente quelle valutazioni negative sull'Italia).

Il **secondo episodio** di cui all'imputazione non tocca in alcun modo il “merito” della valutazione di S&P'S.

Viene qui in rilievo – si badi bene – quel passaggio dell'imputazione che addebita a S&P's artifici informativi non solo in fase di “elaborazione” dei rating sul debito sovrano italiano, ma anche (testuale) ***“in fase di diffusione dei “rating”: nel comunicare ai Mercati finanziari analisi/previsioni/declassamenti inerenti la Repubblica Italiana (sempre di segno negativo) non già – come da Regolamento comunitario 1060/2009 – in maniera “tempestiva”, bensì in maniera “selettiva e mirata” in relazione ai momenti di maggiore criticità della situazione politico-economica italiana, con una tempistica diretta – per un verso – ad amplificare gli effetti negativi di***

analisi/previsioni/declassamenti inerenti l'Italia e – per l'altro – a minare l'affidabilità creditizia del Paese”.

L'addebito – come emerso in dibattito – attinge in questo caso esclusivamente il profilo della “**tempistica**” della **diffusione** ai mercati, **nella giornata dell'1 luglio 2011**, di **informazioni** – da parte di S&P's – **sulla manovra correttiva finanziaria del Governo**: informazioni che (anzitutto) intervengono “*a mercati aperti ed a contrattazioni in corso*” e che si sostanziavano in una autentica una “stroncatura” (usando le parole della dr.ssa Cannata) della manovra del Governo, sentenziata da S&P's “in assoluta anteprima”, senza che vi fosse alcun dato/documento ufficiale; una sonora bocciatura (costituente e contenente una **notizia price sensitive**) che determinava turbolenze sul mercato e, ancora una volta, pericolo di deprezzamento di titoli di **Stato** e comunque di titoli bancari, azionari ed obbligazionari “targati” Italia.

La scelta criminosa di quel particolare **timing** rappresenta **anche in questo caso** (come nel precedente caso del 20-23 maggio 2011) un **artificio informativo** (rilevante ex art. 185 T.U.F.) che viola una serie di prescrizioni del Regolamento europeo sul rating n. 1060/2009.

Viene sostanzialmente “declassata” la manovra finanziaria del Governo italiano a poco più di un mese di distanza dal taglio dell'Outlook sul debito sovrano e tale stroncatura interviene con un “commento” – si osservi la **tempistica** (*timing*) – **diffuso ai mercati nel fine settimana** (venerdì), **a mercati aperti, senza che il testo di quel delicatissimo decreto avesse un minimo “crisma” di ufficialità/definitività**, per giunta con metodiche di elaborazione e diffusione quanto meno atipiche (trattandosi sostanzialmente di un'azione di rating, essendo stata nel corpo di quel documento denominata da S&P's proprio come “*this*

unsolicited rating”, senza che se ne fosse seguita la procedura standard della preventiva comunicazione all’entità valutata, ossia al Dipartimento del Tesoro), in violazione della normativa di settore.

Vale la pena, al riguardo, rammentare nuovamente il **considerando n. 35** del Regolamento 1060/2009 che prescrive chiaramente che “*Per garantire la qualità di rating del credito è opportuno che un’Agenzia di rating del credito adotti misure per garantire che le informazioni utilizzate ai fini dell’assegnazione di un rating siano affidabili*”.

Ancora, a riscontro di quanto contemplato nel citato **considerando n. 35** soccorre l’**art. 8** del Regolamento (*Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating*) il quale, al comma 2, dispone che “*Un’agenzia di rating del credito adotta ed applica effettivamente le misure adeguate a garantire che i rating che essa emette siano basati su una analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone.... Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le informazioni che essa usa ai fini dell’assegnazione di un rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili.*”

Il tema dell’**affidabilità delle fonti** è affrontato anche nell’**Allegato I** (al Regolamento) “*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*” ove, alla “**Sezione D**” (*Disposizioni in materia di presentazione dei rating del credito*), il **comma 1** dispone: “*Un’agenzia di rating del credito “**garantisce almeno** quanto segue: a) **indica tutte le principali fonti rilevanti** utilizzate per preparare il rating; b) **indica chiaramente la principale metodologia** utilizzata per determinare il rating...; al **comma 4** si specifica che “*laddove la mancanza di dati affidabili o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa*”*

la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene da emettere il rating o ritira il rating esistente".

A quella "stroncatura" operata – si direbbe – "a tradimento", reagiva la CONSOB nei termini già a suo tempo riferiti.

Siamo, in definitiva, al cospetto di una nuova bocciatura dell'Italia (dopo quella del 20/5/2011) consapevolmente decretata e divulgata ai mercati da S&P's:

- 1) in un momento politico-economico critico per l'Italia (come da imputazione testuale) quale la manovra finanziaria correttiva di consolidamento fiscale (dunque, un delicatissimo provvedimento di politica economica del Governo);
- 2) a mercati aperti, quindi con una tempistica intrinsecamente idonea (ore 13.00 circa del giorno venerdì 1 luglio 2011) ad accrescere sensibilmente la volatilità dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati;
- 3) prima che il decreto fosse reso dal Governo definitivo, ufficiale e conoscibile: la valutazione negativa di S&P's – peraltro non richiesta da alcuno! (come emerso dall'istruttoria CONSOB) – interveniva, infatti, quando il testo del decreto non era noto al Dipartimento del Tesoro, nè agli Uffici del Presidente della Repubblica;
- 4) attraverso un "Commento" che mascherava (ulteriore artificio ex art. 185 T.U.F.) quella che era sostanzialmente una azione di rating, senza che però fossero seguite le procedure di quest'ultimo tipo di valutazione, per giunta in violazione delle prescrizioni del Regolamento 1060/2009 in tema di "novità" e

“affidabilità/qualità” delle informazioni finanziarie destinate al Mercato ed oggetto di valutazione (quale che fosse la “forma” di tale valutazione). Che peraltro, la valutazione negativa di S&P’s avesse avuto “sostanzialmente” gli effetti di una azione di rating (come dichiarato dal presidente della Consob in sede di esame testimoniale) era dimostrato dalla variazione dello spread da 180 a 186 punti base.

In definitiva appare chiaro l’artificio informativo utilizzato da S&P’s per mettere a segno un’ulteriore stroncatura nei confronti dell’Italia e della sua affidabilità creditizia di fronte agli investitori internazionali.

Quand’anche quel commento negativo sulla manovra correttiva non fosse stato una vera e propria azione di rating, esso costituiva un giudizio oltre modo prematuro che, stante la “oggettiva” non ufficialità della fonte, non poteva in alcun modo garantire – come avrebbe dovuto essere trattandosi di valutazione costituente e contenente una notizia *price sensitive*, diffusa peraltro in un momento politico assai delicato (come quello del varo di una manovra finanziaria correttiva) – una informazione aggiuntiva al mercato (peraltro non richiesta) che fosse puntuale, completa, corretta e trasparente, oltre che in linea con quelle prescrizioni regolamentari che devono ritenersi sempre applicabili alle valutazioni diffuse da un’agenzia di rating in relazione ad un Emittente Sovrano trattandosi di valutazioni contenenti e costituenti informazioni finanziarie price sensitive e come tali rilevanti ex art. 185 T.U.F.

Né vale difendersi dall’addebito in questione sostenendo che il testo di quella manovra presentato in conferenza stampa dal Governo ma – al momento della stroncatura di S&P’s – ancora non definitivo, non cambiò

nella successiva versione ufficiale, posto che nella fattispecie la verifica della correttezza e trasparenza della condotta dell'agenzia di rating non può essere operata con valutazione *ex post*.

Con riguardo al **terzo episodio** di cui all'imputazione, segnatamente all'**informazione price sensitive di sottoposizione dell'Italia a credit watch negativo nella giornata del 5 dicembre 2011** è emerso come non vi fossero assolutamente in relazione all'Italia – a quella data – i presupposti per quella nuova azione di rating, ossia per decretare una prospettiva di possibile, imminente downgrading, dopo il declassamento decretato da S&P's il 19/9/2011 (quest'ultimo, non fatto oggetto di imputazione) e dopo quello che ne era seguito a livello di evoluzione politica.

Viene anche qui in rilievo – si badi bene – il passaggio dell'imputazione che addebita a S&P's artifici informativi anche (testuale) *“in fase di diffusione dei “rating”*: nel **comunicare ai Mercati finanziari analisi/previsioni/declassamenti inerenti la Repubblica Italiana (sempre di segno negativo)** non già – come da Regolamento comunitario 1060/2009 – in maniera “tempestiva”, bensì in maniera “selettiva e mirata” in relazione ai momenti di maggiore criticità della situazione politico-economica italiana, con una tempistica diretta – per un verso – ad amplificare gli effetti negativi di analisi/previsioni/declassamenti inerenti l'Italia e – per l'altro – aminare l'affidabilità creditizia del Paese”.

Le emergenze dibattimentali hanno dimostrato come non fosse assolutamente coerente né con i dati macroeconomici (analizzati nei capitoli precedenti e compendiate nelle tabelle del Rapporto di Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria), né con le evoluzioni dello scenario politico di quel momento storico decretare il coinvolgimento dell'Italia in quell'azione "cumulativa" di rating a distanza di 3 mesi dall'altra precedente azione che aveva condotto al suo declassamento per ragioni di "stallo politico".

Di tal che, la **scelta criminosa** di coinvolgere "comunque" l'Italia in quell'azione di rating con il "pretesto" (**artificio rilevante ex art. 185 T.U.F.**) di *tensioni sistemiche dell'eurozona* (tensione, come si è visto leggendo il rapporto di Banca d'Italia, concausate proprio dai ripetuti declassamenti dell'agenzia di rating) si profila come un'ulteriore riprova della volontà dell'agenzia di rating di indebolire il prestigio e l'affidabilità creditizia dell'Italia sui mercati finanziari internazionali:

- 1) *nonostante l'intervenuto cambio di leader alla guida del Governo e le riforme strutturali preannunziate (in conferenza stampa);*
- 2) *nonostante la conferenza stampa domenicale tenuta dal Presidente del Consiglio prof. Mario Monti per presentare un programma di riforme strutturali, arginare l'ondata di sfiducia montata nei giorni precedenti sui Mercati finanziari nei confronti dell'Italia e fornire così, ad inizio di settimana, un segnale positivo agli investitori.*

L'Agenzia di rating S&P's, come emerge dall'istruttoria, prosegue imperterrita nella sequenza di bocciature in vista del **doppio declassamento** del 13/1/2012.

Una sequenza di rating negativi immeritati ed ingiustificabili, **frutto non semplicemente di una palese incompetenza ed incapacità degli analisti del debito sovrano della Repubblica italiana** (incompetenza

ed incapacità riscontrata irrefutabilmente dalle pluricite intercezzazioni), ma di una evidente, preciso disegno di penalizzare l'Italia agli occhi degli investitori internazionale: un disegno che traspare con evidenza da frasi e parole (spesso edulcorate, ma assolutamente significative) pronunciate in corso di testimonianza dalla dirigente del Tesoro dr.ssa Cannata la quale descrive minuziosamente il "difficile rapporto" tra l'Italia e Standard & Poor's confermando sostanzialmente l'esistenza di un "pregiudizio" di quell'Agenzia di rating verso il nostro Paese; un pregiudizio che la dr.ssa Cannata avverte e percepisce chiaro, più e più volte, rendendone testimonianza dinanzi al Tribunale.

Con riguardo al 4° episodio di cui all'imputazione, segnatamente alle informazioni divulgate da S&P's ai mercati sul doppio declassamento dell'Italia nella giornata del 13 gennaio 2012 si è detto ampiamente nelle pagine precedenti.

Si è già detto che va analizzato attentamente ed approfonditamente con quali parole S&P's fornisce a livello planetario l'informazione finanziaria (rilevante) sul downgrade dell'Italia: sono quelle parole (non già i calcoli tecnici e le metodologie tecniche di attribuzione dei punteggi di rating interni al comitato che delibera quella decisione di downgrade: ossia la congerie di tecnicità – tutte riservate – su cui i consulenti della difesa si sono concentrati in corso di istruttoria per tentare di sottrarsi all'addebito e distogliere l'attenzione del Tribunale dalle chiarissime parole usate per l'informazione finanziaria in questione)

a giungere a conoscenza dei mercati e di tutta la comunità degli investitori ed a rappresentare l'informazione finanziaria ufficiale, pubblicamente ostensibile e che deve essere assolutamente VERITIERA (ma che, nella fattispecie, è stata – numeri alla mano – assolutamente **FALSA)**

Vanno analizzate, cioè, le **parole precise** usate da S&P's per **informare il mercato sulle motivazioni** del declassamento dell'Italia e come, **poi, quella motivazione** – dopo essere stata resa pubblica e diffusa a livello planetario sui mercati finanziari internazionali il 13/1/2012 – venga “stranamente” **modificata e sostituita** con una **nuova e diversa informazione** al **mercato medesimo foriera di ulteriore confusione ed egualmente FALSA.**

Ebbene, deve conclusivamente ritenersi che, al di là di criteri e metodologie di calcolo adottate o adottabili da S&P's, **era comunque falsa l'informazione finanziaria – diffusa ai mercati da S&P's e costituente una notizia price sensitive (poiché motivava il declassamento del debito sovrano dell'Italia) – di una elevata (high) titolarità estera del debito del settore bancario italiano:** tale dato “falso” venne riferito da Panichi agli analisti **Zhang e Kraemer** ed al “supervisore” (per modo di dire, visto l'esito finale) David Harrison **ma quegli analisti,** pur messi a conoscenza delle ragioni che sorreggevano quella “informazione” puntuale proveniente da un analista senior qualificato (**informazione che, peraltro si alimentava e trovava facile riscontro in dati universalmente conosciuti e conoscibili,** **scelsero (ecco il dolo) di dare corso comunque alla diffusione** al mercato di **quella**

falsa informazione finanziaria sul sistema bancario italiano, notizia *price sensitive* e, come tale, concretamente idonea a provocare un sensibile deprezzamento dei titoli di Stato italiani.

La riprova della consapevolezza di avere fornito un dato falso ed una corrispondente notizia falsa è nell'ulteriore scelta **criminosa** (ecco **affiorare nuovamente il dolo**) di sostituire quella prima informazione e diffondere al mercato un dato informativo nuovamente ed ulteriormente falso (giacché pure esso incoerente ed in contrasto con i dati ufficiali universalmente conosciuti e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's) – l'elevata titolarità in assoluto del debito estero – costituente, al pari della precedente, una notizia falsa price sensitive poiché costituente supporto motivazionale di un declassamento che, ecco la cosa ancor più grave, non si ritenne di revocare o, quanto meno, di contenere entro un solo gradino/notch (modifica che si poteva e doveva porre in essere in ottemperanza alle regole di oggettività, trasparenza e qualità di cui al Regolamento europeo, a presidio dell'integrità dei mercati): nuova notizia falsa, dunque, concretamente idonea (e a quel punto maggiormente idonea, potendo essere interpretata come un rafforzamento del precedente giudizio) a provocare un sensibile deprezzamento dei titoli di Stato italiani.

Quelle attività di analisi e valutazione sul merito di credito dell'Italia risultarono, dunque, solo apparentemente oggettive e indipendenti, ma in realtà costituirono un insidioso grimaldello che, manipolando le regole dell'informazione ai mercati finanziari, minarono la fiducia degli Investitori nello Stato italiano travolgendo e ribaltando anche l'ordinario corso della vita democratica del Paese.

Avuto riguardo agli elementi strutturali del reato di manipolazione “informativa” del mercato (elementi delineati nelle pagine iniziali), le risultanze processuali hanno evidenziato in termini univocamente convergenti:

- 1) una (condotta) di ripetuta **diffusione di informazioni finanziarie price sensitive concretamente idonee a incidere sul prezzo dei titoli di Stato italiani** (rating, report macroeconomici o commenti, costituenti e contenenti notizie/informazioni “rilevanti” sull’affidabilità creditizia di un emittente sovrano, nella fattispecie sul merito di credito della Repubblica Italiana): informazioni finanziarie oggettivamente false (giacchè in contrasto con dati ufficiali: come nel caso dei fatti del 13/1/2012) oppure elaborate e diffuse con artifici in sistematica violazione delle prescrizioni regolamentari di settore, anche con riguardo alla tempistica (condotta provata irrefutabilmente dall’intercettazione delle conversazioni intercorse tra analisti e manager, dalle loro mail, dalle censure della CONSOB, dai dati estratti dalle tabelle contenute nei rapporti di Banca d’Italia e di altre organizzazioni internazionali, oltre che dalle testimonianze di autorevoli testi citati dal P.M. e sfilati dinanzi al Collegio giudicante);
- 2) la **idoneità/attitudine** di quelle “bocciature”, costituenti/contenenti informazioni finanziarie negative price sensitive, elaborate e divulgate in reiterata, grave e consapevole violazione regolamentare **a falsare l’informazione al mercato**, con conseguente concreto pericolo di sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari (segnatamente, dei titoli di Stato italiani) negoziabili sul medesimo mercato finanziario;

3) la **consapevolezza** in capo agli imputati – analisti e manager apicali (questi ultimi responsabili dei medesimi analisti e “garanti” del rispetto delle prescrizioni regolamentari di settore) – **che diffondere informazioni finanziarie oggettivamente false** (come nel caso dei fatti del 13 gennaio 2012) **o comunque diffondere informazioni finanziarie in modo artificioso e in sistematica violazione delle prescrizioni regolamentari di settore** (ossia svolgere e lasciare svolgere le attività di rating inerenti un emittente sovrano in condizione di sistematica violazione delle prescrizioni regolamentari di settore ben sapendo che quelle fornite al Mercato erano informazioni “*price sensitive*” concretamente idonee a incidere sul prezzo dei titoli di Stato italiani) – **determinava sui mercati finanziari e tra gli investitori uno scompensamento informativo foriero di un sicuro deprezzamento dei titoli di Stato della Repubblica Italiana** (consapevolezza provata irrefutabilmente dalla lettura congiunta di intercettazioni e mail intercorse tra analisti e manager apicali di S&P’s).

Può, quindi, affermarsi senza tema di smentita che l’istruttoria dibattimentale ha dimostrato la **palese ricorrenza** di una condizione di “**dolo**” in capo agli imputati – analisti e *manager* apicali dell’Agenzia di rating Standard & Poor’s – nei quali è agevole apprezzare, oltre ogni ragionevole dubbio, la **piena ed evidente consapevolezza** di essere inseriti all’interno di una sorta di “**pachidermico carrozzone**” **nel quale**, malgrado le innumerevoli *policy* aziendali e le altrettante innumerevoli articolazioni di uffici di controllo deputati (ma solo sulla carta) a funzioni di *compliance*, **le attività di rating** (delicatissime stante il valore regolamentare ad esse ormai riconosciuto e di cui più avanti si dirà)

sull'affidabilità creditizia (e dunque sulla capacità attrattiva di capitali e investimenti) di uno Stato sovrano come la Repubblica Italiana (emittente titoli di Stato) venivano continuativamente affidate – dai manager apicali – ad analisti che essi ben sapevano, al pari degli analisti stessi, essere privi di adeguata capacità, competenza ed esperienza.

Siffatta piena ed evidente consapevolezza – in capo agli imputati – di svolgere quel loro delicatissimo ruolo di intermediari di informazioni ai mercati finanziari **in grave e sistematica violazione delle regole di settore** implicava – in considerazione della loro qualifica professionale – la **piana previsione e rappresentazione** (con conseguente integrazione di una condizione soggettiva di **dolo**) – di **trasmettere al Mercato valutazioni** (rating) sull'affidabilità creditizia dell'emittente Repubblica italiana costituenti e contenenti **informazioni finanziarie** “*price sensitive*” **non coerenti** con dati ed informazioni conosciute e conoscibili da un operatore qualificato come S&P's, non veritiere, illegittime (per contrasto con lo strumento regolamentare), **falsate** ed artificiose: informazioni **concretamente idonee a deprimere il valore degli strumenti finanziari di quell'Emittente** (sia titoli di Stato italiani, che titoli di banche italiane) e, come tali, **manipolative del mercato.**

Va, inoltre, rammentato – sebbene qui si tratti di un reato di pericolo concreto e non di danno – che risulta provata dall'andamento degli indici di borsa (evidenziato nella Nota Tecnica del 9/2/2012 della CONSOB) la concreta idoneità dei rating negativi per cui è causa ad influenzare gli indici di borsa, quindi il prezzo degli strumenti finanziari italiani: ne hanno riferito la dirigente Cannata ed il presidente Vegas con riguardo

all'andamento dello spread che si muove il giorno 1/7/11 ed anche il 13/1/12.

Ecco allora sintetizzate qui di seguito, sotto forma di domande e risposte, le questioni fondamentali emerse nel presente processo.

1) I “pareri/giudizi” forniti dalle Agenzie di rating costituiscono e contengono notizie/informazioni finanziarie rilevanti per il Mercato e sono – in ogni loro forma (rating, report macroeconomico o semplice commento) – concretamente idonee ad incidere/impattare sul prezzo degli strumenti finanziari oggetto di rating? Sono, cioè, concretamente idonei ad indurre una modifica del prezzo dello strumento finanziario oggetto di negoziazione sul Mercato regolamentato?

Assolutamente sì, trattandosi di valutazioni/giudizi costituenti – per il loro specifico oggetto (l'affidabilità creditizia di un emittente) e per il valore “regolamentare” ormai pacificamente ed universalmente riconosciuto al rating (di cui sopra si è diffusamente detto) – sempre e comunque notizie/informazioni *price sensitive* che orientano e determinano le scelte di investimento nei mercati finanziari.

2) Può ritenersi che le Agenzie di rating ed il personale da esse dipendenti (analisti e manager apicali) avessero (ed abbiano) piena consapevolezza che i “giudizi” da esse forniti in ogni loro forma (rating/report macroeconomico/commento) al mercato finanziario costituiscono e contengono informazioni/notizie *price sensitive* aventi un impatto sul mercato finanziario?

Assolutamente sì, essendo tutti coloro che lavorano all'interno di una Agenzia di rating professionisti dell'Informazione ai Mercati finanziari, quindi altamente consapevoli di elaborare e diffondere notizie/informazioni *price sensitive* che costituiscono il *core business* dell'attività della società di rating.

3) Possono i *rating* elaborati e diffusi dalle Agenzie di rating sull'affidabilità creditizia di un emittente risultare “manipolativi del mercato” ex art. 185 T.U.F. per falsità o artificiosità?

Assolutamente sì, sebbene il presente processo imponga di operare una distinzione tra il caso in cui l'Agenzia di rating ricorra ad un artificio informativo con violazione di una norma regolamentare di settore e quello in cui essa diffonda una notizia oggettivamente falsa.

Ed invero, proprio perché l'attività di rating “impatta” per sua stessa natura sul mercato finanziario fornendo agli investitori informazioni *price sensitive* che ne orientano le scelte di investimento dirigendo tendenzialmente i capitali sugli emittenti/prodotti con il miglior rating (ossia con la migliore valutazione di affidabilità creditizia), essa è minuziosamente normata dal citato Regolamento comunitario (il n. 1060/2009) che richiama in premessa proprio la Direttiva sugli Abusi di Mercato.

Si dice, infatti, al Considerando n. 2 del Regolamento: “...le Agenzie di rating del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati, in particolare alla Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)...”.

E' questa previsione regolamentare la **prova più evidente** che proprio nel fondamentale strumento regolatore dell'attività di rating del credito sia stato esplicitamente prevista l'**evenienza che l'attività di rating integri** – **ove svolta in violazione della disciplina di settore** – “**abusi di mercato**” e, per questo, sia stata sottoposta alle prescrizioni della Direttiva 2003/6/CE.

Il **considerando n. 66**, quindi, dispone che “*in caso di violazione delle disposizioni del presente regolamento...gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di irrogare sanzioni amministrative o penali e tali sanzioni dovrebbero essere efficaci, proporzionate e dissuasive e riguardare quanto meno i casi di grave scorrettezza professionale e omissione di diligenza dovuta”.*

Ecco, dunque, un esplicito riferimento alla “**doverosità**” dell'irrogabilità di sanzioni amministrative o addirittura penali per i casi:

- 1) di violazioni del regolamento;**
- 2) di grave scorrettezza professionale;**
- 3) di omissione di diligenza dovuta.**

La previsione di una sanzionabilità “penale” delle violazioni del Regolamento 1060/2009 in parola, dunque, si realizza – **con riguardo all'attività di rating** – in forza delle fattispecie delittuose di abuso di mercato previste dal T.U.F. agli artt. 184 e 185 (abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato): fattispecie la cui origine è proprio in quella Direttiva comunitaria 2003/6/CE menzionata nel **considerando n. 2** del Regolamento 1060/2009 laddove statuisce *apertis verbis* che le Agenzie di rating sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati e, in particolare, alla suddetta Direttiva che – come

prosegue il considerando n. 2 – contempla la fattispecie della “manipolazione del mercato”.

Ma può ritenersi che le condotte indicate nel considerando 66 del Regolamento 1060/2009, in particolare le violazioni del regolamento o le condotte di grave scorrettezza professionale integrino il reato di manipolazione del mercato ex art. 185 T.U.F., sub specie di “manipolazione informativa”?

Riteniamo che per l’integrazione del reato in parola occorra che la “violazione regolamentare”, la “grave scorrettezza professionale” o “l’omissione della diligenza dovuta” – oltre, ovviamente, ad essere sorrette dal dolo – si estrinsechino in una delle condotte tipiche ex art. 185 T.U.F.: ossia, nella diffusione di notizie false o nella realizzazione di artifici, anche a carattere “informativo”.

E’ di tutta evidenza, dunque, come laddove si rilevi una violazione occasionale ed involontaria (per negligenza, inesperienza, imperizia) di quelle norme regolamentari, si resti senz’altro al di fuori dal recinto normativo della fattispecie di reato prevista e punita dall’art. 185 T.U.F., non essendo la previsione penale punibile a titolo di colpa.

Se, invece, si rilevi una **violazione reiterata, grave e consapevole** di quelle norme regolamentari, allora potrà essere integrata appieno la fattispecie delittuosa prevista dall’art. 185 T.U.F. purchè la condotta si estrinsechi in una delle condotte “tipiche” ex art. 185 T.U.F. : del resto lo scopo di quella regolamentazione è garantire l’Integrità del Mercato che identifica proprio il “bene giuridico protetto” dal reato di manipolazione del mercato ex art. 185 T.U.F.

Vale la pena rammentare come il Regolamento 1060/2009 abbia quale “*scopo principale*” – puntualmente indicato al **considerando n. 7** – quello di “*tutelare la stabilità dei mercati finanziari e gli investitori*”: uno scopo che fa del Regolamento – come testualmente recita proprio il **considerando n. 75** – lo strumento che persegue “*l’obiettivo di garantire un livello elevato di protezione dei consumatori e degli investitori fissando un quadro comune in materia di qualità dei rating emessi nel mercato interno*”.

Del tutto similmente, il bene giuridico protetto dal delitto ex art. 185 T.U.F. è la *stabilità ed integrità del mercato finanziario* intesa come trasparenza ed efficienza indispensabili per il suo corretto funzionamento: tutela degli investitori, quindi, dalle condotte di *market abuse*, ovvero da quelle condotte manipolative in grado di alterare la regolare formazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Va da sé, ovviamente, che al di là dei casi di violazioni regolamentari gravi, sistematiche e consapevoli del regolamento 1060/2009 da parte di dipendenti di un’Agenzia di rating (che integrano gli estremi del delitto ex art. 185 T.U.F.), quando l’informazione finanziaria al mercato in relazione ad una azione di rating (ad esempio per fondare e motivare un downgrading, come accaduto nel caso che ci occupa del declassamento dell’Italia del 13/1/2012) sia deliberatamente fornita in termini oggettivamente falsi (ed incoerenti con i dati ufficiali conosciuti e conoscibili), la manipolazione di mercato risulterà ancora più grave ed evidente.

A confutare “**nel merito**” la sequenza di valutazioni al ribasso del rating dell’Italia da parte di S&P’s tra maggio 2011 e gennaio 2012 soccorrono – come emerso in dibattito – i dati numerico-quantitativi contenuti negli atti prodotti dal P.M. (e provenienti dal Ministero dell’Economia, dal Dipartimento del Tesoro, dalla Banca d’Italia, dalla CONSOB, dal Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, dall’OCSE, dalla Commissione Europea, dal Fondo Monetario Internazionale, dalla BCE, dalla Banca Mondiale: cfr. anche documentazione acquisita all’udienza del 29/9/2016), nonché le deposizioni delle più alte Autorità del settore economico finanziario: l’allora Ministro dell’Economia (docente universitario in materia economica), l’allora Governatore della Banca d’Italia (ora Presidente della Banca Centrale Europea), il più alto dirigente del Dipartimento Tesoro, la CONSOB, la Commissione Europea, l’OCSE in persona del suo Capo economista, il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità finanziaria italiana.

A contestare “**nel metodo**” quelle stesse valutazioni al ribasso del rating dell’Italia da parte di S&P’s è l’Autorità indipendente che vigila sul Mercato, la CONSOB, nelle sue Note Tecniche che appunto “tecnicamente” dimostrano, fornendone evidenza, la violazione ripetuta e grave (in relazione alle valutazioni di maggio, luglio e dicembre 2011, oltre che di gennaio 2012) del Regolamento europeo 1060/2009, al contempo facendone (vanamente, purtroppo) aperta denuncia alla britannica F.S.A. (per ottenere assistenza internazionale in relazione alla ipotizzata “*manipolazione informativa del mercato*”) ed all’E.S.M.A. (per ottenere sanzioni).

A riscontrare e corroborare le suddette contestazioni (alle valutazioni negative sull’Italia) soccorrono inoltre – chiudendo il cerchio – le

intercettazioni telefoniche e le mail intercorse tra analisti e manager apicali di Standard & Poor's.

Appare al riguardo emblematica la **saldatura probatoria** tra la telefonata di Deven Sharma alla generale manager di S&P's per l'Italia Maria Pierdicchi del **3/8/2011** e la mail di Panichi a Zhang del **13/1/2012**: una saldatura che dimostra irrefutabilmente come in quel lasso temporale **regnasse sovrana in S&P's una condizione di notoria, crassa incompetenza ed inadeguatezza del personale addetto al rating sovrano dell'Italia che, ciò non di meno, sfornava una serie di "bocciature" che si susseguivano come fossero state "decise a tavolino"**.

Si è già detto e giova qui ripeterlo con riguardo al più grave e clamoroso degli episodi di manipolazione informativa di cui il processo tratta, quello del doppio declassamento del 13/1/2012, che non è sostenibile da parte degli imputati la tesi di un "errore di traduzione o comunicazione": a fronte delle precise contestazioni provenienti dall'analista senior esperto nel settore bancario italiano Renato Panichi ai colleghi Zhang e Kraemer (contestazioni comunicate via mail anche all'apicale David Harrison che non mosse un dito a fronte di quella clamorosa inesattezza "svelata" apertis verbis dal Panichi), l'agenzia di rating S&P's – che pure avrebbe potuto recepire "costruttivamente" quella critica, recedere dal declassamento o, al più, ridimensionarne la portata, magari limitandolo (come ha sostenuto la dr.ssa Cannata nel corso della sua deposizione) ad un solo "*notch*" – **scelse consapevolmente e deliberatamente** (ecco il dolo) di mantenere inalterata la doppia bocciatura dell'Italia, limitandosi (solo successivamente alla primigenia divulgazione) a "rettificare" la motivazione originaria (oggettivamente scorretta ed indifendibile poiché incoerente con dati ufficiali conosciuti e conoscibili) nei termini

(altrettanto inveritieri!) di cui alla seconda versione del comunicato; quella “scelta” è la scelta che inchioda gli imputati e S&P’s come società **alle rispettive responsabilità penali** in relazione al delitto “doloso” di manipolazione informativa del mercato.

Ma perché tutti quei rating negativi nei confronti dell’Italia?

Con questo interrogativo si giunge, infine, al c.d. movente delle condotte di manipolazione “informativa” del Mercato: movente che, come è noto, non è necessario conoscere e/o dimostrare in un processo per potere affermare la sussistenza del reato nelle sue componenti strutturali.

Si ritiene, però, che l’istruttoria dibattimentale consenta comunque di fornire una risposta a quel cruciale ed inquietante interrogativo.

Si è detto in precedenza (nel paragrafo dedicato all’esame del primo episodio di manipolazione informativa del mercato) che nel corso della deposizione della dr.ssa Maria Cannata è emerso un non trascurabile dato di fatto: quello di un rapporto contrattuale di fornitura onerosa del servizio di rating all’emittente sovrano Repubblica Italiana instauratosi con l’Agenzia Standard & Poor’s nel lontano 1993 e protrattosi per circa 17 anni fino alla fine dell’anno 2010, allorquando – a seguito di una serie di interlocuzioni critiche tra le parti – quel rapporto si interrompeva e l’Italia affidava il servizio all’altra agenzia di rating Fitch.

Ebbene, è un **FATTO** che, una volta conclusosi (a fine 2010!) il rapporto contrattuale pluriennale (ben 17 anni consecutivi) tra l’Italia e l’agenzia di rating S&P’s, quest’ultima prese ad elaborare e divulgare nell’anno immediatamente successivo (ossia nel 2011) un’impressionante sequenza

di rating negativi “non sollecitati” (*unsolicited*) nei confronti del proprio ex cliente Repubblica Italiana con una ipercriticità (per dirla con le parole della dr.ssa Cannata) di intensità crescente (rating negativi oggetto del presente processo) mai fino a quel momento registrata: **eppure i c.d. fondamentali economici dell’Italia non erano affatto peggiorati nel 2011, tutt’altro!**

Basta, sul punto, esaminare e confrontare i dati di Banca d’Italia contenuti nel Rapporto sulla Stabilità Finanziaria che documentano come nel 2011 migliorano rispetto al 2010 una serie di dati: fra questi, l’ammontare delle quote di debito pubblico e bancario detenuta da creditori non residenti (ridottesi nel 2011 rispetto al 2010)!

Dunque una probabile “**ritorsione**” a quella decisione dell’Italia di troncare il remunerativo rapporto contrattuale con S&P’s.

Da un punto di vista macroeconomico si rimanda a quanto sostenuto da fior di accademici e docenti di economia (Manghetti, Quadrio Curzio), oltre che da banchieri di lungo corso (Vitale) capaci di fornire – da **un osservatorio di particolare competenza e esperienza** – un’ulteriore valida chiave di lettura di “**logiche e strategie di geopolitica monetaria**” che potevano ispirare quelle ripetute “bocciature” dell’Italia e dei Paesi dell’Eurozona da parte dell’Agenzia di rating americana S&P’s.

In questo senso e funzionalmente a questo obiettivo, l’Agenzia di rating americana Standard & Poor’s avrebbe fatto in modo di indebolire l’immagine ed il prestigio/affidabilità creditizia dei Paesi periferici dell’Eurozona, attraverso rating negativi idonei a fuorviare illecitamente i grandi investitori istituzionali internazionali, inducendoli a non affidare i

loro capitali ad emittenti sovrani dell'Eurozona, prediligendo l'area del dollaro.

Trattasi – beninteso – di un **illecito movente di geo-politica monetaria** che si profila probabile, sebbene resti processualmente sullo sfondo dell'intera vicenda; un movente che consente di dare senso e pregnanza a quanto dichiarato in modo assai puntuale in sede testimoniale dalla Dirigente del Debito Pubblico dr.ssa Cannata che ha riferito della sua ripetuta e costante percezione di un autentico “**pregiudizio**” di S&P's nei confronti dell'Italia: **tutto, dunque, si tiene!**

Quel “**pregiudizio**” verso la Repubblica Italiana che conclusivamente emerge dall'istruttoria dibattimentale permea di faziosità tutti i pronunciamenti dell'Agenzia Standard & Poor's (report, commenti, rating) di cui qui si discute, facendo di quelle “valutazioni” uno strumento di vero e proprio ATTACCO al prestigio ed alla affidabilità creditizia del nostro Paese.

Giova qui, pertanto, richiamare le “tesi” sostenute dai summenzionati accademici e banchieri negli articoli di stampa acquisiti all'incarto processuale.

Nell'intervista del 14/1/2012 al “**Mattino**” a firma di Alessandra Chello il **prof. Quadrio Curzio, professore emerito di Economia Politica all'Università Cattolica di Milano, già rappresentante degli Economisti Italiani al C.N.R.** dichiara, a proposito della raffica di downgrade dei paesi dell'Eurozona: “*bisogna creare subito un organismo che sia al di sopra delle parti e totalmente accreditato nella sua*

*indipendenza di giudizio. **Pazzesco** davvero pensare di trovarci davanti ad un declassamento collettivo dell'intera Unione economica e monetaria; nei portafogli previdenziali si prescrive che i titoli detenuti debbano avere determinati rating: è questo un vincolo molto pericoloso. Perché se il rating scende il fondo è costretto rapidamente a liberarsi di questi titoli per una sorta di meccanismo di espulsione automatico dal portafoglio proprio come prescrive l'assetto delle norme che ne regolano il meccanismo”.*

Alla domanda della giornalista se quel declassamento in massa fosse un “nuovo attacco al cuore dell'euro”, il professore risponde:

“Certo. Ecco perché la valuta europea ha bisogno di essere difesa con altri strumenti oltre quelli messi a disposizione dalla Banca Centrale. Da anni sostengo che la via migliore resta quella degli Eurobond”.

Sulla stessa linea del Prof. Quadrio Curzio, il prof. Giovanni Manghetti il **14/1/2012 sull'Avvenire** nell'articolo a firma di Diego Motta che, titolando a proposito del declassamento del 13/1/2012 dei nove Paesi dell'eurozona da parte di S&P's, titola **“Dietro queste bocciature ci sono interessi americani”**.

Il prof. Manghetti, **docente universitario presso la Luiss G. Carli e già presidente dell'ISVAP** dichiara che **“la nuova bocciatura di S&P's ai Paesi della Zona euro è come un segno dei tempi, il simbolo di un attacco inedito a tutto il vecchio continente...Dietro a S&P's ci sono gli interessi americani che rischiano di inquinare sempre più l'autonomia delle società di valutazione internazionali. E gli Stati Uniti non sono certo spettatori disinteressati di quanto sta accadendo in Europa. Il 2012 sarà un anno elettorale negli USA e non si sa fino a quando la loro**

opinione pubblica potrà accettare un dollaro così debole nei confronti della moneta unica...Con le mosse delle Agenzie di rating si finisce per minare ulteriormente la stabilità dei mercati e questa debolezza si ripercuoterà su Stati come il nostro".

Quindi, la lettura fornita dal banchiere d'affari dr. Guido Roberto Vitale il **15/1/2012 sul Corriere della Sera** nell'articolo a firma di Fabrizio Massaro che a proposito del declassamento del 13/1/2012 dei nove Paesi dell'eurozona da parte di S&P's titola: "**L'obiettivo nascosto è indebolire l'Europa. L'America non vuole una valuta concorrente**".

Vitale afferma che "*L'Italia sta facendo uno sforzo enorme per rimettere in sesto i conti, Germania e Francia cominciano a riconoscerci il merito dei sacrifici, il mercato pure; e le agenzie improvvisamente ci sparano addosso. Credo che non sia solo frutto di una rigorosa coscienza professionale ma sia anche ispirato da certi ambienti americani, conservatori in politica estera e interna, che continuano ad avere una concezione imperiale degli USA e che malvolentieri – ma secondo me in maniera molto miope – vedono la nascita di una moneta forte in Europa.*

Alla domanda se le Agenzie sono eterodirette e se c'è un complotto ed a che scopo, risponde affermativamente rilevando che lo scopo è quello di "**Evitare che l'Europa prenda forma politica oltre che economica e che ci sia una moneta di riserva nel mondo diversa dal dollaro**.... in realtà l'Europa dovrebbe accelerare l'unificazione politica, economica, fiscale e finanziaria, avere una Banca centrale prestatrice di ultima istanza e creare una agenzia di rating per valutare aziende e istituzioni nei quali vuole investire".

In conclusione, dalle dichiarazioni dei due docenti universitari di economia, professori Manghetti e Quadrio Curzio, oltre che da quelle dell'esperto banchiere d'Affari Vitale, emerge – in relazione a quella raffica di declassamenti decretata da S&P's con doppio downgrade dell'Italia (declassamenti incomprensibili persino per gli alti funzionari europei Barnier e Rehn) – un'**analisi ragionevolmente condivisibile** in ordine alle motivazioni **di quella raffica di declassamenti decretati dall'agenzia americana nei confronti di mezza Europa in data 13/1/2012: un "ATTACCO" alla moneta unica europea come sistema monetario per deprimerla ed evitare che la stessa si apprezzasse troppo sul dollaro contendendogli il ruolo di valuta di riserva mondiale.**

7. Le responsabilità penali degli imputati ed il corrispondente trattamento sanzionatorio

Dei fatti reato così come finora accertati rispondono tre analisti (Kraemer, Gill e Zhang) e due manager apicali (Sharma e Le Pallec) di S&P's.

Più segnatamente, autori diretti delle azioni di rating/commenti/report macroeconomici per di cui all'imputazione sono i seguenti analisti:

- con riguardo ai fatti di maggio 2011: Ehileen **Zhang** (primary credit analyst) e Frank **Gill** (secondary contact);
- Con riguardo ai fatti del giorno 1/7/2011: Ehileen **Zhang** e Frank **Gill**;
- Con riguardo ai fatti del 5/12/2011: Moritz **Kraemer** e Frank **Gill**;
- Con riguardo ai fatti del 13/1/2012: Moritz **Kraemer**, Frank **Gill** e Ehileen **Zhang**;

Sono, dunque, gli imputati **Zhang, Gill e Kraemer** – nelle rispettive qualità e ruoli – gli analisti del debito sovrano dell'Italia che avrebbero dovuto selezionare fonti, raccogliere dati, sviluppare calcoli e svolgere analisi con accuratezza, indipendenza, oggettività e coerenza, nel costante e rigoroso rispetto di metodologie e canoni regolamentari di settore, ma che – da quanto emerge in dibattito – violarono e disattesero consapevolmente, gravemente e sistematicamente metodologie, policy, canoni e vincoli regolamentari **deformando e falsando l'informazione finanziaria** fornita ai mercati sull'affidabilità creditizia della Repubblica Italiana.

Sono sempre loro gli analisti che, nell'arco di tempo considerato, si occuparono del rating sull'Italia e che, a dire della Pierdicchi (nella lunga conversazione telefonica con Sharma che qui si richiama), facevano parte del comitato che deliberava le azioni di rating sull'Italia, quindi di quel *team* di analisti che le aveva riferito direttamente e senza mezzi termini della mancanza – al loro interno – delle necessarie competenze ed esperienze per elaborare quei delicati giudizi sull'Italia.

Sono loro gli analisti che, dopo una raffica di bocciature inflitte all'Italia nell'arco del secondo semestre del 2011, ne decretarono il doppio declassamento il 13/1/2012 e **mantennero ferma quella decisione anche dopo avere appreso** da un qualificato collega come Renato Panichi (seppure in posizione di conflitto di interessi) **che quanto andavano dichiarando ai mercati (e che poi effettivamente dichiararono e divulgarono)** – per motivare quel doppio downgrade del nostro Paese – **non solo non era vero, ma era addirittura contrario alla reale situazione dell'Italia**; addirittura, **in un momento successivo alla prima diffusione** di quelle motivazioni errate, false e contrarie alla realtà,

procedettero a modificare la motivazione di downgrade nel punto censurato dal Panichi e – mantenendo ferma la decisione di doppio declassamento – **divulgarono dati informativi nuovamente non corretti e fuorvianti** per gli **investitori**, con conseguente **ulteriore manipolazione “informativa” del mercato a tutto danno dell’Italia.**

Sharma e Le Pallek, dal canto loro, sono i soggetti apicali di S&P’s che – nelle rispettive posizioni e qualità – **avrebbero dovuto “garantire”** (ex art. 40 cpv. c.p.) il bene supremo della **integrità del mercato**, **adoperandosi fattivamente perché la delicatissima attività di rating da essi coordinata, fosse svolta – con riguardo all’Italia – nella osservanza puntuale e continuativa delle fondamentali norme regolamentari europee, soprattutto dopo essere comunque venuti a conoscenza** (dalla general manager italiana Pierdicchi) **del grave deficit di competenze ed esperienze del team che si occupava del rating dell’Italia.**

Fra l’altro, che ci fosse più di un “problema” sulle attività di rating dell’Italia doveva essere necessariamente noto ai due soggetti apicali imputati, a fronte:

- 1) delle **chiarissime rivelazioni della general manager italiana;**
- 2) delle **convocazioni in CONSOB, nel luglio 2011, della delegazione italiana di S&P’s** (all’epoca il presidente mondiale era ancora Deven Sharma) e della reprimenda inflitta dall’Autorità di vigilanza all’Agenzia di rating per la preventiva bocciatura della manovra correttiva del Governo quando non era ancora ufficiale e disponibile il testo del delicato provvedimento finanziario;

- 3) delle osservazioni e riserve rappresentate nei confronti di S&P's dalla CONSOB nel luglio 2011 (presidente Sharma) durante la procedura di registrazione dell'agenzia di rating;
- 4) delle verifiche che – come si apprende dalle intercettazioni e, segnatamente, dalla conversazione di cui al progressivo n. 835 del giorno 1/8/2011 ore 18.02 tra la Pierdicchi e Lake – l'E.S.M.A. aveva avviato su S&P's; nella conversazione in parola, la Pierdicchi e il Lake parlavano con preoccupazione del “richiamo” dell'Agenzia di rating S&P's – da parte dell'E.S.M.A. – al rispetto delle previsioni di cui al Regolamento Europeo e dell'art. 8 in particolare sulla “metodologia” e sulle “fonti dei dati”: segno, dunque, evidente che l'E.S.M.A. aveva già acceso un faro su tali criticità in relazione alle azioni di rating nei confronti dell'Italia e della Grecia, ma anche dell'Irlanda e Spagna.

La specifica competenza che connota o deve, comunque, connotare gli organi di vertice consente di individuare negli stessi i “**garanti**” primari della corretta osservanza delle disposizioni di legge in tema di abusi di mercato (legge cui, come si è visto, sono soggette le Agenzie di rating); conoscere la normativa di settore è un dovere particolarmente rigoroso nei confronti degli organi apicali, essendo per costoro particolarmente accentuato il **dovere di informazione** sulla legislazione in materia, esistendo sempre un obbligo incombente su chi svolge attività in un determinato settore di informarsi con la massima diligenza e sulla normativa esistente.

Ne consegue, che per la posizione rivestita e le corrispondenti responsabilità, lo Sharma (anche per quelle posizioni vuote a lui immediatamente sottostanti nell'organigramma della società: posizioni

che lo oneravano delle corrispondenti incombenze e responsabilità) e il Le Pallek avrebbero dovuto:

- a) garantire in modo continuativo la qualità, l'integrità e l'accuratezza del processo di rating del credito (considerando n. 26 del Reg. 1060/09);
- b) garantire l'emissione di rating indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata (considerando n. 28 del Reg. 1060/09);
- c) garantire l'allocazione di risorse adeguate e assegnare alle attività di rating un numero sufficiente di dipendenti che abbiano conoscenze ed esperienze appropriate (considerando n. 31 del Reg. 1060/09);
- d) garantire che gli analisti di rating disponessero di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti (art. 7 del Reg. 1060/09);
- e) garantire che le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione di un rating fossero affidabili (considerando 35 del Reg. 1060/09);
- f) garantire misure adeguate perché i rating emessi fossero basati su una analisi accurata, su informazioni di qualità sufficiente nel rispetto di metodologie rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida (art. 8 del Reg. 1060/09);
- g) garantire che qualsiasi rating fosse diffuso su base non selettiva ma in modo tempestivo (art. 10 del Reg. 1060/09);
- h) garantire che non partecipassero alle decisioni e comunque non interferissero con le decisioni sul rating persone o analisti in conflitto di interessi.

Per tutti i doveri e le responsabilità sopra illustrati, **Sharma e Le Pallec** – manager di profilo apicale e titolari di posizioni di garanzia ai massimi livelli (l'uno mondiale, l'altro europeo) – non solo non potevano subdelegare o sottrarsi ai rispettivi doveri statuari di vigilanza e controllo

sul corretto esercizio dell'attività di rating da parte di tutti i team di analisti e, segnatamente del team degli analisti del debito sovrano italiano in relazione ai quali avevano pure concretamente saputo esservi **seri problemi di competenza, esperienza ed affidabilità, ma avevano – proprio per quel che sapevano/dovevano sapere (non solo per la carica apicale rivestita) – un dovere di controllo e monitoraggio costante e continuativo su quel gruppo di analisti e su tutte le valutazioni (azioni di rating, commenti o report macroeconomici) che riguardavano l'emittente sovrano Repubblica Italiana.**

Ed allora, pur essendo informati Sharma e Le Pallek delle criticità sul rating dell'Italia, essi non muovono un dito, non assumono decisioni di riequilibrio e riallineamento dei team del debito sovrano italiano, né si mostrano sorpresi o sconvolti dall'inquietante denuncia della Pierdicchi (che si seguiva e si aggiungeva ai rilievi ufficiali provenienti da CONSOB ed E.S.M.A. e di cui si è detto)!

Anziché attivarsi e dare immediate disposizioni per risolvere quella situazione a dir poco allarmante, i due apicali lasciano deliberatamente che il personale occupato nel rating dell'Italia continui a svolgere le analisi e le connesse attività nelle inquietanti condizioni denunciate dalla Pierdicchi: ne è prova lo scambio di mail del 13/1/2012 tra Panichi e Zhang/Kraemer che dimostra – per un verso – la perdurante assenza di adeguate competenze negli analisti deputati all'analisi del debito sovrano dell'Italia e – per l'altro – la ferma decisione degli analisti Zhang e Kraemer di mantenere il verdetto di declassamento su un presupposto clamorosamente errato malgrado il richiamo fatto dall'esperto analista bancario (seppure in conflitto di interessi) Renato Panichi.

Con tale **continuativa e colpevole condotta** Sharma e Le Pallek si rappresentano in termini di certezza (dunque, vogliono con conseguente integrazione del dolo), una sistematica e consapevole – anche da parte dei medesimi analisti che svolgono quell’attività ben sapendo di non avere le necessarie esperienze e competenze – elaborazione e diffusione di **rating sovrani (inerenti l’Italia), falsati e inattendibili, concretamente idonei a falsare l’informazione finanziaria ai mercati sull’affidabilità creditizia dell’Italia e manipolativi dello stesso mercato**, destinatario di informazioni *price sensitive* su di un emittente sovrano.

Recita l’art. 43 c.p.: “*il **delitto è doloso**, o secondo l’intenzione, quando l’**evento** dannoso o **pericoloso** che è il **risultato dell’azione** od **omissione** e da cui la legge fa dipendere l’esistenza del reato, è dall’agente **preveduto e voluto** come **conseguenza** della propria **azione** o **omissione**”.*

Nel caso che qui ci occupa, “l’evento pericoloso” è “preveduto e voluto” dagli apicali Sharma e Le Pallek “come conseguenza” della rispettiva loro consapevole condotta agevolatrice ed omissiva.

Lo Sharma conosce tutta la situazione ed addirittura suggerisce accorgimenti (utilizzo di altri telefoni) per sfuggire alle indagini in corso su cui egli attinge informazioni dalla Pierdicchi.

La telefonata del 3/8/2011 con la Pierdicchi fornisce la prova di una sua piena responsabilità per i fatti del maggio e del luglio 2011: un coinvolgimento consapevole a fatti cui fornisce un **contributo agevolatore** omettendo – evidentemente per propria scelta o per disposizioni superiori – di rinnovare i team o di esercitare i doverosi

controlli di qualità a lui spettanti e non delegabili sia sul personale che sulle metodologie; controlli previsti dalle policy aziendali e dallo stesso Regolamento europeo.

Sharma, dunque, responsabile fino all'agosto del 2011 e, perciò, delle condotte del 20-23 maggio 2011 e del giorno 1/7/2011.

Per Le Pallec valgono le stesse considerazioni, solo che detto imputato risponde di tutti gli episodi per cui è causa avendo costantemente rivestito una posizione apicale e di garanzia nell'arco temporale in cui si verificano i fatti ed avendo mantenuto – come attestano le intercettazioni – quel **dialogo costante con la Pierdicchi** che consente di ritenere del tutto ragionevole che quest'ultima gli avesse rivolto le medesime confidenze fatte allo Sharma, se non maggiori.

Peraltro, sempre le intercettazioni individuano chiaramente nel Le Pallec il promotore e fautore del timing selettivo (come tale, assolutamente vietato nel Regolamento europeo) dei declassamenti dell'Italia.

E' sempre il Le Pallec a sapere bene, nella sua specifica veste e qualità, quali criticità vi fossero nel personale che elaborava il rating sul debito sovrano italiano ed anche lui, come Sharma, lascia che quelle bocciature continuino a fioccare sull'Italia.

In definitiva, tutti gli imputati sono – in ragione del loro elevato profilo professionale e per la specificità dell'attività da essi svolta – pienamente consapevoli, ciascuno nel proprio ambito ed al proprio livello di responsabilità, della **elaborazione e diffusione** dei rating sull'Italia in violazione dei canoni regolamentari di correttezza e trasparenza:

consapevolezza accompagnata dalla previsione in termini di certezza/alta probabilità dell'effetto distorsivo che quelle informazioni finanziarie *price sensitive* negative sull'Italia, inattendibili, non veritiere, viziate e falsate avrebbero potuto provocare sul Mercato con pericolo di danno per gli strumenti finanziari italiani.

Passando al **trattamento sanzionatorio** deve rilevarsi come lo stesso, per le persone fisiche imputate, debba essere commisurato alla gravità e sistematicità delle condotte perpetrate, commissive ed omissive.

Il legislatore contempla all'art. 185 del T.U.F. un trattamento sanzionatorio severo con una previsione di pena detentiva da 1 a 6 anni di reclusione e di pena pecuniaria da euro 20.000 ad euro 5 milioni di multa: sanzioni raddoppiabili a norma dell'art. 39 comma 1 della Legge 28/12/2005 n. 262 con l'ulteriore previsione di aumento della pena pecuniaria della multa addirittura fino al triplo nel caso – previsto dal secondo comma della norma in parola – di “*rilevante offensività del fatto*”.

Ebbene, secondo il disposto dell'art. 133 c.p. nell'esercizio del potere “*discrezionale*” di applicazione della pena, si deve tenere conto anzitutto della **gravità del reato** desunta dagli indici di seguito richiamati:

- 1) natura, specie, mezzi, oggetto, tempo, luogo e ogni altra modalità dell'azione;
- 2) gravità del danno o del pericolo cagionato alla persona offesa dal reato;
- 3) intensità del dolo o grado della colpa.

Deve, poi, prendersi in considerazione anche la capacità a delinquere del colpevole desunta – fra l’altro e per quello che qui rileva – dalla condotta contemporanea o susseguente al reato.

Ed allora, la particolare gravità dei fatti che in questo processo si sono trattati è stata ripetutamente segnalata nel corso della presente requisitoria.

Manipolare informazioni finanziarie dirette ai mercati internazionali ed inerenti l’affidabilità creditizia di uno Stato Sovrano con pericolo di deprezzamento dei titoli di debito emessi da quello Stato o da altri Emittenti appartenenti a quello Stato è un fatto di assoluta e speciale gravità in se stesso e per le conseguenze che ne scaturiscono.

Un declassamento di uno Stato Sovrano decretato da un’Agenzia di rating mistificando informazioni finanziarie inerenti i fondamentali economici di quello Stato o elaborando/divulgando analisi e giudizi con artifici informativi, segnatamente in violazione dolosa del regolamento di settore, determinerà un crollo della fiducia degli investitori e dei mercati in quello Stato; conseguentemente calerà la domanda di strumenti finanziari di quello Stato sovrano (cioè di titoli di Stato) che si vedrà, perciò, costretto ad offrire rendimenti più alti sui propri titoli per attrarre gli investitori scoraggiati dai rating negativi (sul merito di credito di quello Stato emittente).

Maggiori saranno per quello Stato anche le difficoltà di approvvigionamento di denaro presso Banche Centrali in ragione del minore valore di cui i propri titoli di debito saranno capaci a titolo di “garanzia” (collaterale).

Ecco la ragione per cui i fatti di manipolazione di cui si tratta nel presente processo – che coinvolgono non un qualsiasi emittente privato, ma uno Stato sovrano, la Repubblica Italiana, si apprezzano per particolare gravità.

Quanto all'intensità del dolo che ha sorretto le condotte, giova sottolineare quanto per gli imputati fosse assolutamente noto e chiaro (tenuto conto della loro delicatissima funzione e del loro elevato livello professionale, presidio di doveri conoscitivi di assoluta ed inderogabile intensità) l'impatto dirompente di mistificazioni informative riguardanti lo Stato sovrano "valutato" sui mercati finanziari e sulle conseguenti scelte degli investitori internazionali.

Elevata intensità del dolo di manipolazione, dunque, ed elevata gravità del reato nel suo complesso, per le modalità ed i tempi delle azioni ed omissioni, reiterate per circa un semestre con intensità progressivamente crescente.

Elevata gravità anche del danno e del pericolo subito:

- 1) dal mercato finanziario internazionale violato nella sua integrità e nella serenità delle sue negoziazioni;
- 2) dagli strumenti finanziari italiani (titoli di Stato, ma anche titoli del comparto bancario italiano) oggetto di negoziazioni nelle condizioni pesantemente penalizzate dagli scompensi informativi susseguenti alle condotte manipolative;
- 3) dagli investitori, tendenziosamente disorientati da un'informazione finanziaria pilotata e falsata;
- 4) dallo Stato Italiano, illegittimamente bersagliato dalla raffica di valutazioni negative che ne deprimevano la reputazione creditizia sui mercati e sullo scacchiere finanziario e politico internazionale.

Questi elementi di valutazione della gravità dei fatti giustifica la mancata concessione di qualsivoglia beneficio e l'irrogazione di sanzioni moderatamente superiori ai minimi edittali.

A **Deven Sharma**, presidente mondiale incaricato fino ad agosto 2011 e fino a quella data “informato” (dalla sua collega Pierdicchi e, ragionevolmente, da altri manager apicali) sul *deficit* di competenze ed esperienze che – in evidente violazione dei canoni regolamentari sul rating – caratterizzava l'analisi del debito sovrano italiano, deve ascrivere la penale responsabilità per i fatti di maggio e luglio 2011.

Per queste condotte voglia il Tribunale infliggere all'imputato la pena congrua – unificati gli episodi sotto il vincolo della continuazione – di **anni due di reclusione ed euro 300 mila di multa**.

Al manager apicale **Jan Le Pallek** ed ai tre principali analisti del debito sovrano italiano **Ehileen Zhang**, **Frank Gill** e **Moritz Kraemer**, autori diretti delle condotte delittuose fin qui trattate, deve essere ascritta la penale responsabilità per tutti gli episodi contestati.

Conseguentemente, voglia il Tribunale irrogare ai predetti imputati in ordine ai fatti tutti loro ascritti – avvinti dalla continuazione – la pena congrua (moderatamente superiore ai minimi edittali in ragione della condizione soggettiva e patrimoniale dei prevenuti) di **anni tre di reclusione ed euro 500 mila di multa**, con pene accessorie come per legge.

Voglia, inoltre, il tribunale condannare tutti gli imputati in solido al pagamento delle spese processuali.

8. La responsabilità della persona giuridica

Il **considerando n. 26** del Regolamento Europeo sul rating 1060/2009 prescrive:

*“E’ opportuno che le agenzie di rating del credito stabiliscano **politiche e procedure interne** appropriate per i dipendenti e le altre persone partecipanti al procedimento di rating ...al fine di **garantire in modo continuativo la qualità, l’integrità e l’accuratezza del processo di rating del credito. Tali politiche e procedure dovrebbero comprendere i meccanismi di controllo interno e la funzione di controllo della conformità**”.*

E’, quello contenuto nel predetto considerando, un forte richiamo alle politiche e procedure (le c.d. *policy* aziendali) funzionali a garantire la qualità e l’accuratezza del rating, oltre che un controllo interno e di conformità alla normativa di settore: *policy* che, nel presente processo, risultano essere state adottate ma non anche osservate e pedissequamente applicate dall’Agenzia nelle valutazioni sul merito di credito dell’Italia.

L’analisi delle emergenze processuali certifica la piena responsabilità amministrativa della società Standard & Poor’s per l’illecito amministrativo dipendente dai reati di manipolazione di mercato continuata e aggravata (previsti dall’art. 25 sexies D. Lgs.vo 231/2001) commessi – a vantaggio o comunque nell’interesse della società medesima – dai due manager apicali Sharma e Le Pallec e dagli analisti senior Zhang, Gill e Kraemer, sottoposti alla direzione/vigilanza dei predetti summenzionati dirigenti con funzioni di rappresentanza e direzione dell’Agenzia di rating.

Le previsioni del Regolamento europeo 1060/2009 risultano sistematicamente violate tanto dal personale occupato nelle attività di rating, quanto da quello occupato nella loro sorveglianza e nella governance: violazioni gravi, continuative e consapevoli che delineano nitidamente un quadro di piena responsabilità della società di rating Standard & Poor's per avere consentito che quanto documentato in questo processo accadesse, peraltro in un'inquietante scenario di strategie d'impresa sovranazionali funzionali a destabilizzare interi macrosistemi monetari e, conseguentemente, assetti istituzionali sovrani.

Non si può dubitare che le ripetute "bocciature" dell'Italia decretate da S&P's tra la metà di maggio del 2011 ed i primi del 2012 in consapevole violazione delle norme regolamentari di settore e con la certezza – così facendo – di minare alle fondamenta il prestigio del nostro Paese e la fiducia in esso riposta dai mercati finanziari e dagli investitori internazionali, abbiano pesantemente contribuito a determinare e/o acuire quelle fortissime tensioni sul debito sovrano italiano alla base dell'ondata di speculazione internazionale e degli sconvolgimenti politici dell'ultimo scorcio del 2011.

Le risultanze dibattimentali e le dichiarazioni stesse di imputati e testimoni a discarico (analisti dipendenti della società) attestano comportamenti – da parte degli imputati e della *governance* strategica della società – esattamente contrari a quelli prescritti da modelli organizzativi che delineano ed affidano ruoli e responsabilità, sottoponendo l'operato dei diversi livelli apicali a procedure valutative, di revisione e controllo.

Se Sharma, appena appreso dell'inchiesta della Procura di Trani, si preoccupa di raccomandare ai suoi "l'uso di altri telefoni", evidentemente per non essere smascherati dagli investigatori, vuol dire che vi è un gigantesco ed insormontabile problema di trasparenza nell'informazione finanziaria fornita ai mercati internazionali: un problema cui questo processo può in minima parte dare risposta e soluzione.

Durante l'esame dibattimentale l'analista apicale Kraemer ha dichiarato di non essersi confrontato con i suoi colleghi in ordine alle problematiche connesse all'attuazione delle procedure di analisi, ovvero in ordine a quali proposte operative potessero essere intraprese dalla Società a seguito delle osservazioni critiche che la CONSOB italiana aveva rivolto rispetto alle metodologie di analisi di S&P'S.

A tal proposito, il Kraemer ha risposto di "*non conoscere il contenuto della relazione*" di CONSOB e di rivestire il ruolo di "*chief global rating officer per il debito sovrano presso Standard&Poor's*" quasi a voler dimostrare che il ruolo apicale rivestito nella Organizzazione fosse esimente dalle responsabilità connesse al mancato controllo e revisione di una procedura osservata sia da un Ente esterno (CONSOB) sia dagli stessi organi di revisione interna.

E', infine, inquietante ed al tempo stesso emblematico di un livello di professionalità assolutamente scadente in S&P's il "caso Panichi":

1) per come le situazioni di conflitto di interessi (in cui versava l'analista italiano) fossero dalla società gestite, si direbbe, a "geometria variabile", consentendo a quell'analista di intervenire e interloquire nel comunicato finale del 13/1/2012 (elaborato dai colleghi analisti del debito sovrano),

ma non nel comitato di rating che quel comunicato deliberava e predisponeva per la diffusione ai mercati;

2) per come la clamorosa incompetenza e incapacità tecnica degli analisti del debito sovrano (evidenziate dall'esperto Panichi con perentorio invito a modificare il rapporto sull'Italia) regnasse sovrana tra il personale occupato nelle delicate analisi dei debiti sovrani;

3) per come gli analisti più *senior* e costituiti quali “garanti apicali” (si pensi a David Harrison, destinatario delle famose mail ed a conoscenza delle obiezioni mosse dal Panichi ai colleghi Zhang e Kraemer) avallassero e ratificassero le valutazioni e le decisioni originariamente adottate dal comitato di rating sovrano, quand'anche fondate su dati contestati e clamorosamente contrari alla realtà.

In nessuna organizzazione che si rispetti sarebbe potuto accadere che dati “sensibili ed oggetto di contestazione”, come quelli in oggetto (la elevata titolarità estera del debito del settore governativo e del settore finanziario), potessero essere resi pubblici dal primo livello analitico della stessa, senza condivisione, revisione e approvazione (documentata) dei livelli gerarchicamente superiori.

Ad essere imputata è nel presente processo la società S&P's avente sede a Londra: una società che seppure dotata di *policy* e modelli organizzativi di cui al D. Lgs.vo 231/2001 (ed alla corrispondente normativa britannica) **non sembra avere “efficacemente attuato”** quei modelli organizzativi indispensabili per scongiurare la commissione di reati di abuso di mercato e, segnatamente, di manipolazioni informative di mercato nei termini di cui all'imputazione.

Il quadro che si è venuto a delineare in dibattimento è oltremodo inquietante: mancanza di dati validati, di analisi numeriche riproducibili secondo una procedura codificata che fosse preventivamente adottata, approvata, integrata nel sistema gestionale aziendale e successivamente distribuita agli analisti con obbligo di attuazione da parte degli stessi, previa verifica di apprendimento e di vigilanza da parte del Responsabile superiore: un quadro che rendeva di fatto non affidabile, quindi non divulgabile alcun rating (al contrario di quanto, purtroppo, accaduto).

Le condotte di reato perpetrate dalle persone fisiche degli imputati appaiono decisamente realizzate a vantaggio o comunque nell'interesse della persona giuridica, ossia della società: interesse ex d.lgs.vo 231/01 della società che è quello di conservare ed esercitare in tutta la sua (pre)potenza un'influenza egemone nel fare/orientare informazione finanziaria (attività altamente remunerativa) sui mercati internazionali, soprattutto con riguardo al rating sovrano.

Ovviamente, il potere dell'Agazia di rating di orientare l'informazione finanziaria sull'affidabilità creditizia di Stati sovrani è anche potere di orientare masse di denaro e di investitori verso questo o quell'Emittente sovrano (segnatamente verso l'emittente sovrano con migliore rating): con le conseguenze che da ciò derivano anche in termini di equilibri di geopolitica monetaria.

Passando al trattamento sanzionatorio, laddove il Tribunale riconosca sussistente la responsabilità amministrativa della società di rating londinese Standard & Poor's, appare congruo irrogare una sanzione amministrativa pecuniaria che, tenuto conto (ai sensi degli artt. 10, 11 comma 1° e 25 sexies D. Lgs.vo cit.) della gravità del fatto e del grado di

responsabilità dell'ente, corrisponda ad un numero di quote pari al massimo edittale previsto dall'art. 25 sexies, ossia mille.

Per assicurare, inoltre, l'efficacia della sanzione, l'importo delle quote può essere fissato nella misura massima, ossia in euro 1.549, tenuto conto (ex art. 11 comma 2 D. Lgs.vo cit.) delle più che floride condizioni economiche e patrimoniali della società imputata.

Peraltro, essendo S&P's responsabile in relazione ad una pluralità di reati commessi nello svolgimento della medesima attività, sembra commisurato applicarsi (ai sensi dell'art. 21 comma 1° D. Lgs.vo cit.) un aumento fino al triplo della sanzione pecuniaria sopra determinata.

Voglia, quindi, il Tribunale ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 11, 21, 25 sexies e 69 D. Lgs.vo 231/2001 applicare alla società imputata, legalmente rappresentata da Pearce David, la **sanzione pecuniaria** di 3.000 quote da € 1.549 cada una, per un complessivo ammontare di (1.549 x 1.000 x 3) **€ 4.647.000,00** (quattromilioni seicentoquarantasettemila), **oltre al pagamento delle spese processuali.**

9. Conclusioni

Questo processo, illustri Giudici, racconta una storia tanto inquietante quanto scomoda.

Inquietante, perché *ricostruisce* le fasi drammatiche di un attacco grave e senza precedenti condotto all'immagine ed al prestigio del nostro Paese dall'agenzia di rating americana Standard & Poor's che, nel secondo semestre del 2011, decretando e divulgando una serie di ingiustificate valutazioni al ribasso di intensità progressivamente crescente nei confronti dell'Italia, innescava sui mercati finanziari internazionali

fortissime tensioni sul debito sovrano che facevano vacillare pericolosamente il sistema economico-finanziario del nostro Paese, contribuendo ad alimentare una feroce speculazione internazionale che di fatto sovvertiva gli equilibri politici e le dinamiche democratiche di uno Stato sovrano quale la nostra Repubblica.

Scomoda, perché in questo processo penale lo Stato Italiano - parte danneggiata - ha scelto di restare 'tecnicamente' assente, non costituendosi parte civile e lasciando solo ed isolato il Pubblico Ministero, ossia il suo Procuratore (nel senso proprio di rappresentante) della Repubblica.

Assenza, lontananza, presa di distanza da parte dello Stato: perché?

Non spetta a Voi fornire quest'ultima risposta, ma l'interrogativo deve far riflettere tutti noi.

Così come deve farci riflettere un'importante circostanza emersa nel corso delle indagini ed appurata puntualmente nel dibattito: mentre l'agenzia di rating S&P'S's declassava ingiustificatamente l'Italia minandone alle fondamenta prestigio ed affidabilità sui mercati finanziari di tutto il mondo, la nostra CONSOB, suprema Autorità di Vigilanza del Paese, tentava di reagire a quella raffica di bocciature facendo aperta denuncia ad organismi sovranazionali di un'ipotesi di manipolazione di mercato "informativa" in danno del nostro Paese.

Una denuncia caduta nel vuoto, non dissimilmente dalla richiesta di assistenza internazionale diretta dalla stessa CONSOB alla sua omologa, la britannica Financial Services Authority (F.S.A.), ma evasa solo parzialmente; altro che spazio giuridico unico europeo o spirito di cooperazione giudiziaria internazionale!

Occorre, allora, che un Tribunale di Giudici realmente indipendenti rompa il prolungato ed assordante silenzio calato su questa vicenda ed interrompa il grave ed inquietante immobilismo delle istituzioni sovranazionali deputate alla tutela dell'integrità e della trasparenza dei mercati finanziari: mercati che, ormai, costituiscono il crocevia dei destini politici dei Paesi.

E non importa che a rompere il silenzio sia un Tribunale di provincia come quello della piccola città di Trani, paragonata con disprezzo ed arroganza da S&P's ad un piccolo Tribunale dell'Oklahoma!

Occorre un Tribunale di Giudici competenti, indipendenti e con la schiena dritta che raccolga la messe di elementi probatori emersi a carico degli imputati nel corso di un lungo e faticoso processo che ha visto sfilare dinanzi al Collegio i protagonisti politico-istituzionali di quella stagione unica e – si spera – mai più ripetibile per il nostro Paese.

Non si tratta di limitare la libertà di pensiero, di valutazione e/o di opinione da parte delle Agenzie di Rating o di chiunque altro, ma di sancire e garantire il primato del diritto e del rispetto delle regole, a tutte le latitudini: regole che gli odierni imputati hanno consapevolmente e sistematicamente violato e calpestato danneggiando gravemente gli equilibri economico-finanziari del nostro Paese.

Signori Giudici, avete l'opportunità e soprattutto la responsabilità di essere i primi giudici nella storia che, in un'aula penale, affrontano i potenti arbitri dei mercati finanziari del pianeta: abbiate lucidità, umiltà, ma soprattutto coraggio.

Siete l'unico ed ultimo presidio di legalità in un sistema nel quale la globalizzazione dell'economia e l'integrazione dei mercati finanziari offusca – come una cortina fumogena – intrecci inestricabili di interessi e responsabilità ai più alti livelli.

Ascolterete fior di avvocati che tenteranno di sterilizzare e ridimensionare la gravità estrema dei fatti trattati in questo processo, di normalizzare l'intera vicenda, di far calare il sipario su quell'inquietante scorcio del 2011 che chiede Giustizia: resistete alla tentazione di girarvi dall'altra parte e di far finta che nulla sia accaduto.

Potete fare giustizia e dovete farla perché disponete di ciò di cui S&P'S's non disponeva: autonomia e indipendenza!

Siete - non dimenticatelo - la Magistratura Indipendente di uno Stato ad oggi ancora Sovrano!

Per questo, non fatevi intimorire, non fatevi suggestionare, non fatevi ingannare: a chiedervelo non è questo Pubblico Ministero di provincia, ma il Popolo Italiano nel cui nome amministrare la Giustizia; a chiedervelo, illustri Giudici, è l'Italia che finalmente – come canta il nostro inno – “s'è desta”.

Trani, 20 gennaio 2017

**Il S. Procuratore della Repubblica
Dr. Michele RUGGIERO**

SOMMARIO

1. L'informazione nei mercati finanziarie e il ruolo delle Agenzie di Rating: la manipolazione "informativa" del mercato	1
1.a Importanza dell'informazione nei mercati finanziari	1
1.b Abusi di mercato e manipolazione "informativa" del mercato	5
1.c Le condizioni economiche ed i "fondamentali" dell'Italia all'epoca dei fatti di causa.....	13
1.d Agenzie di rating e Regolamento europeo n. 1060/2009: violazioni regolamentari e manipolazione "informativa" del mercato.	39
2. Origine delle indagini, imputazioni e sintesi dell'istruttoria dibattimentale.....	69
3. Le Prove articolate dal Pubblico Ministero.....	81
3.a Il piano delle investigazioni nella deposizione testimoniale dell'ufficiale della Guardia di Finanza responsabile delle indagini.....	81
3.b Le informazioni di S&P's del 20-23/5/2011 e le reazioni di mercati finanziari e istituzioni: le deposizioni dell'allora Ministro dell'Economia Giulio Tremonti, della dirigente generale del Debito Pubblico dr.ssa Maria Cannata e del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas.....	86
3.c Le informazioni di S&P's dell' 1/7/2011, le reazioni dei mercati finanziari e delle Istituzioni: le deposizioni del dirigente della Direzione del Debito Pubblico e del Presidente della CONSOB.....	134
3.d Le informazioni di S&P's del 5/12/2011, le reazioni dei mercati finanziari e delle Istituzioni: le deposizioni del dirigente della Direzione del Debito Pubblico e del Presidente della CONSOB.....	158
3.e Le informazioni di S&P's del 13/1/2012 e le reazioni di mercati finanziari e Istituzioni al declassamento dell'eurozona: le deposizioni della dr.ssa Maria Cannata, del Ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan e del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas.....	172
3.f Le iniziative della CONSOB in relazione alle azioni di rating di S&P's: segnalazioni, note tecniche e richieste di assistenza internazionale.	241

3.g	Azionariato di Standard & Poor's, conflitto di interessi e transazione tra la Banca d'affari americana Morgan Stanley ed il Ministero dell'economia nel secondo semestre del 2011	296
3.h	La deposizione della <i>general manager</i> di S&P's dr.ssa Maria Pierdicchi	307
3.i	Il declassamento dell'eurozona come "Attacco all'Europa": la deposizione del sen. prof. Mario Monti e del giornalista del Corriere della Sera Marco Galluzzo.....	328
3.k	Le "voci di dentro": conversazioni fra analisti e manager di S&P's come emerse dalle intercettazioni telefoniche e dal sequestro delle mail.....	347
3.l	Le reazioni di personaggi autorevoli e qualificati al doppio declassamento dell'Italia del 13/1/2012: Draghi, Barnier, Rehn, Quadrio Curzio, Manghetti e Vitale.....	421
4.	Le prove articolate dalla Difesa.....	430
4.a	L'esame degli imputati: Moritz Kraemer e Jan Le Pallec.....	431
4.b	L'esame dei testi a discarico Fernandez de Heredia, Panichi, Cavanaugh, Chambers e Daly.	437
4.c	L'esame del consulente tecnico prof. Andrea Resti, già consulente di S&P's nel giudizio civile intentato da Parmalat contro l'agenzia di rating innanzi al Tribunale di Milano	482
4.d	L'esame del consulente tecnico prof. Ugo Panizza	497
5.	Il "precedente": la sentenza di condanna nei confronti dell'Agenzia di rating Standard & Poor's resa dal Tribunale di Milano il 20/6/2011.....	514
6.	La valutazione giuridica dei fatti e la prova della ricorrenza degli elementi costitutivi del reato.....	525
7.	Le responsabilità penali degli imputati ed il corrispondente trattamento sanzionatorio.....	555
8.	La responsabilità della persona giuridica	566
9.	Conclusioni.....	572