



**TRIBUNALE PENALE DI TRANI
IN COMPOSIZIONE
COLLEGIALE**

**REPUBBLICA ITALIANA - In nome del Popolo
Italiano**

**IL TRIBUNALE PENALE DI TRANI
in composizione collegiale nelle persone:**

- 1) dr.ssa Giulia Pavese Presidente**
- 2) dr.Lorenzo Gadaleta Giudice**
- 3) dr. Raffaele Morelli Giudice**

**all'udienza del 30.03..2017ha pronunciato
e pubblicato mediante lettura del
dispositivo la seguente**

SENTENZA

**Con l'intervento del P.M. dr.Michele
Ruggiero**

Nei confronti:

- 1) Deven Sharma nato in India il 20.10.1955 elett.
Dom. presso studio legale avv. Francesco
Isolabella Della Croce in Milano Via Fontana n.4
Libero-assente
assistito e difeso di fiducia dagli avv.ti
Francesco Isolabella Della Croce-presente**

N. 837/17 REG.Sent.
N.276/15R.G.T.
N.3942/11R.G.N.R.

DEPOSITATA in Cancelleria il 26.9.2017

IL CANCELLIERE

dr. Salvatore Sciarra

NOTIFICATA sentenza imputato contumace
il

Ricezione comunicazione sentenza da parte del
P.G.

il

ATTO DI IMPUGNAZIONE

APPELLO addi

RICORSO

proposto dal imputato

difensore

Ricezione comunicazione dal P.M.

il

Ricezione comunicazione dal P.G.

il

ATTO DI IMPUGNAZIONE

APPELLO addi

RICORSO

proposto dal P.M.

P.G.

Notifica il

all'imputato

Notifica il

al difensore

APPELLO INCIDENTALE

P.M. il

P.G.

Notifica il

all'imputato

Notifica il

al difensore

APPELLO INCIDENTALE

Imputato addi

difensore

ricezione comunicazione dal P.M.

il

ricezione comunicazione dal P.G.

Divenuta esecutiva il

IL CANCELLIERE

1

Salvo Sciarra

e Angelo Giarda-assente sost. Ex art. 102 c.p.p.

Dall'avv. Fabio Giarda

2) Yann Le Pallec nato il 01.08.1968 a Boulogne

Billancourt(Hauts de Seine) Francia elett. Dom.

presso studio legale avv. Luigi Isolabella Della
Croce in Milano via Fontana n.4

Libero-assente

Assistito e difeso di fiducia dall'avv. Luigi
Isolabella Della Croce-presente

e Dall'avv. J.Paule Castagno-presente

Libero-assente

3) Eileen Zhang nato il 14.10.1976 a Suzhou Cina

elett. Dom. presso studio legale avv. Antonio
Golino in Milano Piazzetta Bossi n.3

Libera-assente

assistito e difeso di fiducia dagli avv.ti Guido Carlo

Alleva-presente

e Antonio Golino-presente

4)Franklin Crawford Gill nato il 16.05.1964 in Illinois
(U.S.A.) elett. Dom. presso studio legale avv. Antonio
Golino in Milano piazzetta Bossi n.3

Libero- assente

assistito e difeso di fiducia dagli avv.ti

Antonio Golino-presente

e Guido Carlo Alleva-presente

5) Moritz Kraemer nato il 11.05.1966 a Baden

(Germania) elett. Dom. presso studio legale avv.
Antonio Golino in Milano Piazzetta Bossi n.3

Libero-assente

assistito e difeso di fiducia dagli avv.ti

Guido Carlo Alleva-presente

e dall'avv. Franco Coppi-assente sost. Ex art. 102
c.p.p. Dall'avv. Roberto Borgogno

6)STANDARD & POORS in persona del legale

Copia conforme sentenza per esecuzione al
P.M. il

Reg. Rec. Crediti

2

Luigi Isolabella

**rappresentante James Frederick Penrose-presente
elett. Dom presso studio legale avv. Antonio
Golino in Milano Piazzetta Bossi n.3**

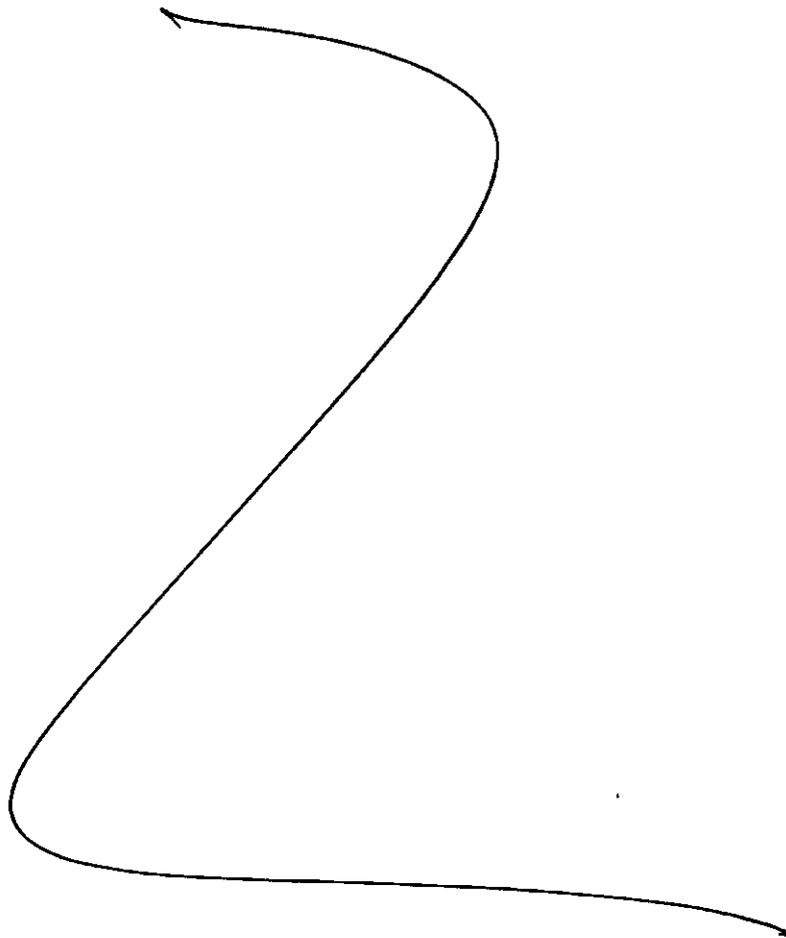
presente

**assistita e difesa dagli avv.ti Antonio Golino
e Guido Carlo Alleva-presenti**

IMPUTATI

(cfr. fogli allegati)

(Conclusioni delle parti cfr. fogli allegati)



Parti civili:

1) Donadio Giovanni nato a Tursi il 12.12.1964

elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio-Bari via P. Amedeo n.164-assente

assistito e difeso dall'avv. Pierfilippo Centonze-presente

2) Ghirardi Franco nato ad Asti il 10.08.1943 elett. Dom.

presso avv. Antonio Trimboli in Roma via Cola Di Rienzo n.111.-assente

assistito e difeso dall'avv. Antonio Trimboli-assente

sost. Per delega orale dall'avv. Samantha Caminiti

3) Parpinella Terenzia nata a Salgareda il 28.03.1955

elett. Dom. presso avv. Antonio Trimboli in Roma via Cola Di Rienzo n.111-assente

assistito e difeso dall'avv. Antonio Trimboli-assente sost. Per delega orale dall'avv. Samantha Caminiti

4) Donadio Antonio nato a Tursi il 04.07.1959 elett.

Dom. presso avv. Alessio Di Amato in Roma via Nizza n.59-assente

assistito e difeso dall'avv. Alessio Di Amato-assente sost. Per delega orale dall'avv. Samantha Caminiti

5) Gori Umberto nato a Pesaro il 24.09.1946 elett.

Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio in Bari P. Amedeo n.164-assente

assistito e difeso dall'avv. Vincenzo Laudadio-presente

6) Di Terlizzi Antonio nato a Barletta il 01.08.1949

elett. Dom. presso avv. Samantha Caminiti in Roma via Nizza n.5-assente

assistito e difeso dall'avv. Samantha Caminiti-presente

7) Savoldelli Susanna nata a Clusone il 25.06.1956

elett. Dom. presso avv. Astolfo Di Amato in Roma via Nizza n.59-assente

C

Luca Sen

assistita e difesa dall'avv. Astolfo Di Amato-assente
sost. Per delega orale dall'avv. Samantha Caminiti

- 8) DE Leidi Alessandro nato a Bergamo il 23.04.1991
elett. Dom. presso avv. Astolfo Di Amato in Roma
via Nizza n.59-assente

assistito e difeso dall'avv. Astolfo Di Amato-
assente-sost. Per delega orale dall'avv. Samantha
Caminiti

- 9) Lannutti elio nato ad Archi il 08.10.1948 in qualità
di legale rappresentante protempore-presente
dell'ADUSBEF_Nazionale elett. Dom. presso
studio avv. Vincenzo Laudadio Via P.Amedeo
n.164-Bari-assente

assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

- 10) Zatta Orlando nato a Piove di Sacco il
01.11.1970 elett. Dom. presso studio avv. Vincenzo
Laudadio in Bari P. Amedeo n.164-assente

assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

- 11) Adusbef-Puglia in persona del rappresentante
legale protempore-assente

assistito e difeso dall'avv. Astolfo Di Amato-
assente-sost. Dall'avv. Samantha Caminiti

- 12) Federconsumatori- Federazione Nazionale
Consumatori e Utenti in persona del dott. Rosario
Trifiletti-presente rappresentante legale
protempore-elett. Dom. presso avv. Mariangela
Ghergo in Bari Piazza Umberto I n.40-assente

assistito e difeso dall'avv. Mariangela Ghergo-
presente

- 13) Caravelli Casimiro nato a Reggio Calabria il
21.04.1934 elett. Dom. presso avv. Rosa Caravelli
Lodi via XX settembre n.51-assente

assistito e difeso dall'avv. Rosa Caravelli-assente
sost. Per delega orale dall'avv. Samantha Caminiti

- 14) Caravelli Daniela nata a Reggio Calabria il
21.05.1964 ele. Dom. presso avv. Rosa Caravelli

in Lodi via XX Settembre n.51-assente
assistita e difesa dall'avv. Rosa Caravelli-assente
sost. Per delega orale dall'avv. Samantha Caminiti

15) Bianchi Stefano nato a Milano il 21.09.1974
elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio in Bari
via Principe Amedeo n.164-assente
assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

16) Bussi Maurizio nato a roma il 22.11.1968
elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio
Via Principe Amedeo n.164-assente
assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

17) Frate Giovanna nata a napoli il 03.06.1970
elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio in Bari
Via Principe amedeo n.164-assente
assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

18) Melillo Giuseppe nato a Napoli il 06.02.1966
elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio in Bari
via Principe Amedeo n.164-assente
assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

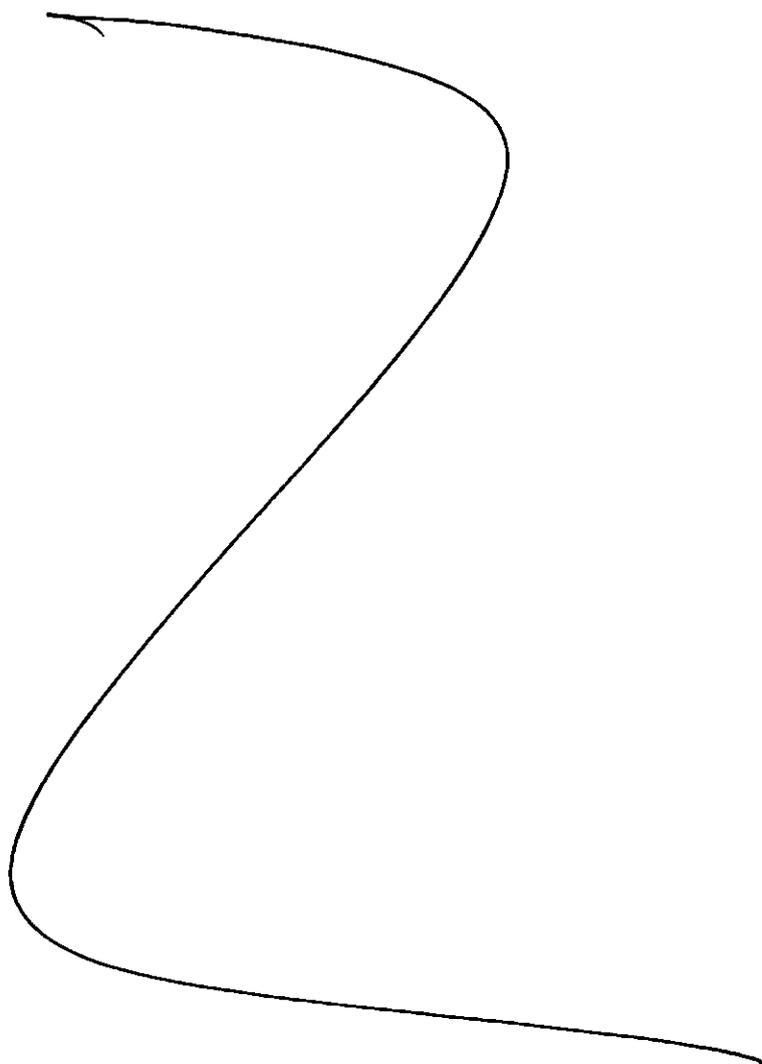
19) Melillo Nicola nato a Napoli il 05.08.1964
elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio
in Bari Via Principe Amedeo n.164-assente
assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

20) Novella Vittorio nato a Cairo Montenotte il
30.08.1952. elett. Dom. presso avv. Vincenzo
Laudadio in Bari Via P. Amedeo n.164-assente
assistito e difeso dall'avv. Antonio Tanza-presente

21) Rivolta Maria Gabriella nata a Macherio il
31.05.1958 elett. Dom. presso studio avv. Vincenzo
Laudadio in Bari Via Principe Amedeo n.164-
assente
assistita e difesa dall'avv. Antonio Tanza-presente

22) Stirpe donatella nata a Argenta il 24.01.1962
elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio

in Bari Via Principe Amedeo n.164-assente
assistita e difesa dall'avv. Antonio Tanza-presente
23) Venuto Teresa nata a Milazzo il 30.03.1961
elett. Dom. presso avv. Vincenzo Laudadio in Bari
via principe Amedeo n.164-assente
assistita e difesa dall'avv. Antonio Tanza-presente
24) Associazione Consumatori e Utenti in persona
del rappresentante legale protempore-assente
assistita e difesa dall'avv. Giuseppe Losappio-
presente



7
1

Luigi Sen

I primi cinque:

A) in relazione al delitto di manipolazione del mercato continuata e pluriaggravata previsto e punito dagli artt. 110 – 31 epv. – 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), nonchè 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 TUF) 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, nonchè 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

8

Pallo Deo

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 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) giacchè 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 preannunciare 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 &

S. De Luca

TRIBUNALE DI TRANI
IN COMPOSIZIONE COLLEGIALE

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.

Pearce David (attuale legale rappr. James Frederick Penrose)

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. Lg.vo 3/6/2001 n. 231), commesso nell'interesse e a vantaggio della predetta società dai summenzionati dirigenti analisti senior (art. 5 co. 1 D. Lg.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.

10

Subesei

TRIBUNALE DI TRANI
IN COMPOSIZIONE COLLEGIALE

PUBBLICO MINISTERO - Soprattutto per il Pubblico Ministero, Presidente. E quindi dicevo, mi duole questo fatto, ma poiché vi farò comunque riferimento a quel documento della Banca d'Italia pubblico, ufficiale, notorio, a cui voi potrete attingere, perché io ne parlerò nella mia requisitoria, prendo atto della vostra decisione, prendo atto che vi basta la parola della dottoressa Cannata, che ovviamente basta anche a me, è la dirigente del debito pubblico che ha dichiarato che a fine 2010 è cessato il rapporto con Standard&Poor's, e vado avanti. Vado avanti e quindi comincio la mia requisitoria, come dicevo prima, mettendo in sicurezza le conclusioni. Quindi, prima di argomentarne le ragioni, chiedo che il Tribunale dichiari responsabili tutti gli imputati in ordine ai reati loro ascritti. In particolare:

chiedo di condannare Deven Sharma in relazione ai fatti del maggio e del luglio del 2011, come voi potrete individuare circoscrivendo l'imputazione per i fatti che sono addebitabili in relazione alla carica, e condannarlo alla pena di anni 2 di reclusione, € 300.000,00 di multa;

chiedo di condannare gli imputati Yann le Pallec, Eileen Zhang, Frank Gill, Moritz Kraemer per tutti i fatti contestati alla pena di anni 3 di reclusione, € 500.000,00 di multa, oltre le pene accessorie

chiedo di condannare anche la persona giuridica per la corrispondente responsabilità, e condannarla alla pena, alla sanzione pecuniaria di € 4.647.000,00 individuata come poi vi spiegherò nei calcoli nel massimo consentito dalla legge. E chiedo, ai sensi dell'art. 186 del Testo Unico Intermediazione Finanziaria la pubblicazione della sentenza di condanna su tutti i quotidiani maggiori italiani, compreso, come la legge prevede, uno economico, da individuarsi ne Il Sole 24 Ore. Queste le conclusioni del Pubblico Ministero.

*Le Parti civili depongono conclusioni scritte e
meta spese.*

11

Sube Ben

AVVOCATO CASTAGNO - Chiedo l'assoluzione dell'imputato Yann Le Pallec.

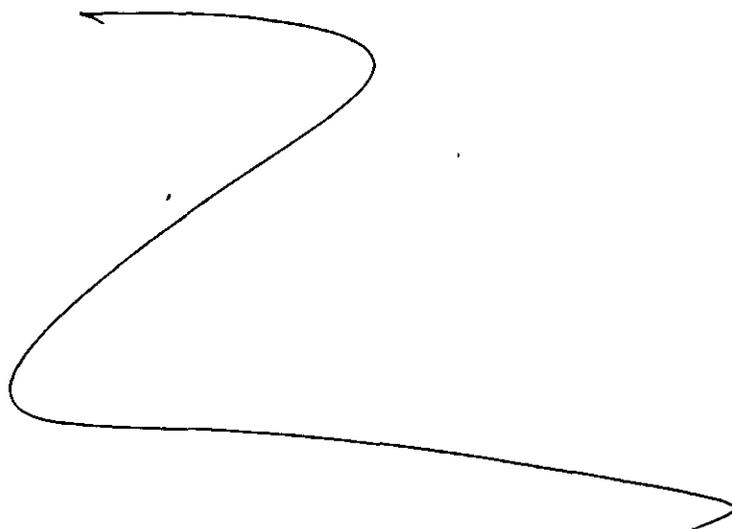
AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA - Per l'imputato Deven Sharma chiedo l'assoluzione perché il fatto non sussiste o, al massimo, per non avere commesso il fatto.

AVVOCATO LUIGI ISOLABELLA - Chiedo per l'imputato Yann Le Pallec l'assistente sociale prima di tutto perché il fatto non sussiste e, in subordine, per non aver commesso il fatto.

AVVOCATO GOLINO - Per Eileen Zhang e Frank Gill chiedo l'assoluzione perché il fatto non sussiste. Chiedo il proscioglimento dell'ente innanzitutto perché il reato presupposto non sussiste, e quindi non può sussistere la responsabilità amministrativa dell'ente, ma in estremo subordine anche perché il Pubblico Ministero non ha in alcun modo soddisfatto l'onere di provare l'interesse e vantaggio dell'ente e dove i controlli interni sarebbero carenti o non idonei, o non efficacemente implementati. Grazie.

AVVOCATO BORGOGNO - Per l'imputato Moritz Kraemer chiedo l'assoluzione piena.

*l' avv. Alleva chiede per i suoi assistiti
l'assoluzione perché il fatto non sussiste.*



12

Allea

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Con decreto, *ex art.* 429 c.p.p., emesso il 28.10.2014, il gup di questo Tribunale disponeva il rinvio a giudizio di Deven Sharma, Yann le Pallec, Eileen Zhang, Franklin Crawford Gill, Moritz Kraemer per il reato di manipolazione del mercato continuato pluriaggravato, di cui agli artt. 110, 81 cpv., 61 n. 7 c.p. e 185 co. 1 e co. 2 del d.lgs n. 58 del 1998, precisato al capo a) delle imputazioni, citandoli a comparire per l'udienza dibattimentale del 4.2.2015.

Con lo stesso decreto veniva, altresì, disposto il rinvio a giudizio della Società Standard & Poor's in persona del rappresentante legale, James Frederick Penrose, per l'illecito amministrativo, dipendente dal reato contestato agli imputati, *ex art.* 25 *sexies* d.lgs n. 231 del 2001, precisato al capo b) delle imputazioni.

Alla prima udienza - dichiarata l'assenza degli imputati, ai sensi dell'art. 420 *bis* c.p.p., nel testo novellato dalla legge n. 67 del 2014 - i difensori si opponevano alla richiesta di costituzione delle nuove parti civili, riproponendo l'eccezione volta all'esclusione delle parti civili già costituite in udienza preliminare, depositando memorie scritte; il Tribunale si riservava.

Alla successiva udienza del 5.3.2015 - sciolta la riserva, ammessa la costituzione delle nuove parti civili e rigettata la richiesta di esclusione delle parti civili già costituite in udienza preliminare¹ - i difensori degli imputati eccepivano: a) l'incompetenza territoriale del

¹ Il Tribunale, *omissis*;

sciogliendo la riserva formulata all'udienza del 4.2.2015;

considerato che i difensori degli imputati all'udienza indicata hanno chiesto l'esclusione, *ex art.* 80 c.p. nel termine previsto dall'art. 491 c.p.p., delle parti civili già ammesse dal gup di questo Tribunale, con ordinanza resa all'udienza preliminare del 18.2.2014 (Adusbef; Savoldelli Susanna; De Leidi Alessandro; Zatta Orlando; Diterlizzi Antonio; Gori Umberto; Donadio Antonio; Ghirardi Franco e Parpinelli Terenzia; Donadio Giovanni), nonché delle parti civili che hanno presentato richiesta di costituzione all'udienza dibattimentale (Adusbef Puglia; Feder Consumatori-Federazione Nazionale Consumatori ed Utenti; Associazione Consumatori ed Utenti; Antonio Colucci; Caravelli Casimiro e Caravelli Daniela; Bianchi Stefano, Bussi Maurizio, Diterlizzi Antonio, Frate Giovanna, Melillo Giuseppe, Melillo Nicola, Novella Vittorio, Rivolta Maria Gabriella, Stirpe Donatella e Venuto Teresa), deducendo a sostegno della richiesta il difetto di legittimazione: a) dei privati investitori che non hanno detenuto titoli di Stato italiani, titoli che secondo la prospettazione accusatoria avrebbero subito una sensibile alterazione per effetto della condotta di manipolazione ascritta agli odierni imputati, con carenza di pregiudizio economico conseguente al reato per il quale si procede; b) dei privati investitori che pur possedendo titoli di debito dello Stato italiano non hanno provato il concreto pregiudizio economico subito dalla condotta ascritta agli imputati, alcuni per non aver venduto i titoli azionari in contestazione, altri per non averli negoziati in concomitanza con i fatti-reato per i quali si procede; c) delle associazioni Adusbef, Adusbef Puglia, Federconsumatori e Associazione Consumatori ed Utenti per non avere le predette associazioni, quale scopo esclusivo ovvero prevalente, la tutela degli interessi protetti dal reato di cui all'art. 185 d.lgs. n. 58/1998, costituita dalla tutela dell'integrità dei mercati finanziari, con specifico riferimento alla corretta formazione dei prezzi degli strumenti finanziari; limitatamente all'associazione Adusbef Puglia anche per l'assenza di operatività nel territorio nazionale dovendosi i reati ritenere commessi all'estero e comunque fuori dal territorio regionale; considerato che gli stessi difensori, ad integrazione delle deduzioni come innanzi riassunte, hanno dedotto che la carenza di legittimazione delle predette associazioni sarebbe confermata dal rilievo che l'art. 187 del TUF attribuirebbe espressamente solo a CONSOB, quale ente preposto alla tutela dei mercati, di esercitare i diritti e le

facoltà attribuite dal codice di procedura penale agli enti ed alle associazioni rappresentative di interessi lesi dal mercato;

considerato che i difensori delle parti civili e il P.M. hanno chiesto il rigetto delle richieste formulate dai difensori deducendo che: a) l'art. 187 *undecies*, del TUF (introdotto dall'art. 9, comma 2, lett. a, della legge n. 62 del 2005) non attribuisce alla CONSOB l'esercizio in via esclusiva dei diritti e delle facoltà attribuiti dal codice di rito agli enti e alle associazioni rappresentative di interessi lesi dal reato; b) sussiste la legittimazione delle parti già ammesse (privati investitori/risparmiatori o consumatori, associazioni ed enti esponenziali) e di quelle che hanno chiesto di costituirsi al dibattimento, avuto riguardo al bene giuridico tutelato dall'art. 185 TUF, costituito dalla integrità dei mercati finanziari e, dunque, dall'interesse alla correttezza e trasparenza della formazione dei prezzi degli strumenti finanziari;

ritenuto che per la costituzione è previsto un termine che si estende dall'apertura della fase dell'udienza preliminare sino alla costituzione delle parti in dibattimento (art. 79 c.p.p.);

ritenuto che nella valutazione da compiere in questa sede ai fini dell'esclusione della costituzione delle parti civili già costituite in sede di udienza preliminare e dell'ammissione delle parti che hanno chiesto di costituirsi in dibattimento, rileva la sola "*legitimitatio ad causam*" sotto un profilo meramente astratto, essendo sufficiente verificare che le costituite e costituende parti civili denuncino di aver subito un pregiudizio risarcibile conseguente al reato di manipolazione di mercato per il quale si procede nei confronti degli odierni imputati; altra questione è invece l'accertamento del fondamento della pretesa azionata per verificare se essa sia meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico, che attiene al merito;

ritenuto, per giurisprudenza costante della Suprema Corte, che "*legittimato all'esercizio dell'azione civile nel processo penale non è solo il soggetto passivo del reato ma anche il danneggiato che abbia riportato un danno eziologicamente riferibile all'azione od omissione del soggetto attivo del reato; tale rapporto di causalità sussiste anche quando il fatto reato, pur non avendo determinato direttamente il danno, abbia tuttavia determinato uno stato tale di cose che senza di esse il danno non si sarebbe verificato*" (Cass. sez. I, sentenza n. 46084 del 21.10.2014);

ritenuto, sotto altro profilo, che la giurisprudenza di legittimità esclude che per la specificazione della *causa petendi* (art. 78, co. 1, lett. d) c.p.p., sia necessaria l'indicazione analitica delle ragioni che giustificano la domanda, ritenendo che il mero richiamo al capo di imputazione o al titolo del reato sia idoneo a soddisfare il requisito fondato sul nesso eziologico che collega il danno prospettato al fatto di reato (Cass. sez. I, sentenza n. 4060 dell'8.11.2007, rv. 239189; Cass. sez. V, 13 dicembre 2006, Bianco, rv. 235777; Cass. sez. VI, 15 novembre 2002, Gori, rv. 225421; Cass. sez. I, 12 gennaio 2001, De Vivo, rv. 218099);

ritenuto che il bene giuridico tutelato dalla fattispecie incriminatrice di cui all'art. 185 TUF - costituito dalla regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, la cui turbativa pregiudica l'efficienza e la trasparenza dei meccanismi di mercato - legittima l'esercizio dei diritti risarcitori per i danni eventualmente arrecati alla platea dei consumatori, risparmiatori, investitori, intermediari ed operatori i cui diritti soggettivi sono normalmente lesi dagli abusi di mercato dell'economia pubblica, dovendosi escludere, contrariamente a quanto adombrato dai difensori degli imputati, che in relazione al reato di manipolazione di mercato abbia legittimazione la sola CONSOB ai sensi dell'art. 187 *undecies* TUF (decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58). La norma in discorso, infatti, nel prevedere al primo comma specificamente la facoltà della CONSOB di costituirsi nel procedimento penale¹, non esclude la legittimazione concorrente degli altri soggetti lesi dai reati per cui si procede, che trova fondamento nella previsione di carattere generale di cui all'art. 74 c.p.p., nella plurioffensività del reato contestato agli imputati, in plurimi considerando dei regolamenti (UE) n. 1060/2009, n. 513/2011, n. 462/2013 relativi alle agenzie di rating del credito - che impongono alle predette agenzie "*di rispettare le regole di condotta per attenuare possibili conflitti di interesse e di garantire che i rating del credito e il processo di rating siano di elevata qualità e sufficiente trasparenza*" - e ancor prima nell'art. 24 della Costituzione.

Alla CONSOB in altri termini non è stata attribuita la facoltà di surrogarsi agli altri soggetti giuridici eventualmente danneggiati - ai quali deve essere riconosciuto il diritto ad esercitare l'azione civile, poiché il fine cui mira la protezione penalistica è quello della corretta volontà negoziale nelle transazioni sul mercato mobiliare, scopo che incide sulla corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari - essendo stata ad essa attribuita la legittimazione ad agire a tutela dei diritti che le sono specificamente attribuiti dal TUF¹;

ritenuto, pertanto, che la condotta ascritta agli imputati è da considerarsi astrattamente idonea a cagionare un danno immediato e diretto nel patrimonio degli investitori, potendo la diffusione di dati e notizie false, da un lato, compromettere le loro conoscenze, e pertanto la loro libertà di autodeterminarsi nelle decisioni relative alla gestione degli strumenti finanziari, e dall'altro, influenzare negativamente i prezzi di mercato dei titoli da loro posseduti. Ne consegue che deve essere ammessa la costituzione di parte civile non solo degli investitori proprietari di titoli di Stato della Repubblica italiana, ma anche di coloro che, nel periodo in contestazione, per effetto delle informazioni rilasciate dalla Agenzia di rating, si sono determinati a vendere ovvero a trattenerne i

Tribunale di Trani, per il reato di manipolazione di mercato in favore del Tribunale di Milano; **b)** la nullità dell'avviso di conclusione delle indagini e di tutti gli atti ad esso conseguenti, per omessa traduzione in lingua conosciuta agli imputati; **c)** la nullità del decreto che dispone il giudizio per tardivo deposito di atti d'indagine preliminare; **d)** la nullità del decreto che dispone il giudizio per genericità del capo di imputazione.

titoli azionari di società italiane di cui erano proprietari, poiché la condotta degli odierni imputati - se provata all'esito del giudizio - avrà determinato un danno a carico dei soggetti indicati, che hanno effettuato le proprie scelte creditizie nell'erronea convinzione indotta dall'attività di rating sul debito sovrano italiano; ritenuto, inoltre, che meritano di essere disattesi anche i rilievi in ordine all'ammissibilità di costituzione di parte civile delle associazioni di consumatori Adusbef, Adusbef Puglia, Federconsumatori e Associazione Consumatori ed Utenti. Secondo l'orientamento consolidato della giurisprudenza di legittimità¹, cui questo Collegio intende aderire, le persone giuridiche e gli enti di fatto sono legittimati a costituirsi parte civile non soltanto quando il danno riguardi un bene su cui gli stessi vantino un diritto patrimoniale, ma più in generale quando il danno coincida con la lesione di un diritto soggettivo, come avviene nel caso in cui offeso sia l'interesse perseguito da un'associazione in riferimento ad una situazione storicamente circostanziata, assunto nello statuto a ragione stessa della propria esistenza e azione. I presupposti per il riconoscimento della legittimazione degli enti esponenziali a costituirsi parte civile, infatti, devono essere individuati nell'art. 74 c.p.p. e nel richiamato art. 185 c.p. e, pertanto, occorre accertare se il soggetto che intende costituirsi parte civile sia titolare di una posizione giuridica soggettiva che possa essere danneggiata dal reato. Ne consegue che se un danno risarcibile può astrattamente configurarsi in capo all'ente esponenziale, questi ha facoltà di costituirsi parte civile nel processo penale;

ritenuto che all'applicazione dei principi di diritto richiamati consegue l'ammissibilità della costituzione di parte civile: **a)** dei privati; **b)** dell'Adusbef che, secondo lo statuto, ha come scopo prevalente quello di operare sul territorio nazionale e locale per informare, promuovere, assistere, tutelare, rappresentare e difendere i diritti e gli interessi individuali e collettivi dei consumatori e degli utenti dei servizi bancari, creditizi e finanziari: vi è, pertanto, coincidenza tra il bene giuridico tutelato dal delitto in contestazione e lo scopo perseguito dall'ente; **c)** della Adusbef Puglia che, a livello regionale, persegue gli stessi fini dell'Adusbef nazionale, non rilevando l'asserita duplicazione della pretesa risarcitoria eccepita dalla difesa degli imputati, trattandosi di associazione dotata di autonoma soggettività giuridica; **d)** della Federconsumatori, quale associazione, senza fini di lucro, che persegue, tra l'altro, la tutela del risparmio ed il "diritto alla correttezza, trasparenza ed equità nella costituzione e nello svolgimento dei rapporti contrattuali concernenti beni e servizi, con particolare riguardo ai servizi finanziari e creditizi", a nulla rilevando la circostanza che tali scopi non siano perseguiti in forma esclusiva dall'ente ma unitamente ad altre finalità attinenti ad ulteriori e diversi interessi diffusi. Anche la Federconsumatori, dunque, ha assunto statutariamente compiti e doveri di informazione nei confronti della generalità dei consumatori e risparmiatori, attività che può astrattamente rimanere lesa dalla condotta descritta nella imputazione, per il carattere di diffusività e propalazione che hanno le informazioni finanziarie, siano esse false, manipolate o genuine; **d)** dell'A.C.U. consumatori e utenti - Onlus, che fa parte del Consiglio Nazionale Consumatori ed Utenti ed è iscritta nell'elenco delle associazioni dei consumatori e degli utenti rappresentative a livello nazionale; inoltre, ex art. 3 dello Statuto, nel tutelare "i diritti e gli interessi dei consumatori e degli utenti ... riconosce come fondamentali diritti civili dei consumatori e degli utenti anche in qualità di risparmiatori: omissis; il diritto alla tutela economica, del risparmio e della conservazione del potere di acquisto delle retribuzioni", tutela che può astrattamente rimanere lesa dalla condotta descritta nella imputazione;

PTM

1. rigetta la richiesta di esclusione delle parti civili già costituite in sede di udienza preliminare;
2. ammette la costituzione di parte civile di: Adusbef Puglia; Feder Consumatori -Federazione Nazionale Consumatori ed Utenti; Associazione Consumatori ed Utenti; Antonio Colucci; Caravelli Casimiro, Caravelli Daniela, Bianchi Stefano, Bussi Maurizio, Diterlizzi Antonio, Frate Giovanna, Melillo Giuseppe, Melillo Nicola, Novella Vittorio, Rivolta Maria Gabriella, Stirpe Donatella e Venuto Teresa, che hanno chiesto di costituirsi al dibattimento.

Così deciso in Trani, nella camera di consiglio del 4 marzo 2015.

Omissis.

I difensori di S&P eccepivano, invece, il difetto di giurisdizione dello Stato italiano per l'illecito amministrativo, oggetto di contestazione al capo b) dell'imputazione, dipendente dal reato di manipolazione di mercato.

Le articolate eccezioni proposte dai difensori venivano compiutamente illustrate con memorie scritte, cui per ragioni di sintesi si rinvia².

All'udienza indicata la posizione di S&P veniva stralciata, con formazione di separato processo a suo carico.

Nel processo principale tutte le eccezioni formulate nell'interesse degli imputati Deven Sharma, Yann Le Pallec, Eileen Zhang, Franklin Crawford Gill, Moritz Kraemer, nonché nell'interesse di S&P venivano integralmente rigettate con ordinanza letta e allegata al verbale dell'udienza del 16.4.2015.

All'udienza del 16.4.2015, disattesa ogni altra eccezione, venivano ammesse le prove richieste dalle parti e acquisita la documentazione contestualmente prodotta.

Il Tribunale si riservava di decidere solo in ordine all'ammissibilità della testimonianza del Ministro Pietro Carlo Padoan, con onere a carico del P.M. di produrre la missiva OCSE in ordine alla dedotta immunità diplomatica del teste³.

Il P.M. rinunciava, quindi, con il consenso delle altre parti, all'esame dei testi di lista Germano, Morelli, Esposito e Trafiletti.

All'udienza del 13.5.2015 si procedeva al conferimento dell'incarico ai periti Domenico Salinari e Malgorzata Turowska, rispettivamente perito trascrittore e perito traduttore, per procedere alla trascrizione delle intercettazioni telefoniche⁴ nonché delle *mail* in lingua straniera il cui testo è stato prodotto dal Pubblico Ministero⁵; a seguito di eccezione ritualmente sollevata, il Tribunale - operando il divieto di cui all'art. 103, 5 co., c.p.p. - rigettava la richiesta di trascrizione di una conversazione telefonica intercorsa tra Maria Pierdicchi e il suo difensore, Avv. Antonio Golino.

All'udienza del 24.9.2015, all'esito della riunione dei due processi, rigettata l'eccezione di inammissibilità della testimonianza del Ministro Padoan⁶, preso atto dell'impedimento del

² Cfr. memorie scritte allegate al verbale di udienza del 5.3.2015.

³ Trattasi dell'originale della missiva OCSE, relativa alla posizione dell'allora vicesegretario generale Padoan, citato come teste dal PM (foglio 13 e ss. del verbale trascrittivo dell'udienza del 16.4.2015).

⁴ Oggetto dell'incarico peritale è la trascrizione delle conversazioni di cui al R.I.T. 398/11 progressivi 835, 931, 960, 963, 1014, 1022, 1085, 1086, 1126, 1149, 1178.

⁵ Il PM produceva alla stessa udienza il decreto di intercettazione del R.I.T. 398/11, i decreti di convalida e di proroga, nonché i verbali di inizio e fine operazioni.

⁶ Il Collegio ha rigettato la richiesta con la seguente ordinanza:

teste Prodi a comparire, il PM rinunciava al teste Mario Draghi, essendo state già acquisite le dichiarazioni che lo stesso aveva reso nella fase delle indagini.

Si procedeva, inoltre, con il consenso delle parti all'acquisizione della perizia trascrittiva depositata in data 7.8.2015, dichiarandone la piena utilizzabilità ai fini di prova anche nei confronti della persona giuridica, con espressa rinuncia all'esame dei periti.

Alla stessa udienza, si procedeva all'acquisizione della testimonianza di Lannutti Elio (Presidente ADUSBEF), del colonnello D'Elia Adriano, all'epoca dei fatti Comandante del Gruppo Tutela Mercato Capitali del Nucleo di Polizia Tributaria di Bari e del prof. Giulio Tremonti.

Nel corso delle successive udienze si completava l'audizione dei testi di lista del P.M.: Maria Cannata, Romano Prodi, Giuseppe Vegas e Neomiso Susi (udienza del 19.11.2015); Pietro Carlo Padoan e Anna Maria Simian (udienza del 10.12.2015); Maria Pierdicchi (udienza del 29.1.2016).

All'udienza del 27.4.2016 - revocata la dichiarazione di assenza degli imputati Yann Le Pallec e Moritz Kramer - con l'assistenza dell'interprete dott. Patricia Anna Clinca, per la traduzione consecutiva⁷, rendeva l'esame l'imputato Moritz Kramer; il coimputato Yann Le

Il Tribunale di Trani, decidendo sull'eccezione di inammissibilità della prova testimoniale del teste Padoan - all'epoca delle sommarie informazioni vicesegretario generale dell'OCSE - formulata dalle difese all'udienza del 16.4.15;

premesso che la materia dei privilegi e delle immunità accordati alle istituzioni dell'OCSE è attualmente disciplinata dalla legge 30 luglio 1998, n. 301;

rilevato che l'art. 6, primo comma lettera a) della suddetta legge, testualmente prevede che i funzionari dell'OCSE (espressione che, a norma del successivo quarto comma, indica "il segretario generale, l'alto commissario per le minoranze nazionali e le persone che rivestono incarichi determinati dal competente organo decisionale della OCSE o da questo designati"), beneficiano in Italia dell'"immunità da procedimenti giudiziari rispetto ad atti, compresi gli scritti e le opinioni espresse, da loro compiuti nell'esercizio delle loro funzioni";

ritenuto che l'espressione "immunità da procedimenti giudiziari", non debba essere intesa nel senso che i funzionari OCSE non possono essere chiamati a deporre su atti compiuti nell'esercizio delle loro funzioni (non risultando che gli stessi siano coperti da segreto), ma nel senso che non possano essere perseguiti per fatti di reato commessi nell'esercizio di tali funzioni (in conformità, peraltro, a quanto previsto per tutti gli agenti diplomatici, dalla Convenzione di Vienna del 18 aprile 1961, ratificata con legge n. 804 del 1967), ipotesi che non ricorre nella fattispecie;

ritenuto altresì che, il teste Padoan, per quel che è desumibile dalle indicazioni contenute nella lista testi e dalle precisazioni effettuate dal P.M. in udienza, non è neppure chiamato a deporre su atti compiuti nell'esercizio delle sue funzioni, ma sul contenuto di un'intervista da lui rilasciata ad un giornalista (che non pare atto compiuto nell'esercizio delle sue funzioni);

P.T.M.

rigetta l'eccezione di inammissibilità della prova testimoniale relativa al teste Padoan, ammettendo la suddetta prova;

visto il D.L.vo n. 32 del 4/3/2014, dispone la traduzione in lingua inglese del presente provvedimento, che sarà messo a disposizione degli imputati e della persona giuridica stranieri che vogliono avere copia.

Così letta ed allegata al verbale di udienza.

Omissis.

⁷Invero nella traduzione consecutiva il perito veniva coadiuvato dalla dott. Barbara Donzelli, consulente tecnico di parte.

Pallec rendeva il proprio esame all'udienza del 4.5.2016, con l'assistenza dell'interprete dott. Marina Marini.

Alla stessa udienza si procedeva, inoltre, ad acquisire la testimonianza del teste a discarico Myriam Fernández con l'assistenza dell'interprete, dott. Patricia Anna Clinca per la relativa traduzione.

Gli altri testi a discarico e i consulenti nominati nell'interesse degli imputati e di S&P, venivano esaminati nel corso delle successive udienze, previa acquisizione delle relazioni di consulenza: prof. Andrea Resti (udienza del 9.6.2016, in cui veniva, altresì, acquisita la relazione di consulenza tecnica informatica del dott. Donato Eugenio Caccavella con rinuncia al suo esame); prof. Ugo Panizza (udienza del 15.9.2016); Renato Panichi, e Marie Cavanaugh (udienza del 29.9.2016); John Chambers, James Daly; i proff. Mario Anolli e Gianpaolo Gabbi (udienza del 1.12.2016); il prof. Luigi Zingales (udienza del 2.12.2016).

Nel corso dell'istruttoria il P.M. e i difensori hanno prodotto copiosa documentazione allegata ai verbali di udienza che, nella parte in cui assume rilevanza, sarà richiamata nel prosieguo della motivazione.

Dichiarata chiusa l'istruttoria e utilizzabili tutti gli atti acquisiti, all'udienza del 20.1.2017, per la rilevanza dei temi da trattare, hanno discusso il solo P.M. e i difensori delle costituite parti civili.

I difensori degli imputati e di S&P hanno rassegnato le rispettive conclusioni nel corso delle successive udienze (25.1.2017, 3.2.2017 e 23.2.2017).

All'odierna udienza, in assenza di repliche, il processo è stato deciso come da separato dispositivo.

Va dato atto che al dibattimento hanno partecipato quali parti offese Consob e Banca d'Italia, assistite dai propri difensori e che il Tribunale ha autorizzato Radio Radicale alla fonoregistrazione; S&P, inoltre, è stata autorizzata a farsi assistere da un proprio interprete (dott. Barbara Donzelli), che ha effettuato in aula la traduzione contestuale di tutta l'attività istruttoria; nel corso del dibattimento, infine, le parti hanno manifestato il consenso alla rinnovazione dell'istruttoria dibattimentale svolta per mutamento della composizione del Collegio e che non si sono verificate cause di sospensione del corso dei termini di prescrizione.

MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Le questioni preliminari.

Come indicato nello svolgimento del processo, con ordinanza resa all'udienza del 16.4.2015, il Tribunale ha rigettato tutte le eccezioni proposte dai difensori degli imputati Deven Sharma, Yann Le Pallec, Eileen Zhang, Franklin Crawford Gill, Moritz Kraemer, per i seguenti motivi:

1) La prima eccezione sollevata dalle difese attiene all'incompetenza per territorio del Tribunale di Trani; in sintesi le difese affermano che, laddove il reato di manipolazione del mercato dovesse essere configurato come reato di mera condotta, giudice competente per territorio sarebbe il Tribunale di Milano, essendo Milano il luogo di realizzazione di una porzione della condotta contestata come manipolativa, ovvero la diffusione del comunicato stampa in lingua italiana avvenuta tramite e-mail dagli uffici di Standard e Poor's di Milano il 13 gennaio 2013 alle ore 23.19; ad identico risultato si addiverrebbe qualora la contestazione venisse intesa come reato di evento di pericolo concreto, giacché l'evento di pericolo, consistente nella "sensibile alterazione del prezzo dei titoli di stato", si sarebbe realizzato a Milano dove ha sede la Borsa Italiana s.p.a, luogo di negoziazione di detti titoli.

L'eccezione è infondata e va rigettata.

Va subito sottolineato che, a parere del Tribunale, i delitti che appartengono al "ceppo" delle manipolazioni informative dei mercati finanziari - l'aggiotaggio ex art. 2637 c.civ. e il delitto di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.) - sono reati di mera condotta; ed infatti, l'alterazione dei prezzi non costituisce elemento costitutivo del fatto tipico, per nessuno di essi.

A questa conclusione conduce l'evidenza del dato testuale; ed infatti, l'art. 185 D. Lgs. 58/98 (così come l'art. 2637 c.p.) sanziona la condotta di chi "*diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari*"; ne consegue che l'alterazione dei prezzi non è un risultato disapprovato come tale (posto che un mutamento dei prezzi è conseguenza naturale degli scambi), essendo invece disapprovata l'alterazione del meccanismo di formazione dei prezzi conseguente alla disseminazione di false informazioni, in grado influire sui comportamenti degli operatori - attuali o potenziali - del mercato. In altre parole, realizzata la condotta di diffusione, il reato si è già consumato e non resta escluso neppure se, per qualsiasi ragione, il prezzo del titolo "bersagliato" dalle false informazioni non muti.

Né può giungersi a considerare l'aggiotaggio e la manipolazione di mercato come reati di evento anziché di mera condotta argomentando dal requisito della concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari che deve connotare le condotte tipizzate (diffusione di notizie false, operazioni simulate e altri artifici); ed invero il "pericolo" è un mero giudizio sulla possibilità o la probabilità che si verifichi l'evento, giudizio che può certamente essere riferito dalla norma incriminatrice ad un evento in senso naturalistico (inteso come "accadimento" rilevabile sul piano fenomenico), ma può normativamente essere riferito anche alla mera condotta dell'agente, in tutti i reati che non richiedono il prodursi di una modificazione della realtà distinta dalla condotta e da questa causata.

Proprio quest'ultimo è il caso della fattispecie di aggiotaggio, che non richiede il verificarsi di alcun evento naturalistico, dal momento che il pericolo si identifica con la realizzazione della condotta dalla quale può derivare - secondo la valutazione da fare nell'ambito del processo - un accadimento (e cioè la sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari), la cui verifica, lo si ribadisce, non è certamente richiesta

ai fini della consumazione del reato. Dunque, con riferimento alla condotta di aggioaggio, il pericolo va ricostruito non già in senso "naturalistico", ma in senso puramente giuridico; si tratta, lo si ribadisce, non già di un evento avente una consistenza fenomenica - non è, cioè, un 'accadimento' percepibile con i sensi che modifica la realtà - ma di un mero giudizio (che si svolge, come tale, non in uno spazio fisico ma, per l'appunto, nel giudizio di chi è chiamato a decidere) avente ad oggetto la condotta o le condotte nel cui compimento si esaurisce il delitto di aggioaggio.

Ne discende che, per i suddetti reati, la competenza territoriale non può essere ancorata nel luogo, diverso da quello in cui la condotta è stata commessa, nel quale il pericolo si sarebbe verificato nella realtà e che, nel caso di specie, secondo la prospettazione difensiva, dovrebbe essere identificato nel luogo in cui potrebbe verificarsi il danno derivante dalla condotta e cioè l'evento di "sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari" (in concreto, la Borsa di Milano); ma in quello in cui è stata posta in essere la condotta.

In senso analogo a quanto sin qui sostenuto, ha già avuto modo di pronunciarsi la Suprema Corte; il Supremo Collegio, ha infatti avuto modo di chiarire che: «*Il delitto di aggioaggio è un reato di mera condotta (di pericolo concreto) e che, pertanto, "uno actu perficitur", l'illecito si consuma nel momento stesso in cui la notizia, foriera di scompenso valutativo del titolo, viene comunicata o diffusa e, cioè, esce dalla sfera del soggetto attivo. Per la sua ricorrenza è, quindi, sufficiente che siano poste in essere le cause dirette a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari quotati nelle liste di borsa, senza che sia necessario il verificarsi di questo evento (il quale se si verifica, è posto a carico dell'agente nel contesto dell'art. 501 c.p., come circostanza aggravante, ma non delle fattispecie descritte dall'art. 2637 c.c. o da quelle del D.Lg. 58/98)*». (così Cass. pen. sez. V, 20 luglio 2011, n. 28932, che ha chiuso il c.d. filone milanese del Caso Parmalat).

Posto dunque che il delitto di aggioaggio - così come formulato dal legislatore - è un reato di mera condotta, la competenza territoriale deve determinarsi in relazione al luogo in cui la condotta è stata compiuta; conclusione che impone di risolvere l'ulteriore problema di stabilire dove, nel caso che ci occupa, si è verificata la condotta punibile.

In proposito, va subito chiarito che la richiesta di declaratoria di incompetenza investe la condotta n. 4) di cui al capo di imputazione sub A), posta in essere il 13/1/2012, essendo pacifico che le restanti tre condotte sono state realizzate all'estero; nel capo di imputazione n. A4) si legge:

"Il giorno venerdì 13/1/2012 operavano il declassamento del rating (di ben due gradini c.d. "notch: da "A" a "BBB+) del debito sovrano della Repubblica Italiana, confermando l'outlook negativo".

Ciò posto, deve sottolinearsi i "rating" del debito sovrano, dopo essere stati elaborati presso la sede di Standard & Poors in Londra, vengono dalla medesima sede divulgati mediante pubblicazione sul sito web; e che questa sia l'unica strada per operare un "rating" si desume con chiarezza anche dal Regolamento del Parlamento Europeo "relativo alle agenzie di rating del credito" n. 1060 del 16/9/2009, il cui scopo principale secondo l'art. 1 co.7° "è quello di tutelare la stabilità dei mercati finanziari e gli investitori"; l'art. 2 comma 2° del citato Reg. recita infatti: "L'emissione di un rating da parte di un'agenzia di rating del credito stabilita nella Comunità e registrata conformemente al presente regolamento si considera avvenuta quando il rating è stato pubblicato sul sito Internet dell'agenzia di rating del credito o con altri mezzi o distribuito previo abbonamento e presentato e reso pubblico in conformità degli obblighi di cui all'articolo 10, identificando chiaramente che il rating del credito è avallato a norma del paragrafo 3 del presente articolo".

Quindi, mediante la pubblicazione sul sito Internet dell'agenzia di rating si verifica la diffusione dello stesso; in quel momento, infatti, la comunicazione, uscendo dalla sfera di disponibilità dell'emittente, è idonea a raggiungere la platea degli investitori/risparmiatori a livello globale.

Nel caso di specie, il giorno 13/1/2012 è stato diffuso dalla sede di Londra dell'Agenzia di Standard & Poors il report relativo al declassamento del rating del debito sovrano dello stato italiano; per la precisione - come incontroso tra le parti - la comunicazione ufficiale nel sito web è partita dagli uffici di S. e P. di Londra alle ore 22.40 circa del 13/1/2012.

Tale diffusione ha comportato la consumazione, in Londra, del reato per il quale si procede; né, ai fini della individuazione del luogo di consumazione del reato, può rilevare la circostanza che, successivamente all'inserimento nel sito web, sia stato reso disponibile un comunicato in lingua italiana (costituente traduzione di quello in lingua inglese).

Ed infatti, per integrare il reato, occorre che la diffusione abbia ad oggetto una notizia, cioè una nuova informazione (che però contenga una notizia falsa o comunque fuorviante), tale da provocare una sensibile alterazione del prezzo dei titoli di Stato; ma allorquando è avvenuta la diffusione del comunicato stampa in lingua italiana tramite e-mail dagli uffici di S. e P. di Milano il 13 gennaio 2013, alle ore 23.19, la divulgazione alla platea degli investitori/risparmiatori nella rete virtuale globale era già avvenuta; ed il comunicato stampa costituiva una mera traduzione dell'informazione già diramata, e non poteva perciò considerarsi "nuova notizia".

In conclusione, è indubbio che la condotta di diffusione di notizie manipolative del mercato finanziario sia stata commessa interamente all'estero, giacché l'ulteriore specificazione della condotta contenuta nell'imputazione (... *tanto facevano nonostante rimozione avvenuta solo parzialmente...*) appare piuttosto rappresentativa e rafforzativa dell'elemento psicologico del reato.

In senso contrario a quanto sin qui osservato può richiamarsi la c.d. sentenza Antonveneta - che peraltro non esprime l'indirizzo prevalente della giurisprudenza, né di legittimità né di merito - dal momento che i principi nella stessa espressi non sono applicabili al caso che ci occupa.

In estrema sintesi, nella sentenza Antonveneta (Cass. Sez 2 n. 12989/13) la Suprema Corte, premesso che l'aggiotaggio informativo si perfeziona tramite la comunicazione di notizie false e tendenziose idonee ad alterare la naturale formazione dei prezzi e che la comunicazione è un atto in sé recettizio, sostiene che quel che rileva non è il luogo di invio della comunicazione foriera di scompenso valutativo del titolo, bensì quello di ricezione *"È, quindi, quantomeno necessario che la notizia che si vuol diffondere venga a conoscenza del suo primo destinatario, Borsa Italiana, perché possa parlarsi di diffusione. Diversamente, si finisce con l'anticipare il momento della consumazione del reato a quello del compimento di un'attività unilaterale priva di qualsiasi rilievo anche materiale... La procedura di divulgazione delle informazioni da parte delle società emittenti quotate, disciplinata dalle previsioni regolamentari di Consob e di Borsa Italiana impone che la trasmissione in via ufficiale delle comunicazioni al pubblico e a Borsa Italiana da parte delle società emittenti debba avvenire "mediante l'invio di un comunicato a Borsa Italiana", utilizzando "il sistema telematico Network Information System (NIS) organizzato e gestito da Borsa Italiana", "Borsa Italiana", poi, "mediante il NIS, cura la diffusione al pubblico dei comunicati" mediante l'invio dei medesimi, contestuale alla ricezione, alle agenzie di stampa collegate al sistema, nonché attraverso la pubblicazione di un "avviso di borsa". Essa può ritardare l'invio alle agenzie di stampa di quindici minuti dalla ricezione del comunicato (se esso sia stato trasmesso nell'orario di svolgimento delle contrattazioni), od anche per un tempo non determinato (previa comunicazione alla CONSOB*

ed informandone attraverso il NIS l'emittente, ove lo ritenga necessario per valutare l'opportunità di sospendere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari interessati). "L'emittente può considerare pubblico il comunicato non appena abbia ricevuto conferma, attraverso il NIS, della sua avvenuta ricezione da parte di almeno due agenzie di stampa."... È evidente, pertanto, che il mero invio della comunicazione alla Borsa non costituisce ancora divulgazione al mercato di notizie concretamente in grado di alterare il sistema fisiologico di formazione dei prezzi dei titoli, almeno fin tanto che nella catena procedurale non si inserisca la mediazione della citata destinataria, con le modalità esaminate. Ed invero la "diffusione" avviene quando Borsa Italiana, a Milano, invia il comunicato alle agenzie di stampa. Non vi è dubbio che, se Borsa Italiana ritarda la diffusione comunicandolo a CONSOB, e le negoziazioni vengono sospese, il reato non è consumato".

Come è evidente, il caso in occasione del quale la Suprema Corte ha avuto modo di esprimere i principi appena richiamati si riferisce alla procedura di divulgazione delle informazioni da parte delle società emittenti quotate e non già da parte di agenzie di rating; il che, anche prescindere da qualsiasi valutazione in ordine alla condivisibilità degli stessi, li rende inapplicabili alla fattispecie, dal momento che nel caso sottoposto all'attenzione del Tribunale ci si trova davanti ad un rating, propalato fra il pubblico mediante pubblicazione su sito web (ed immediatamente conosciuto, quanto meno negli ambienti economico-finanziari maggiormente interessati).

In conclusione la sentenza c.d. Antonveneta, "declinata" secondo le peculiarità della vicenda oggetto del presente giudizio, conferma che la condotta oggetto del presente giudizio è stata interamente commessa a Londra.

Ciò chiarito, e tornando al problema della individuazione della competenza per territorio, l'art. 8 c.p.p. prevede quale criterio generale della competenza per territorio quello del luogo in cui il reato è stato consumato; nel caso in cui non possa trovare applicazione il criterio di cui all'art. 8 c.p.p., intervengono, in via sussidiaria, i criteri previsti dall'art. 9 c.p.p.; una disciplina specifica è poi prevista dall'art. 10 c.p.p. con riferimento ai reati commessi all'estero, per i quali la competenza si determina avendo riguardo al luogo della residenza, della dimora, del domicilio, dell'arresto o della consegna dell'imputato ovvero, nel caso in cui non risulti possibile individuare nei modi suindicati il giudice competente, al luogo in cui ha sede l'ufficio del pubblico ministero che ha iscritto per primo la notizia di reato.

Nel caso di specie, prendendo a riferimento il disposto dell'art. 10 c.p.p., essendo stato il reato commesso interamente all'estero, appare evidente che, non potendo applicarsi nei confronti degli imputati il criterio di cui al comma 1, essendo tutti gli imputati residenti all'estero, rimane quello residuale di cui al 2° comma del richiamato art. 10 c.p.p. ovvero del luogo in cui ha sede l'ufficio del pubblico ministero che ha provveduto per primo ad iscrivere la notizia di reato nel registro previsto dall'art. 335 c.p.p., con conseguente competenza del Tribunale di Trani.

2) Anche l'eccezione di nullità dell'avviso di conclusione indagini e di tutti gli atti ad esso conseguenti, per omessa traduzione in lingua conosciuta agli imputati va rigettata.

In proposito, appare necessario ripercorrere brevemente l'iter - incontroverso tra le parti - che ha riguardato la notifica del predetto avviso agli odierni imputati.

Il 28 maggio 2012, la Procura della Repubblica di Trani emetteva l'avviso di conclusione delle indagini preliminari ex art. 415 bis c.p.p., che veniva notificato in lingua italiana agli imputati.

Il 10 luglio 2012, la Procura della Repubblica di Trani emetteva, sempre con riferimento al presente procedimento penale, un secondo avviso di conclusione delle Indagini Preliminari ex art. 415 bis c.p.p., che veniva notificato in lingua italiana agli imputati.

Successivamente, gli imputati ricevevano la notifica del primo avviso di cui all'art. 415 bis c.p.p., tradotto in lingua inglese, mentre il secondo avviso ex art. 415 bis c.p.p. non veniva notificato agli imputati nella lingua dagli stessi conosciuta.

Sostengono le difese che vi sarebbe diversità sostanziale di contenuto tra il primo e il secondo avviso e che, conseguentemente, vi sarebbe nullità dell'avviso ex art. 415 bis c.p.p., per mancata traduzione dello stesso, e di tutti gli atti ad esso conseguenti.

Tanto premesso in fatto, occorre subito richiamare l'orientamento giurisprudenziale - pienamente condiviso dal collegio - a tenore del quale: *"È abnorme il provvedimento con cui il Tribunale annulla il decreto di citazione a giudizio sull'assunto che il fatto contestato appare diverso da quello indicato nell'avviso di deposito degli atti ex art. 415 bis cod.proc.pen., posto che la declaratoria di nullità della citazione a giudizio è prevista soltanto nell'ipotesi in cui manchi la notifica dell'avviso ex art. 415 bis e non quando la enunciazione del fatto sia ritenuta insufficiente, considerata la diversa funzione assolta dal citato art. 415 bis cod.proc.pen., rispetto a quella di cui all'art. 552 cod. proc. pen."* (cfr. Sez. 5, Sentenza n. 28548 del 14/06/2007 Rv. 237568).

Ciò posto, va osservato che nel primo avviso, al paragrafo 4, si leggeva quanto segue:

"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 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 preannunciate 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 TLIF perché di "rilevante offensività" (giacché commessi in danno dello Stato sovrano italiano), sia ai sensi dell'art. 61 n. 7 per aver cagionato alla Repubblica Italiana un danno patrimoniale di rilevantissima gravità. Fatto commesso interamente all'estero (Londra - Francoforte) tra il maggio 2011 ed il gennaio 2012...";

nel secondo avviso, al paragrafo 4, veniva inserito il seguente passaggio: *"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 (gli odierni imputati n.d.r.) nonostante il responsabile di "Bank team" per l'Italia di Standard and Poor's, Renato Panichi, avesse segnalato in una e-mail (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 Dottoressa 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 ed 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 TUF perché di "rilevante offensività" (giacché commessi in danno dello Stato sovrano italiano), sia ai sensi dell'art. 61 n. 7 per aver cagionato alla Repubblica Italiana un danno patrimoniale di rilevantissima gravità. Fatto commesso interamente all'estero (Londra -Francoforte) tra il maggio 2011 ed il gennaio 2012...".

Ciò posto, è evidente che l'integrazione non si è risolta nella contestazione di un fatto nuovo o diverso, oppure in un differente espletamento della condotta: il fatto e la condotta sono rimasti immutati (nelle loro articolazioni dettagliatamente descritte e cronologicamente individuate già nel primo avviso), giacché il secondo avviso ex art. 415-bis c.p.p. si è limitato a precisare il contenuto della condotta serbata dagli imputati in data 13 gennaio 2012, già oggetto di specifica contestazione nel primo avviso.

Ne consegue che gli imputati non possono dolersi di non aver potuto apprendere nella loro lingua della contestazione di un episodio (quanto fatto il 13 gennaio 2012) che era specificato, nei suoi tratti indispensabili, nel primo avviso, quello tradotto e notificato (così come non avrebbero potuto dolersi se tale specificazione fosse stata direttamente inserita nella richiesta di rinvio a giudizio, senza previa notifica di un nuovo avviso di conclusione indagini); infatti, i diritti e le facoltà connesse alla conclusione delle indagini non possono ritenersi in alcun modo lesi dall'omessa traduzione di tale porzione dell'avviso ex art. 415-bis c.p.p..

Per mera completezza, si deve evidenziare che non risulta che tale nullità sia stata eccepita in sede di udienza preliminare; né va taciuto che, secondo parte della giurisprudenza, le nullità relative all'avviso di conclusione indagini sono nullità relative, da eccepire nei termini di cui all'art. 181 c.p.p. (e cioè i termini di cui all'art. 424 c.p.p., ovvero, ove manchi l'udienza preliminare, quelli previsti dall'art. 491, 1° comma, c.p.p.).

3) E' infondata anche l'eccezione di nullità del decreto che dispone il giudizio per tardivo deposito di atti d'indagine preliminare.

La difesa lamenta la nullità del decreto ex art. 429 c.p.p. per violazione del diritto di difesa, in considerazione del tardivo deposito da parte del Pubblico Ministero di atti d'indagine (nella specie, verbali di assunzioni di sommarie informazioni testimoniali), alcuni espletati nell'arco temporale compreso tra la richiesta di rinvio a giudizio e la conclusione dell'udienza preliminare, ma depositati prima che iniziasse la prima udienza dibattimentale; altri acquisiti da altro procedimento penale.

Secondo la tesi difensiva, il mancato tempestivo di tali atti avrebbe impedito una compiuta articolazione del diritto di difesa (naturalmente con riguardo alla discussione dell'udienza preliminare, quanto meno nella prospettiva di una definizione alternativa del procedimento), ed avrebbe in qualche modo condizionato l'esito

dell'udienza preliminare, non essendo stato il Giudice dell'Udienza Preliminare posto in condizione di venire a conoscenza di atti favorevoli alla difesa.

Ciò posto, è innanzi tutto necessario evidenziare che gli atti d'indagine cui fa riferimento la difesa sono stati espletati (le sommarie informazioni del Prof. Monti e del Dott. Galluzzo) in data successiva alla richiesta di rinvio a giudizio, mentre altri (le sommarie informazioni del Prof. Romano Prodi, del Prof. Mario Draghi e dell'onorevole Tremonti) sono stati espletati in data precedente a tale richiesta, ma nell'ambito di diverso procedimento penale e acquisiti nel presente procedimento penale in data successiva al decreto che dispone il giudizio. Pertanto, all'atto dell'avviso di fissazione dell'udienza preliminare, il Pubblico Ministero procedente non aveva acquisito atti d'indagine ulteriori rispetto a quelli indicati nell'avviso di conclusione delle indagini (perché alcuni di questi sarebbero stati espletati in epoca successiva ed altri non erano ancora confluiti nel presente procedimento).

Ciò posto, occorre ricordare che l'art. 430 c.p.p. prevede la possibilità del P.M. di espletare attività integrativa d'indagine ai fini delle proprie richieste al giudice al dibattimento e che - secondo il costante insegnamento della Suprema - l'attività integrativa d'indagine da parte del Pubblico Ministero non è soggetta ad alcun limite cronologico finale (*"L'attività integrativa di indagine, non essendo previsti limiti temporali per lo svolgimento delle investigazioni, è sempre esercitabile durante il dibattimento, senza che possa essere circoscritta entro i termini stabiliti dall'art. 468 cod. proc. pen. o in quelli coincidenti con gli adempimenti richiamati dall'art. 493 cod. proc. pen."*; così, testualmente Sez. 2, Sentenza n. 31512 del 24/04/2012 Rv. 254028).

Naturalmente, nel momento in cui il Pubblico Ministero decide di espletare ulteriore attività d'indagine o di acquisire atti d'indagine di un altro procedimento penale, sorge a suo carico l'obbligo di depositare gli stessi e dare avviso ai difensori dell'integrazione del materiale investigativo.

Occorre ora stabilire se esista o meno una sanzione processuale in caso di eventuale violazione dell'obbligo di immediato deposito della documentazione relativa all'attività integrativa di indagine. Sul punto, ha già avuto modo di pronunciarsi la Suprema Corte, condivisibilmente statuendo che *"la violazione dell'obbligo di immediato deposito della documentazione relativa all'attività integrativa di indagine, è priva di specifica sanzione processuale, essendo demandato al giudice del merito il compito di impartire le opportune disposizioni affinché la difesa sia reintegrata nelle sue prerogative, previa adozione degli opportuni provvedimenti che, se adeguatamente motivati, sono insindacabili in sede di legittimità"* (Cass. pen., Sez. II, 24 aprile 2012, n. 31512, rv. 254029), in motivazione il Supremo Collegio ha altresì spiegato che *"è utilizzabile l'attività integrativa di indagine posta in essere dopo la richiesta di rinvio a giudizio ma prima dell'emissione del provvedimento conclusivo dell'udienza preliminare, se la documentazione relativa sia depositata e messa a disposizione degli indagati"* (Cass. pen., Sez. I, 17 maggio 2012, n. 13349, in CED Cass., 2012), essendo colpito dall'inutilizzabilità solo il diverso caso dell'omesso deposito di atti d'indagine espletati antecedentemente all'avviso di conclusione delle indagini preliminari (cfr. Cass. pen., Sez. IV, 8 novembre 2013, n. 7597, in CED Cass., 2014); né la situazione cambia ove si ipotizzi che tale attività integrativa di indagine sia favorevole alla difesa.

Dunque, quand'anche fosse ipotizzabile la violazione dell'obbligo di deposito documentazione relativa all'attività integrativa di indagine, alcuna nullità del decreto che dispone il giudizio sarebbe ravvisabile; va comunque aggiunto che alcuna violazione di tale obbligo è ravvisabile nella specie. Ed infatti, gli atti d'indagine di altro procedimento penale sono stati acquisiti in data 26 gennaio 2015, ed il Pubblico Ministero ha proceduto a darne tempestiva notizia ai difensori ex art. 430 c.p.p., quale attività d'indagine espletata dopo l'emissione del

decreto che dispone il giudizio; quanto alle sommarie informazioni del Prof. Monti e del Dott. Galluzzo, acquisite in pendenza dell'udienza preliminare ma depositate a beneficio della difesa solo successivamente rispetto alla definizione dell'udienza preliminare, le stesse costituiscono comunque oggetto di prova dibattimentale, sicché alcuna lesione del diritto di difesa (che ben potrà espletarsi in sede istruttoria, e ancor prima con l'indicazione di prova contraria ex art. 468, co. 4 c.p.p.) ai sensi dell'art. 178, co. 1, lett. c) c.p.p. è ravvisabile.

4) In ordine all'eccezione preliminare di nullità del decreto che dispone il giudizio per genericità va poi osservato che il fatto contestato agli odierni imputati risulta indicato precisamente nel decreto che dispone il giudizio; ed infatti l'imputazione:

1) a fronte di una contestazione concorsuale del delitto di manipolazione del mercato, specifica ruolo e compiti attribuiti a ciascuno degli imputati, anche temporalmente;

2) fraziona anche dal punto di vista cronologico le condotte agli stessi rimproverate, addirittura ricostruendole con riferimento a giornate specifiche;

3) a fronte della contestazione degli artifici posti in essere e della diffusione di notizie, specifica l'idoneità di tali condotte rispetto alla destabilizzazione dell'immagine dell'Italia; all'alterazione del valore dei titoli di Stato; all'indebolimento della valuta;

4) riempie di contenuto il riferimento alla realizzazione di artifici, distinguendoli tra quelli in fase di elaborazione dei rating da quelli in fase di diffusione dei rating.

Dunque gli imputati ben hanno potuto valutare il concreto fatto loro contestato (la cui descrizione di certo non costituisce una mera parafrasi della fattispecie astratta), e così esercitare in pienezza il diritto di difesa.

5) Va infine esaminata l'eccezione di difetto di giurisdizione del giudice italiano in ordine agli illeciti amministrativi commessi dalla Standard & Poor's; sostiene la difesa dell'ente che trattandosi di ente estero senza alcuna sede in Italia, ad esso non sarebbe applicabile la legislazione italiana ed in particolare il D.L.vo 231 del 2001.

Anche tale eccezione, a parere del Tribunale, è infondata e va rigettata.

Il D.L.vo 231/01 prevede, nell'art. 1, l'ambito di applicabilità della normativa sia in positivo che in negativo: al comma secondo stabilisce che le disposizioni si applicano agli enti forniti di personalità giuridica ed alle società ed associazioni anche prive di personalità giuridica. Al comma terzo prevede l'esclusione per lo Stato, gli enti pubblici territoriali, gli enti pubblici non economici, gli enti che svolgono funzioni di rilievo costituzionale; tale disposizione non contempla esclusioni relative ad enti esteri.

Va poi ricordato che l'art. 34 del D.L.vo 231/01 rimanda, quanto alla procedura, alle norme del c.p.p. e, quindi, anche all'art. 1 che sancisce il principio generale della giurisdizione del giudice penale; l'art. 36 del detto decreto legislativo, a sua volta, sancisce che il giudice penale competente in ordine al reato presupposto è competente a conoscere anche dell'illecito amministrativo dell'ente.

Ciò posto, ritiene il Tribunale che il complessivo sistema del D.L.vo 231/01 sia chiaro nello stabilire che, una volta sussistente la competenza del giudice per il reato presupposto, vi è anche la giurisdizione a conoscere della sussistenza o meno della responsabilità amministrativa dell'ente; d'altra parte, il dovere di diligenza dell'ente in tanto rileva ed ha rilevanza giuridica in quanto venga commesso il reato.

Né in senso contrario può invocarsi il disposto dell'art. 4 D. L.vo citato; ed invero, dalla suddetta norma emerge il principio secondo cui non sussiste la giurisdizione del giudice italiano solo se nei confronti dell'ente avente nel

territorio dello Stato italiano la sede principale (ed a maggior ragione in quello estero) "proceda lo Stato del luogo in cui è stato commesso il fatto"; quindi l'unica condizione di esclusione della competenza dell'autorità giudiziaria italiana è che, per i reati commessi all'estero sia già pendente un processo per gli stessi fatti. Del resto, ipotizzando diversamente, si creerebbe una sorta di inammissibile carenza di giurisdizione laddove l'autorità giudiziaria italiana declinasse, pur in presenza della legge sulla responsabilità delle persone giuridiche per reati di manipolazione del mercato, la propria giurisdizione pure in assenza di altro procedimento da parte dell'autorità giudiziaria straniera.

Nel caso di specie, dagli atti di indagine non risulta che né a New York né a Londra sia pendente un processo per gli stessi fatti di cui è processo nei confronti della Standard e Poor's; ed il Tribunale ha riconosciuto oltre che la giurisdizione, anche la competenza per territorio nei confronti delle persone fisiche dipendenti dalla società Standard e Poor's; ne consegue che il giudice italiano può ritenersi competente tanto per le persone fisiche quanto per la persona giuridica in cui dette persone fisiche sono organicamente inserite.

Alle considerazioni che precedono non può che seguire il rigetto anche dell'eccezione di carenza di giurisdizione. Da ultimo, visto il D.L.vo n. 32 del 4/3/2014, entrato in vigore il 2/4/2014, si dispone la traduzione in lingua inglese del presente provvedimento, che sarà messo a disposizione degli imputati e della persona giuridica stranieri che vogliano avere copia.

L'eccezione di difetto di giurisdizione dello Stato italiano a conoscere dell'illecito amministrativo sollevata dai difensori di S&P, invece, è stata rigettata con ordinanza resa all'udienza del 24.9.2015:

omissis:

Letti gli atti del processo penale n. 276/2015 R.G.T a carico di Deven Sharma ed altri;

considerato che la posizione di Standard & Poor's Credit Market Services Europe LTD, in relazione all'illecito amministrativo contestato al capo b) delle imputazioni è stata stralciata all'udienza del 16.4.2015, con riserva di decidere in ordine all'eccezione di carenza di giurisdizione dello Stato italiano a conoscere dell'illecito amministrativo dipendente da reato in contestazione;

esaminate le memorie difensive prodotte nell'interesse della società straniera in data 5.3.2005 e in data 7.9.2015, nonché le deduzioni svolte dal P.M. e dal difensore della società all'udienza del 5.3.2015 e all'odierna udienza;

OSSERVA

1. Premessa

Con il decreto ex art. 429 c.p.p. il gup ha disposto il rinvio a giudizio dinanzi a questo Tribunale degli imputati Deven Sharm, Yann Le Pallec, Eilleen Zhang, Franklin Crawford Gill e Moritz Kraemer (il primo in qualità di presidente della Standard & Poor's Financial Services; il secondo e il quinto in qualità di Managing Director Head of Insurance Rating Londra; il terzo e il quarto in qualità di dipendenti di dipendenti di S&P Europe a Londra) per il reato di manipolazione di mercato continuato e pluriaggravato, in concorso tra loro, di cui agli artt. 110, 81 cpv., 61 n. 7 c.p., 185 co. 1 e 2 del D.lgs n. 58 del 24.2.1998 (TUIF) , commesso in danno dello Stato italiano, contestato al capo a) delle imputazioni; nei confronti della società Standard & Poor's Credit Market Services Europe LTD, in persona del suo legale rappresentante per l'illecito amministrativo - dipendente dal reato contestato al capo a) delle imputazioni - previsto dall'art. 25 sexies del D.lgs n. 231 del 2001, commesso nell'interesse e a vantaggio della predetta società dai summenzionati dirigenti analisti senior (art. 5 co. 1 D.lgs

n. 231). Fatti-reato commessi interamente all'estero (Londra e Francoforte) tra il mese di maggio del 2011 e il mese di gennaio del 2012, con competenza del Tribunale di Trani, ex art. 7, co. 1 n. 5, 10 co. 2 c.p. e 182 TUIF. Con ordinanza resa all'udienza del 16.4.2015 sono state rigettate le eccezioni proposte dai difensori degli imputati persone fisiche ed in particolare l'eccezione di incompetenza per territorio del Tribunale di Trani, escludendo, in opposizione a quanto sostenuto dalla difesa, che la natura del reato di manipolazione del mercato - reato di pericolo concreto e di mera condotta, per la cui consumazione non è necessario che si verifichi una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari (v. Cass. sez. 5, sentenza n. 28932 del 4.5.2011 Ud., dep. 20/07/2011, Rv. 253754) - sia di ostacolo nel caso di specie a radicare la competenza territoriale del Tribunale di Trani, risultando commesso il reato di manipolazione informativa di mercato, per il quale si procede a carico degli odierni imputati, persone fisiche, interamente all'estero⁸.

Partendo da tale dato - processualmente acclarato in sede di questioni preliminari - i difensori di Standard & Poor's Credit Market Services Europe LTD hanno reiterato l'eccezione di carenza di giurisdizione del giudice italiano a conoscere dell'illecito amministrativo, già ritualmente proposta, fondata essenzialmente sulla insussistenza nel caso di specie dei presupposti per applicare il disposto di cui all'art. 4 del D.lgs n. 231 del 2001, trattandosi di illecito da reato commesso all'estero da società estera, che non ha la sede principale nel territorio dello Stato.

2. L'impianto normativo del D.lgs 8.6.2001 n. 231

Per decidere l'eccezione di carenza di giurisdizione del giudice italiano a conoscere dell'illecito amministrativo contestato all'ente straniero Standard & Poor's, al capo b) delle imputazioni, appare opportuno richiamare per sintesi le linee generali dell'impianto normativo del D.lgs 8.6.2001 n. 231.

Come è noto il D.lgs n. 231 del 2001 - che disciplina la responsabilità degli enti collettivi "per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato" - *"rappresenta l'epilogo di un lungo cammino volto a contrastare il fenomeno della criminalità d'impresa, attraverso il superamento del principio, insito nella tradizione giuridica nazionale, *societas delinquere non potest* e nella prospettiva di omogeneizzare la normativa interna a quella internazionale di matrice prevalentemente anglosassone, ispirata al c.d. pragmatismo giuridico"*⁹.

La legge delega n. 300 del 2000, infatti, ha ratificato e dato attuazione alla Convenzione OCSE 17/12/1997 (sulla lotta contro la corruzione dei funzionari pubblici stranieri), che - all'art. 2 - obbligava gli Stati aderenti ad assumere "le misure necessarie [conformemente ai propri principi giuridici] a stabilire la responsabilità delle persone morali" per i reati evocati nella stessa Convenzione.

Questa, peraltro, non è l'unico strumento internazionale al quale si è ispirato il legislatore delegante nel formulare il testo dell'art. 11 della citata legge n. 300.

Egli ha ritenuto, al di là delle generiche indicazioni offerte dalla Convenzione OCSE, di dovere dare attuazione al secondo protocollo della Convenzione PIF, il cui art. 3 dettava, in tema di responsabilità degli enti, direttive più puntuali, distinguendo due ipotesi, a seconda che il reato fosse stato commesso da soggetti in una posizione dominante (basata sul potere di rappresentanza, sull'autorità di prendere decisioni, sull'esercizio del controllo in seno alla persona giuridica) ovvero da soggetti in posizione subordinata (che, per carenza di sorveglianza o

⁸ Omissis. In nota è stata riportata la motivazione dell'ordinanza di rigetto della prima eccezione sollevata dalle difese, relativa all'incompetenza per territorio del Tribunale di Trani ed, in particolare, i fogli 1-6 della predetta ordinanza.

⁹ Così Cass. Sez. U, sentenza n. 26654 del 27.3.2008 Cc. (dep. 2.7.2008) Rv. 239923, in motivazione.

controllo da parte dei soggetti apicali, avessero reso possibile la perpetrazione del reato a beneficio della persona giuridica).

L'art. 11 della legge delega, nel recepire le indicazioni degli strumenti internazionali, ha dotato il nuovo illecito di un volto dai contorni ancora più precisi, contemperando i profili di generalprevenzione, primario obiettivo della responsabilità degli enti, con "le garanzie che ne devono rappresentare il necessario contraltare".

Sulla stessa linea d'ispirazione si è mantenuto il legislatore delegato nel decreto n. 231 del 2001.

Come già da tempo ribadito in sede di legittimità, dalla Suprema Corte a Sezioni Unite, quindi, "*ne è risultata un'architettura normativa complessa che, per quanto farraginoso e - sotto alcuni aspetti - problematica, evidenzia una fisionomia ben definita, con l'introduzione nel nostro ordinamento di uno specifico ed innovativo sistema punitivo per gli enti collettivi, dotato di apposite regole quanto alla struttura dell'illecito, all'apparato sanzionatorio, alla responsabilità patrimoniale, alle vicende modificative dell'ente, al procedimento di cognizione e a quello di esecuzione, il tutto finalizzato ad integrare un efficace strumento di controllo sociale*".

Una innovazione legislativa particolarmente importante, dunque, che segna il superamento del principio *societas delinquere et puniri non potest*.

Il sistema sanzionatorio proposto dal D.lgs n. 231 fuoriesce dagli schemi tradizionali del diritto penale, incentrati sulla distinzione tra pene e misure di sicurezza, tra pene principali e pene accessorie, ed è rapportato alle nuove costanti criminologiche delineate nel citato decreto. Il sistema è "sfaccettato", legittima distinzioni soltanto sul piano contenutistico, nel senso che rivela uno stretto rapporto funzionale tra la responsabilità accertata e la sanzione da applicare, opera certamente sul piano della deterrenza e persegue una massiccia finalità specialpreventiva.

La tipologia delle sanzioni, come si chiarisce nella relazione al decreto, si presta ad una distinzione binaria tra sanzione pecuniaria e sanzioni interdittive; al di fuori di tale perimetro, si collocano inoltre la confisca e la pubblicazione della sentenza.

Il decreto legislativo riserva, inoltre, grande attenzione alle misure cautelari, che hanno una importanza strategica per garantire l'effettività del sistema di responsabilità degli enti collettivi nella fase strumentale del processo, momento particolarmente delicato e determinante per la stessa vita del soggetto collettivo e per la tutela degli interessi pubblicistici che possono essere coinvolti.

Come è noto, la natura del sistema sanzionatorio introdotto con il D.lgs n. 231 è stata oggetto di ampio dibattito in dottrina e in giurisprudenza: a) secondo un primo indirizzo, si sarebbe di fronte ad una responsabilità di tipo amministrativo, in aderenza, del resto, all'intestazione della normativa; b) secondo altri, invece, la responsabilità in questione sarebbe sostanzialmente di tipo penale; c) un ultimo indirizzo reputa che si sia in presenza di un *tertium genus*.

L'indirizzo, da ultimo indicato, è condiviso dalla giurisprudenza prevalente ed è stato affermato anche dalle Sezioni Unite della Suprema Corte nella sentenza 38343 del 24.4.2014 (nel processo c.d. "Thyssenkrupp"), che hanno dato conto dei tre indirizzi, affermando che "*il sistema normativo introdotto dal D.lgs n. 231 del 2001, coniugando i tratti dell'ordinamento penale e di quello amministrativo, configura un "tertium genus" di responsabilità compatibile con i principi costituzionali di responsabilità per fatto proprio e di colpevolezza*".

In intesi, la Corte ha rilevato che:

1. in dottrina

- a. la tesi della natura amministrativa della responsabilità argomenta dalla qualificazione normativa in tal senso; dalla disciplina della prescrizione e delle vicende modificative dell'ente; dall'assenza di una disposizione afferente alla sospensione dell'esecuzione della sanzione;
- b. la tesi penalistica trae argomento fondante dalla commissione di un reato quale presupposto della responsabilità dell'ente. Si parla, così, di fattispecie plurisoggettiva eventuale, o a concorso necessario, ovvero di fattispecie complessa e necessariamente plurisoggettiva. Ma gli argomenti sono molteplici: l'autonomia della responsabilità dell'ente rispetto a quella dell'autore del reato; la giurisdizione penale; l'impronta penalistica delle severe sanzioni; la rilevanza del tentativo; la possibilità di rinunciare all'amnistia;
- c. il terzo indirizzo, pur rimarcando i tratti penalistici della normativa, preferisce valorizzare l'autonomia del sottosistema di cui si parla, entro il più ampio quadro del sistema punitivo che comprende sia l'illecito penale che quello amministrativo. Si riprendono le considerazioni esposte nella Relazione al D.lgs n. 231 per sottolineare che si è in presenza di un articolato sistema di responsabilità da reato che coniuga i tratti essenziali del sistema penale e di quello amministrativo. Si tratterebbe, peraltro, di un sottosistema distinto ma strettamente connesso al diritto penale: una sorta di terzo binario del diritto criminale;

2. in giurisprudenza:

- a. in alcune sentenze le Sezioni unite hanno affermato la natura amministrativa della responsabilità da reato (Sez. U, n. 34476 del 23/01/2011, Deloitte & Touche, Rv. 250347; Sez. U, n. 10561 del 30/01/2014, Gubert, Rv.258647. Nello stesso senso Sez. 6, n. 21192 del 25/01/2013, Barla, Rv. 255369; Sez. 4, n. 42503 del 25/06/2013, Ciacci, Rv. 257126);
- b. è sostanzialmente orientata in senso penalistico altra, complessa pronunzia delle Sezioni unite (Sez. U., n. 26654 del 27/03/2008, Fisia Italimpianti, Rv. 239922-923-924-925-926-927) che, rimarca l'architettura normativa complessa del nuovo istituto che evidenzia una fisionomia ben definita, e segna l'introduzione nel nostro ordinamento di uno specifico ed innovativo sistema punitivo per gli enti collettivi, dotato di apposite regole quanto alla struttura dell'illecito, all'apparato sanzionatorio, alla responsabilità patrimoniale, alle vicende modificative dell'ente, al procedimento di cognizione e a quello di esecuzione, il tutto finalizzato ad integrare un efficace strumento di controllo sociale. Evidenzia che: il sistema sanzionatorio proposto dal D.lgs n. 231 fuoriesce dagli schemi tradizionali del diritto penale - per così dire - "nucleare"; la responsabilità della persona giuridica è aggiuntiva e non sostitutiva di quella delle persone fisiche, che resta regolata dal diritto penale comune; il criterio d'imputazione del fatto all'ente è la commissione del reato "a vantaggio" o "nell'interesse" del medesimo ente da parte di determinate categorie di soggetti. V'è, quindi, una convergenza di responsabilità, nel senso che il fatto della persona fisica, cui è riconnessa la responsabilità anche della persona giuridica, deve essere considerato "fatto" di entrambe, per entrambe antiggiuridico e colpevole, con l'effetto che l'assoggettamento a sanzione sia della persona fisica che di quella giuridica s'inquadra nel paradigma penalistico della responsabilità concorsuale. Pur se la responsabilità dell'ente ha una sua autonomia, è imprescindibile il suo collegamento alla oggettiva realizzazione del reato, integro in tutti gli elementi strutturali che ne fondano lo specifico disvalore, da parte di un soggetto fisico qualificato (Nello stesso senso Sez. 2, n. 3615 del 20/12/2005, D'Azzo, Rv. 232957);
- c. altro filone della giurisprudenza (Sez. 6, n. 27735 del 18/02/2010, Scarafia, Rv. 247665-666; Sez. 6, n. 36083 del 09/07/2009, Mussoni, Rv. 244256) ritiene, invece, che il D.lgs n. 231 abbia introdotto un *tertium genus* di responsabilità rispetto ai sistemi tradizionali di responsabilità penale e di responsabilità amministrativa,

prevedendo un'autonoma responsabilità dell'ente in caso di commissione, nel suo interesse o a suo vantaggio, di uno dei reati espressamente elencati da parte un soggetto che riveste una posizione apicale, sul presupposto che il fatto-reato "è fatto della società, di cui essa deve rispondere".

3. Le questioni di legittimità costituzionale.

Le Sezioni Unite - rilevato che le dispute definitorie e classificatorie di cui si è dato conto hanno impronta prevalentemente teoretica - hanno ritenuto che "il sistema di cui si discute costituisce un corpus normativo di peculiare impronta, un *tertium genus*, se si vuole".

Colgono nel segno, del resto le considerazioni della Relazione che accompagna la normativa in esame quando descrivono un sistema che coniuga i tratti dell'ordinamento penale e di quello amministrativo nel tentativo di contemperare le ragioni dell'efficienza preventiva con quelle, ancor più ineludibili, della massima garanzia.

Ulteriore argomento a sostegno della qualificazione del sistema normativo di cui si discute, secondo le Sezioni Unite è costituito dal rilievo che lo stesso è parte del più ampio e variegato sistema punitivo; e che ha evidenti ragioni di contiguità con l'ordinamento penale per via, soprattutto, della connessione con la commissione di un reato, che ne costituisce il primo presupposto, della severità dell'apparato sanzionatorio, delle modalità processuali del suo accertamento, con la conseguenza che "quale che sia l'etichetta che si voglia imporre su tale assetto normativo, è dunque doveroso interrogarsi sulla compatibilità della disciplina legale con i principi costituzionali dell'ordinamento penale".

L'esame svolto dai Supremi Giudici ha condotto a concludere circa l'inesistenza di alcun vulnus costituzionale, per le considerazioni che seguono:

- è senz'altro da escludere che sia violato il principio della responsabilità per fatto proprio. Il reato commesso dal soggetto inserito nella compagine dell'ente, in vista del perseguimento dell'interesse o del vantaggio di questo, è sicuramente qualificabile come "proprio" anche della persona giuridica, e ciò in forza del rapporto di immedesimazione organica che lega il primo alla seconda: la persona fisica che opera nell'ambito delle sue competenze societarie, nell'interesse dell'ente, agisce come organo e non come soggetto da questo distinto; né la degenerazione di tale attività funzionale in illecito penale è di ostacolo all'immedesimazione (in tal senso, particolarmente, Sez. 6, Scarafia, cit.);

- parimenti è da escludere che il sistema violi il principio di colpevolezza. Di certo, però, tale principio deve essere considerato alla stregua delle peculiarità della fattispecie, affatto diversa da quella che si configura quando oggetto dell'indagine sulla riprovevolezza è direttamente una condotta umana. Qui il rimprovero riguarda l'ente e non il soggetto che per esso ha agito: sarebbe dunque vano e fuorviante andare alla ricerca del coefficiente psicologico della condotta invocato dal ricorrente; ciò tanto più quando l'illecito presupposto sia colposo giacché, come si è già avuto occasione di rimarcare, la colpa presenta essa stessa connotati squisitamente normativi che ne segnano il disvalore.

Secondo la Suprema Corte, dunque, "occorre ricostruire in guisa diversa quella che solitamente viene denominata colpa d'organizzazione, considerandone il connotato squisitamente normativo. Si deve considerare che il legislatore, orientato dalla consapevolezza delle connotazioni criminologiche degli illeciti ispirati da organizzazioni complesse, ha inteso imporre a tali organismi l'obbligo di adottare le cautele necessarie a prevenire la commissione di alcuni reati, adottando iniziative di carattere organizzativo e gestionale. Tali accorgimenti vanno consacrati in un documento, un modello che individua i rischi e delinea le misure atte a contrastarli. Non aver ottemperato a tale obbligo fonda il rimprovero, la colpa d'organizzazione. Al riguardo,

peraltro, non si configura un'inversione dell'onere della prova. Come la Corte di cassazione ha già avuto modo di porre in luce (Sez. 6, Scarafia cit.), la responsabilità dell'ente si fonda sulla indicata colpa di organizzazione. Il riscontro di tale deficit organizzativo consente la piana ed agevole imputazione all'ente dell'illecito penale. Grava sull'accusa l'onere di dimostrare l'esistenza dell'illecito penale in capo alla persona fisica inserita nella compagine organizzativa della società e che abbia agito nell'interesse di questa; tale accertata responsabilità si estende "per rimbalzo" dall'individuo all'ente collettivo, nel senso che vanno individuati precisi canali che colleghino teleologicamente l'azione dell'uno all'interesse dell'altro e, quindi, gli elementi indicativi della colpa di organizzazione dell'ente, che rendono autonoma la responsabilità del medesimo ente. La condivisa pronuncia considera altresì che militano a favore dell'ente, con effetti liberatori, le previsioni probatorie di segno contrario di cui al D.lgs n. 231, art. 6, afferenti alla dimostrazione di aver adottato ed efficacemente attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi. Nessuna inversione dell'onere della prova è, pertanto, ravvisabile nella disciplina che regola la responsabilità da reato dell'ente, gravando comunque sull'accusa la dimostrazione della commissione del reato da parte di persona che rivesta una delle qualità di cui al D.lgs n. 231, art. 5, e la carente regolamentazione interna dell'ente, che ha ampia facoltà di offrire prova liberatoria".

4. Il criterio d'imputazione oggettiva.

Il D.lgs n. 231 del 2001, art. 5 detta la regola d'imputazione oggettiva dei reati all'ente; si richiede, infatti, che essi siano commessi nel suo interesse o vantaggio.

Come rilevato dalle Sezioni Unite, secondo l'impostazione prevalente, ispirata anche dalla Relazione governativa al D.lgs, i due criteri d'imputazione dell'interesse e del vantaggio si pongono in rapporto di alternatività, come confermato dalla congiunzione disgiuntiva "o" presente nel testo della disposizione. Si ritiene che il criterio dell'interesse esprima una valutazione teleologia del reato, apprezzabile ex ante, al momento della commissione del fatto, e secondo un metro di giudizio marcatamente soggettivo; e che il criterio del vantaggio abbia una connotazione essenzialmente oggettiva, come tale valutabile ex post, sulla base degli effetti concretamente derivati dalla realizzazione dell'illecito.

Il problema - affrontato dalle Sezioni Unite con specifico riferimento al catalogo dei reati costituenti presupposto della responsabilità degli enti, indicati nell'art. 25-septies del D.lgs. in esame - è stato risolto in via interpretativa, rilevando che una diversa conclusione ancorata alla lettera della norma condurrebbe *"alla radicale caducazione di un'innovazione normativa di grande rilievo, successivamente confermata dal D.Lgs. 7 luglio 2011, n. 121, col quale è stato introdotto nella disciplina legale l'art. 25-undecies che ha esteso la responsabilità dell'ente a diversi reati ambientali"*.

Ne consegue che "i concetti di interesse e vantaggio, nei reati colposi d'evento, vanno di necessità riferiti alla condotta e non all'esito anti giuridico. Tale soluzione non determina alcuna difficoltà di carattere logico: è ben possibile che una condotta caratterizzata dalla violazione della disciplina cautelare e quindi colposa sia posta in essere nell'interesse dell'ente o determini comunque il conseguimento di un vantaggio. Il processo in esame ne costituisce una conferma. D'altra parte, tale soluzione interpretativa, oltre a essere logicamente obbligata e priva di risvolti intollerabili dal sistema, non ha nulla di realmente creativo, ma si limita ad adattare l'originario criterio d'imputazione al mutato quadro di riferimento, senza che i criteri d'ascrizione ne siano alterati. L'adeguamento riguarda solo l'oggetto della valutazione che, coglie non più l'evento bensì solo la condotta, in conformità alla diversa conformazione dell'illecito; e senza, quindi, alcun vulnus ai principi costituzionali dell'ordinamento

penale. Tale soluzione non presenta incongruenze: è ben possibile che l'agente violi consapevolmente la cautela, o addirittura preveda l'evento che ne può derivare, pur senza volerlo, per corrispondere ad istanze funzionali a strategie dell'ente. A maggior ragione vi è perfetta compatibilità tra inosservanza della prescrizione cautelare ed esito vantaggioso per l'ente".

In estrema sintesi

- il reato commesso dal soggetto inserito nella compagine dell'ente, in vista del perseguimento dell'interesse o del vantaggio di questo, dunque, è sicuramente qualificabile come 'proprio' anche della persona giuridica e ciò in forza del rapporto di immedesimazione organica che lega il primo alla seconda;

- il sistema sanzionatorio previsto per gli enti dal D.lgs. n. 231 del 2001 fuoriesce dagli schemi tradizionali incentrati sulla distinzione tra pene e misure di sicurezza, tra pene principali e pene accessorie e mira a stabilire uno stretto rapporto funzionale tra la responsabilità accertata e la sanzione da applicare (Cass. Sez. Un. Penali, 18 settembre 2014, n. 38343).

3. I soggetti e il catalogo dei reati sui quali si fonda la responsabilità degli enti nel D.lgs n. 231 del 2001.

Per quanto qui specificamente interessa, occorre soffermare l'attenzione su alcune norme del D.lgs. n. 231 del 2001.

Il decreto indicato, al capo I, nella Sezione I in cui detta principi generali e criteri di attribuzione della responsabilità amministrativa, all'art. I dedicato ai soggetti, prevede:

1. Il presente decreto legislativo disciplina la responsabilità degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato.

2. Le disposizioni in esso previste si applicano agli enti forniti di personalità giuridica e alle società e associazioni anche prive di personalità giuridica.

3. Non si applicano allo Stato, agli enti pubblici territoriali, agli altri enti pubblici non economici nonché agli enti che svolgono funzioni di rilievo costituzionale.

Secondo la previsione indicata, dunque, il decreto legislativo disciplina la responsabilità degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato e le disposizioni in esso previste si applicano agli enti forniti di personalità giuridica e alle società e associazioni anche prive di personalità giuridica.

Si tratta di una disciplina basata sul sistema normativo delle parziali esclusioni, queste ultime agganciate a determinate categorie di enti, quali lo Stato, enti pubblici ed enti di rilievo costituzionale, come previsto al comma 3.

Come rilevato anche nella Relazione ministeriale al D.lgs. n. 231 del 2001, "le precise indicazioni della delega, fedelmente riprodotte nello schema di decreto legislativo, hanno indotto ad escludere gli 'enti che svolgono funzioni di rilievo costituzionale', tra cui sembrano rientrare anche i partiti politici ed i sindacati (questi ultimi sguarniti di personalità giuridica, vista la nota, mancata attuazione dell'art. 39 Cost.), dando così luogo ad una zona franca giustificabile soltanto alla luce delle delicate conseguenze che produrrebbe l'impatto, su questi soggetti, delle sanzioni interdittive previste dal nuovo impianto legislativo".

Come emerge dalla relazione indicata e anche dal testo della legge delega, la previsione è l'assoggettamento degli enti alla disciplina sanzionatoria come la regola, salvo le esclusioni di cui al comma 3 dell'art. 1.

Ebbene, nessuna esclusione è prevista per gli enti stranieri.

Il legislatore con il D.lgs n. 231 del 2001 ha costruito un modello punitivo che ha quale destinatario l'ente come realtà autonomamente identificabile e distinta rispetto alla persona fisica.

L'art. 2, che riprende concetti dell'art. 2 c.p., e dell'art. 1 della legge n. 689 del 1981, afferma l'incomprimibile principio di legalità, secondo il quale l'ente non può essere ritenuto responsabile per un fatto costituente reato se la sua responsabilità amministrativa in relazione a quel reato e le relative sanzioni non sono espressamente previste da una legge entrata in vigore prima della commissione del fatto.

Al riguardo va subito puntualizzato che la responsabilità "amministrativa" di cui all'art. 25-sexies, per quel che rileva nel caso in esame, è stata introdotta dalla legge n. 62 del 2005, art. 9, che è entrata in vigore prima della commissione delle condotte ascritte a S&P, come risulta dall'imputazione.

La legge indicata (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004) - entrata in vigore in data 12.5.2005, infatti, con l'art. 9 ha ampliato il catalogo dei reati della III Sezione del D.lgs. n. 231, dai quali esclusivamente può scaturire la responsabilità degli enti.

La norma in discorso - che ha recepito la 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 le direttive della Commissione di attuazione 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE - al comma 3 prevede: Dopo l'articolo 25-quinquies del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, è inserito il seguente: "Art. 25-sexies. - (Abusi di mercato). - 1. In relazione ai reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato previsti dalla parte V, titolo 1-bis, capo II, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applica all'ente la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote. 2. Se, in seguito alla commissione dei reati di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente e' di rilevante entità, la sanzione e' aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto".

3.a I reati di *market abuse* e il sistema del doppio binario

I reati di abuso di mercato - come è noto - sono disciplinati dal Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (D.lgs. n. 58 del 1998)¹⁰, agli artt. 184-187, che prevede due distinte ipotesi di reato, l'abuso di informazioni privilegiate (art. 184)¹¹ e la manipolazione di mercato (art. 185), prevedendo anche la confisca per equivalente (art. 187).

¹⁰ Cfr. Titolo I-bis, introdotto dall'art. 9, co. 2 legge 18 aprile 2005, n. 62.

¹¹ Art. 184 (Abuso di informazioni privilegiate).

1. E' punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;

b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;

c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).

2. La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.

3. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

In particolare, con riferimento al reato di *manipolazione di mercato* da cui deriva, secondo l'imputazione, la responsabilità amministrativa di S.&P., l'art. 185 del TUIF prevede:

1. 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, e' punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.

2. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

((2-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale e' quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.))

ell'articolo 240 del codice penale.))

Il TUIF disciplina, inoltre, per gli abusi di mercato gli illeciti amministrativi non dipendenti da reato, prevedendo sanzioni e regolando il relativo procedimento agli artt. 187 bis-187 septies, secondo il sistema del doppio binario sanzionatorio, incentivato dai recenti interventi del legislatore europeo, attraverso la Direttiva 2014/57/UE ed il Regolamento UE n. 596/2014 in tema di abusi di mercato (prevenzione e repressione delle violazioni relative agli abusi di mercato).

Il nuovo impianto sanzionatorio approntato con la recente Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014, infatti, è funzionale a garantire l'integrità dei mercati, poiché dal rapporto della Commissione europea è emerso che la precedente Direttiva 2003/6¹² non è stata attuata in modo adeguato in tutti gli Stati membri, che in alcuni casi hanno predisposto unicamente misure amministrative, che si sono mostrate inadeguate a prevenire e reprimere gli abusi di mercato.

Si è rilevato, inoltre, che l'assenza di sanzioni penali incide in modo negativo sull'uniformità delle condizioni operative del mercato interno.

((3-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale e' quella dell'ammenda fino a euro centotremila a duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.))

4. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a).

¹² L'articolo 14 della 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 – Gazzetta ufficiale n. L 096 del 12/04/2003 pp. 0016–0025) aveva già previsto: "1. Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive. 2. La Commissione stila, in conformità della procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2, un elenco indicativo delle misure e delle sanzioni amministrative di cui al paragrafo 1. 3. Gli Stati membri fissano le sanzioni da applicare per l'omessa collaborazione alle indagini di cui all'articolo 12. 4. Gli Stati membri provvedono affinché l'autorità competente possa divulgare al pubblico le misure o sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva, salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte".

In vista di realizzare una più decisiva penalizzazione degli abusi di mercato, la combinazione tra le due prospettive sanzionatorie (c.d. sistema del doppio binario) è ritenuta comunque possibile dalle istituzioni europee, poiché secondo il *considerandum* 22 della predetta direttiva gli obblighi ivi stabiliti di prevedere negli ordinamenti nazionali pene per le persone fisiche e sanzioni per le persone giuridiche *non esonerano gli Stati membri dall'obbligo di contemplare in tali ordinamenti nazionali sanzioni amministrative e altre misure per le violazioni previste nel regolamento (UE) n. 596/2014, salvo che gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al regolamento (UE) n. 596/2014, di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale*. Si individua, poi, quella che può rivelarsi una generale linea di confine tra le due tipologie di illecito e sanzioni, in modo da evitare possibili violazioni del *bis in idem* nei diversi Stati membri dell'Unione: nel *considerandum* 23, infatti, si precisa l'ambito di applicazione della direttiva in relazione al connesso strumento regolamentare (n. 596/2014), poiché mentre *le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente direttiva, almeno nei casi gravi, le sanzioni per le violazioni del regolamento (UE) n. 596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi*.

Nella medesima prospettiva, infine, il legislatore europeo individua, in altre disposizioni della predetta Direttiva (ad es. i *consideranda* 11 e 12), una serie di criteri di ordine generale per poter qualificare "gravi" gli illeciti di manipolazione del mercato e quelli di abuso di informazioni privilegiate, muovendo dal presupposto che: (*considerandum* 6) è *"essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti"*; (*considerandum* 7) *"non tutti gli Stati membri hanno previsto sanzioni penali per alcune forme di violazioni gravi della normativa nazionale di attuazione della direttiva 2003/6/CE. Approcci differenti degli Stati membri recano pregiudizio all'uniformità delle condizioni operative nel mercato interno e possono fornire un incentivo ad attuare abusi di mercato negli Stati membri che non prevedono sanzioni penali per tali reati. Inoltre, finora non è stato stabilito a livello dell'Unione quale condotta sia da considerare una violazione grave delle norme sugli abusi di mercato. È pertanto opportuno stabilire norme minime con riguardo alla definizione di reati commessi da persone fisiche, sulla responsabilità delle persone giuridiche e sulle relative sanzioni. L'adozione di norme minime comuni renderebbe inoltre possibile ricorrere a metodi più efficaci di indagine e consentirebbe una cooperazione più efficace a livello nazionale e tra Stati membri. Alla luce della crisi finanziaria, è evidente che la manipolazione del mercato può comportare danni significativi per la vita di milioni di persone. Lo scandalo del Libor, relativo a un grave caso di manipolazione di un indice di riferimento (benchmark), ha dimostrato che problemi e carenze importanti si ripercuotono seriamente sulla fiducia nei mercati e possono determinare perdite consistenti per gli investitori, nonché distorsioni dell'economia reale. L'assenza di un regime comune di sanzioni penali nell'Unione offre l'opportunità agli autori di abusi di mercato di approfittare dei regimi meno rigorosi in alcuni Stati membri. L'irrogazione di sanzioni penali per gli abusi di mercato avrà un effetto dissuasivo maggiore sui potenziali contravventori"*.

3.b La riserva incondizionata di giurisdizione per i reati e gli illeciti di *market abuse* nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), nel testo modificato dall'art. 9 della legge 18 aprile 2005, n. 62.

E' evidente che in un mercato globalizzato, come quello degli strumenti finanziari, le condotte suscettibili di sanzione, possono essere realizzate anche all'estero, come è avvenuto nel caso di specie.

Proprio per questo il legislatore comunitario con la direttiva 2003/6CE, art. 10, ha fissato regole valide per tutti gli Stati membri, in materia di giurisdizione, con l'obiettivo che nessuna condotta di abuso di mercato commessa all'interno dell'Unione Europea, avente ad oggetto strumenti finanziari negoziati (o ammessi alla negoziazione), presso qualunque Stato membro dell'unione, resti impunita:

Ogni Stato membro applica i divieti e gli obblighi fissati nella presente direttiva:

a) alle attività effettuate nel proprio territorio o all'estero e aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante nel suo territorio o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in tale mercato;

b) alle attività effettuate nel proprio territorio e aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in tale mercato.

La legge 18 aprile 2005, n. 62, di recepimento della 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 delle direttive della Commissione di attuazione 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE - con l'art. 9, co 2 ha modificato il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, dettando nuove disposizioni in materia di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.

In particolare:

- a) nella parte V, titolo 1, la partizione "Capo IV - Abusi di informazioni privilegiate e aggioaggio su strumenti finanziari" comprendente gli articoli da 180 a 187-bis è stato sostituita dal "Titolo I-bis Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato".

Il comma 3 dell'art. 9 della legge indicata ha poi introdotto l'art. 25 sexies al D.lgs n. 231 del 2001, inserendo gli abusi di mercato nel catalogo dei reati sui quali può fondarsi la responsabilità degli enti.

L'art. 182 del TUIF nel testo introdotto dall'art. 9 co. 2 della legge n. 62 del 2005, in attuazione dell'art. 10 della direttiva 2003/6CE, nel delimitare l'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di *market abuse* prevede:

1. I reati e gli illeciti previsti dal presente titolo sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, qualora attengano a strumenti finanziari ammessi o per i quali e' stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano ((o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano))).

2. Salvo quanto previsto dal comma 1, le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali e' stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione europea.

((2-bis. Salvo quanto previsto dal comma 1, le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti gli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2).))

La norma - come è evidente - prevede una riserva incondizionata di giurisdizione dello Stato per i reati e gli illeciti amministrativi in materia di *market abuse*, in attuazione della regola fissata dal legislatore comunitario, di talché appare in conferente il richiamo effettuato nella memoria difensiva alla Convenzione del 1995 sulla tutela degli interessi finanziari delle Comunità europee e ai suoi Protocolli.

3.c La responsabilità degli enti per i reati commessi all'estero e l'ambito di applicazione dell'art. 4 del D.lgs n. 231 del 2001.

L'art. 4 del D.lgs. n. 231 del 2001 disciplina la responsabilità degli enti per i reati commessi all'estero, prevedendo che:

Nei casi e alle condizioni previsti dagli articoli 7, 8, 9 e 10 del codice penale, gli enti aventi nel territorio dello Stato la sede principale rispondono anche in relazione ai reati commessi all'estero, purché nei loro confronti non proceda lo Stato del luogo in cui è stato commesso il fatto.

2. Nei casi in cui la legge prevede che il colpevole sia punito a richiesta del Ministro della giustizia, si procede contro l'ente solo se la richiesta è formulata anche nei confronti di quest'ultimo.

Secondo la previsione della norma indicata, dunque, nei casi e nelle condizioni previste dal codice penale (art. 7, 8, 9, 10 c.p.), gli enti che hanno la sede principale nel territorio dello Stato rispondono anche per i reati commessi all'estero, a meno che proceda nei loro confronti lo Stato del luogo in cui è stato commesso il fatto.

I reati in oggetto sono quelli indicati dal D.lgs. n. 231 agli artt. 24 e ss., e devono essere stati commessi all'estero da soggetti appartenenti ad ente con sede principale in Italia.

In altri termini la norma in discorso prevede la responsabilità dell'ente per i reati commessi all'estero nel suo interesse o a suo vantaggio, richiedendo che: a) l'ente abbia la sede principale nel territorio dello Stato; b) nei suoi confronti non proceda lo Stato del luogo in cui è stato commesso il fatto; c) nei casi in cui è prevista la procedibilità a richiesta del Ministro della giustizia, la richiesta sia stata formulata anche nei confronti dell'ente.

La giurisprudenza e la dottrina hanno affrontato il tema dell'applicabilità del D.lgs. n. 231 del 2001 agli enti con sede principale all'estero, i cui dipendenti abbiano commesso un reato nel territorio del nostro Stato.

Secondo parte della dottrina, gli enti con sede all'estero non sarebbero soggetti al D.lgs n. 231 del 2001 sul rilievo che anche se il reato risulta commesso in Italia, l'illecito addebitato all'ente, avendo ad oggetto una colpa di organizzazione, si deve intendere realizzato nel luogo ove ha sede l'ente.

Secondo l'orientamento prevalente, cui ha aderito la giurisprudenza di merito anche gli enti di diritto straniero vanno ricompresi nell'alveo dei soggetti astrattamente responsabili indicati dall'art. 1 co. 2 e 3 del D.lgs. n. 231 del 2001: a) perchè né il legislatore delegante, né quello delegato, hanno previsto alcuna limitazione, di talché ammetterla in via interpretativa significherebbe introdurre un requisito ulteriore *praeter legem*; b) argomentando *a contrariis* dall'art. 4 D.lgs. n. 231: se la legge italiana si applica anche alla società con sede in Italia nell'ipotesi di reato commesso all'estero nel suo interesse, allora, tale regola non può non valere anche per l'ipotesi di reato commesso in Italia nell'interesse di una società straniera, individuando come punto di collegamento territoriale l'attività - anche solo occasionale - esercitata dalla società straniera nel territorio nazionale per il tramite di uno dei soggetti di cui all'art. 5 D.lgs. n. 231 del 2001, che materialmente commette il reato nell'interesse o a vantaggio della società con sede principale all'estero.

In particolare il Tribunale di Milano nel processo Parmalat (c.d. troncone bis) ha rilevato:

<<(…) Le banche in esame (ed in particolare UBS) sono società di diritto straniero, ma non vi è dubbio circa l'applicabilità alle stesse della normativa italiana. Sul tema dell'applicabilità della disciplina italiana alla società straniera, si è espresso, in altro procedimento, il dott. Salvini, chiamato a decidere sull'applicabilità in via cautelare della misura interdittiva del divieto di contrattare con la Pubblica Amministrazione ad una società di diritto tedesco (Siemens).

Accogliendo la richiesta dei Pubblici Ministeri di quel procedimento, il Giudice ha ritenuto che "è quasi ovvio rilevare che sia le persone fisiche che le persone giuridiche straniere nel momento in cui operano in Italia (anche eventualmente, come nel caso in esame, tramite un 'Associazione Temporanea d'Impresa) hanno semplicemente il dovere di osservare e rispettare la legge italiana e quindi anche il D.Lgs 231/01, indipendentemente dall'esistenza o meno nel Paese di appartenenza di norme che regolino in modo analogo la medesima materia, ad esempio il modello organizzativo richiesto alle imprese per prevenire reati come quelli che si sono verificati e scoprire ed eliminare tempestivamente, tramite organismi di controllo e anche con l'adozione di misure disciplinari, situazioni di rischio. Un paragone quasi banale ma assai esplicativo può fare riferimento alle norme in tema di circolazione stradale. È possibile in via di ipotesi, che le norme tedesche o quelle di qualsiasi altro Paese non prevedano che le autovetture immatricolate e circolanti in tale paese abbiano l'obbligo di essere munite di cinture di sicurezza ma ciò ovviamente non toglie che tali autovetture, per accedere alle strade italiane, abbiano l'obbligo di munirsi di tali dispositivi. Vale, sotto il profilo antinfortunistico e con riferimento a qualsiasi norma che abbia una funzione preventiva suscettibile, se non adottata, di conseguenze in termini di responsabilità, della regola della *lex loci*" (ordinanza Tribunale ordinario di Milano, Gip Salvini, 27.4.2004 in *Le società*, 2004, 10, 1275). In sostanza, quando un ente opera in Italia è tenuto ad osservare le leggi italiane, così come qualsiasi persona fisica che agisca sul medesimo territorio. Nello stesso senso la più recente ordinanza emessa dal Giudice delle Indagini Preliminari presso il Tribunale di Milano dott. Tacconi in uno dei filoni del processo Parmalat, che ha rigettato l'eccezione di difetto di giurisdizione per fatti di aggioaggiamento posti in essere da Banche straniere non aventi succursali in Italia ma operanti nel territorio nazionale: *nel momento in cui l'ente estero decide di operare in Italia ha l'onere di attivarsi e di uniformarsi alle previsioni normative italiane. Ragionando diversamente l'ente si attribuirebbe una sorta di auto esenzione dalla normativa italiana in contrasto con il principio di territorialità della legge, in particolare con l'art. 3 c.p. (ordinanza 13.6.2007 su rivista 231.it)>>*¹³.

Lo stesso indirizzo interpretativo risulta adottato in altro procedimento dal gip di Milano che ha ritenuto che "le disposizioni di cui al D. Lgs. 231/2001 sono applicabili anche nei confronti delle persone giuridiche aventi sede all'estero, qualora presupposto dell'illecito amministrativo sia un reato commesso in Italia. A dette conclusioni si giunge alla luce del combinato disposto degli artt. 36 e 4 D. Lgs. 231/2001 e dell'applicazione dei principi che governano la competenza nell'ambito del diritto penale. Invero, l'art. 36 attribuisce la competenza a decidere sulla responsabilità amministrativa dell'ente all'A.G. del luogo ove viene commesso il reato presupposto, indipendentemente dal luogo ove ha sede l'ente, sia esso in Italia che all'estero. Differentemente, l'art. 4 prevede in caso di reato commesso all'estero l'applicabilità della normativa esclusivamente all'ente avente la sede principale in Italia. Dalle suddette disposizioni si desume, pertanto che il criterio che radica la competenza è quello del luogo di commissione del reato e non di commissione dell'illecito amministrativo né di sede dell'ente e

¹³ Trib. Milano, Sez. IV, 19.12.2012/4.2.2013 n.13976

che l'art. 36 costituisce una deroga a detto principio, consentendo di procedere anche per i reati commessi all'estero ma solo nei confronti degli enti aventi la sede principale in Italia" ...>>¹⁴.

Per dovere di completezza espositiva - e per quel che rileva ai fini della decisione dell'eccezione di carenza di giurisdizione che ci occupa - deve essere rilevato che la legge delega del 29 settembre 2000, n. 300, per la disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche e degli enti privi di personalità giuridica¹⁵, nell'indicare i principi e criteri direttivi, all'art. 11 ha stabilito di: lettera e) "prevedere che i soggetti di cui all'alinella del presente comma sono responsabili in relazione ai reati commessi, a loro vantaggio o nel loro interesse, da chi svolge funzioni di rappresentanza o di amministrazione o di direzione, ovvero da chi esercita, anche di fatto, poteri di gestione e di controllo ovvero ancora da chi è sottoposto alla direzione o alla vigilanza delle persone fisiche menzionate, quando la commissione del reato è stata resa possibile dall'inosservanza degli obblighi connessi a tali funzioni; prevedere l'esclusione della responsabilità dei soggetti di cui all'alinella del presente comma nei casi in cui l'autore abbia commesso il reato nell'esclusivo interesse proprio o di terzi; lettera q) "prevedere, che le sanzioni amministrative a carico degli enti sono applicate dal giudice competente a conoscere del reato e che per il procedimento di accertamento della responsabilità si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del codice di procedura penale, assicurando l'effettiva partecipazione e difesa degli enti nelle diverse fasi del procedimento penale".

Nessuna esclusione è stata prevista per le società straniere.

Ne consegue che gli enti con sede principale all'estero sono soggetti a responsabilità ai sensi del D.lgs n. 231 del 2001, senza alcuna limitazione, per i reati indicati nel catalogo del D.lgs n. 231 del 2001, commessi nel loro interesse o a loro vantaggio nel territorio dello Stato.

Per i reati commessi all'estero deve trovare applicazione il disposto dell'art. 4 del D.lgs n. 231, nei casi e alle condizioni ivi previsti.

La norma indicata non si applica, invece, per la responsabilità amministrativa, in relazione ai reati commessi all'estero, nell'interesse o a vantaggio dell'ente straniero nei casi in cui, come quello di specie, vi è riserva incondizionata di giurisdizione da parte dello Stato.

Siffatta conclusione trova conforto anche nella Relazione ministeriale al D.lgs n. 231, in cui si è dato atto che:

"Ispirata a comprensibile rigore è la scelta dell'art. 4 dello schema di decreto legislativo, laddove contempla l'ipotesi in cui l'ente che abbia in Italia la sede principale, compia tuttavia reati all'estero. Si è ritenuto che l'ipotesi, assai diffusa dal punto di vista criminologico, meritasse comunque l'affermazione della sanzionabilità dell'ente, al fine di evitare facili elusioni della normativa interna: e ciò anche al di fuori delle circoscritte ipotesi in cui la responsabilità dell'ente consegue alla commissione di reati per i quali l'art. 7 del codice penale prevede la punibilità incondizionata.

L'opzione è oltretutto conforme al progressivo abbandono, nella legislazione internazionale, del principio di territorialità ed alla correlativa, sempre maggiore affermazione del principio di universalità (prova ne siano gli stessi atti ratificati nella legge 300/2000).

Peraltro, la costante attenzione dell'Italia ai profili di cooperazione internazionale (resi talvolta difficili dalla sovrapposizione delle azioni punitive da parte dei diversi Stati, soprattutto quando, come in Italia, vige il principio di obbligatorietà delle stesse) ha suggerito di apporre uno sbarramento alla perseguibilità dell'illecito

¹⁴ Tribunale di Milano, GIP Vanore, Ordinanza 23 aprile 2009

¹⁵ GU n. 250 del 25.10.2000 - Suppl. Ordinario n. 176.

commesso dall'ente nei casi in cui nei suoi confronti già proceda lo Stato del luogo in cui è stato commesso il fatto.

Analogamente, alla sussistenza di un interesse apprezzabile dello Stato alla punizione ed all'opportunità di bilanciare tale interesse con il rispetto dell'altrui sfera di sovranità in materia punitiva, si ispira il secondo comma dell'art. 4. La norma prevede che, nei casi in cui vi sia stata la richiesta per la persona fisica, per procedersi nei confronti dell'ente, la richiesta del Ministro Guardasigilli debba estendersi anche nei confronti di quest'ultimo. La previsione garantisce oltretutto che le vicende dei due soggetti si svolgano su binari paralleli, secondo una tendenza cui si ispira complessivamente il sistema normativo e che viene derogata soltanto laddove una diversa soluzione possa pregiudicarne l'effettività¹⁶.

L'art. 4 del D.lgs., dunque, non può trovare applicazione nel caso di specie, in cui ricorre una ipotesi di giurisdizione incondizionata ex artt. 7 n. 5 c.p. e 182 TUIF (secondo la regola fissata dal legislatore comunitario), in deroga al principio di territorialità previsto dall'art. 6 c.p. e in applicazione del principio di obbligatorietà della legge penale ex art. 3 co. 2 c.p. e dell'art. 1, co. 2 D.lgs n. 231 - che non esclude dai soggetti destinatari della responsabilità per illecito amministrativo, dipendente da reato, gli enti che hanno all'estero sede amministrativa, apparato organizzativo e struttura contabile - di talché in tutti i casi in cui sussiste giurisdizione dello Stato Italiano per il reato commesso nell'interesse o a vantaggio dell'ente straniero dai soggetti indicati nell'art. 5 stesso D.lgs, lo Stato ha giurisdizione anche nei confronti dell'ente straniero per la sua autonoma responsabilità amministrativa.

Una diversa conclusione, ancorata alla lettera dell'art. 4 del D.lgs n. 231 del 2001, condurrebbe a creare una ingiustificata rinuncia alla pretesa punitiva nei confronti di ente straniero, in presenza di riserva incondizionata di giurisdizione dello Stato italiano, secondo la regola dettata per le condotte di *market abuse* dal legislatore comunitario.

Né può essere omissivo di considerare che in base al disposto dell'art. 36 co. 1 D.lgs n. 231 del 2001, il criterio che radica la competenza a decidere sulla responsabilità amministrativa dell'ente è quello del luogo di commissione del reato presupposto, non quello della commissione dell'illecito amministrativo, né quello della sede dell'ente (*"La competenza a conoscere gli illeciti amministrativi dell'ente appartiene al giudice penale competente per i reati dai quali gli stessi dipendono"*).

Al comma 2 la stessa norma prevede, inoltre, che *"per il procedimento di accertamento dell'illecito amministrativo dell'ente si osservano le disposizioni sulla composizione del Tribunale e le disposizioni processuali collegate relative ai reati dai quali l'illecito amministrativo dipende"* (comma 2).

Nella stessa direzione si collocano le altre disposizioni processuali del Capo III, Sezione I e II del D.lgs n. 231 del 2001 - come rilevato nella Relazione ministeriale (*"... la scelta del Governo è stata, dunque, quella di privilegiare il procedimento penale come luogo di accertamento e di applicazione delle sanzioni, collocando l'ente nella stessa condizione dell'imputato ..."*) - ed in particolare l'art. 38 che prevede come regola generale il *simultaneus processus*, indicando i casi in cui si procede separatamente per l'illecito amministrativo dell'ente (*"... La norma dell'articolo 38, comma 1, prevede, come regola generale, ispirata ad intuibili ragioni di effettività, di omogeneità e di economia processuale, il simultaneus processus: il processo nei confronti dell'ente dovrà, cioè, rimanere riunito, per quanto possibile, al processo penale che ha ad oggetto il reato presupposto"*).

¹⁶ www.aodv231.it

della responsabilità dell'ente. Ovviamente, la regola non può valere in ogni caso: di conseguenza, nel comma 2 della stessa disposizione, vengono individuati i casi in cui occorre procedere alla separazione, senza che questa scissione del procedimento comporti una frattura con i principi generali del sistema che, come è noto, stabilisce la piena autonomia della responsabilità della persona fisica rispetto a quella dell'ente; Relazione ministeriale).

In estrema sintesi, l'art. 4 del D.lgs n. 231 opera per i reati commessi all'estero per i quali non vi è - come nel caso di specie (art. 185 TUIF) - riserva di giurisdizione dello Stato (art. 182 TUIF), estesa anche agli illeciti amministrativi per manipolazione di mercato (art. 187 ter TUIF) e, pertanto, la norma indicata non costituisce impedimento all'affermazione della giurisdizione dello Stato Italiano nei confronti di enti stranieri.

Tale soluzione interpretativa, secondo il convincimento di questo Collegio, non presenta carattere creativo, poiché si limita ad adattare la responsabilità dell'ente straniero alla natura del reato (di manipolazione informativa di mercato) per il quale si procede nei confronti delle persone fisiche - da cui deriva la responsabilità dell'ente - e alla riserva incondizionata di giurisdizione dello Stato anche per i correlati illeciti amministrativi di *market abuse*, secondo la regola dettata dal legislatore comunitario.

In altri termini, la giurisdizione nei confronti di S.&P. per la responsabilità amministrativa in relazione al reato di manipolazione di mercato commesso all'estero dai propri dipendenti apicali si fonda sulla interpretazione sistematica delle norme prima richiamate, conforme ai principi e ai criteri dettati nella legge delega, agli obiettivi di politica criminale economica perseguiti dal legislatore, in attuazione delle Direttive e dei Regolamenti europei in materia, che hanno dettato norme sempre più stringenti in tema di *market abuse*, di merito creditizio e di *rating*¹⁷.

Alla stregua delle considerazioni sin qui svolte, deve essere rigettata l'eccezione di carenza di giurisdizione del giudice italiano nei confronti di S.&P. per la responsabilità amministrativa in relazione al reato di manipolazione di mercato cui all'art. 185 TUIF, trattandosi di reato per il quale opera una ipotesi di riserva incondizionata di giurisdizione, ex art. 7 c.p., n. 5, in forza dell'art. 182 stesso TUIF¹⁸.

Omissis.

2. Premessa.

Come risulta dalle ordinanze dianzi riportate, le questioni preliminari di maggior rilievo, relative alla competenza per territorio del Tribunale di Trani e alla giurisdizione dello Stato italiano sono state tutte positivamente risolte, circostanza che conferma il corretto esercizio dell'azione penale da parte del P.M. procedente e dell'Ufficio di Procura di Trani, definito dalla *general manager* di S&P Maria Pierdicchi, con toni sprezzanti "*come un paesino dell'Oklahoma ... un piccolo paesino Oklahoma*", nel corso della conversazione intercettata sulla utenza n. 3355690289 in entrata dal n. 12124385600 (RIT n. 398/2011, progressivo n. 1022, del 3 agosto 2011, ore 18:32,59), intercorsa con il presidente di S&P Deven Sharma,

¹⁷Cfr. da ultimo, il Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito; Direttiva 2013/14/UE

¹⁸ Cfr. Cass. sez. 1, sentenza n. 20503 del 08/04/2015.

mentre l'attività investigativa della Polizia Tributaria di Bari era in corso proprio presso la sede di Milano della Società¹⁹.

Il dato viene riportato non perchè rilevi il giudizio della Pierdicchi, ma unicamente per rimarcare che la teste - amministratore delegato di Standard&Poor's S.r.l. per l'Italia dal 2003 al marzo 2015 e, dunque, inserita nella *governance* della società, originariamente indagata per il reato di favoreggiamento personale - oltre a manifestare un atteggiamento su alcuni aspetti reticente, nel tentativo evidente di sottolineare la demarcazione tra area analitica e area menageriale, si è abbandonata ad esternazioni gratuite sulle indagini condotte dal P.M. proprio nel corso di una conversazione con il presidente mondiale di S&P.

Al P.M. precedente e all'Ufficio di Procura di Trani va, inoltre, attribuito il merito, di aver portato all'attenzione del legislatore europeo la inadeguatezza del Regolamento n. 1060/2009/CE e la necessità, *de iure condendo*, di estendere la disciplina regolamentare anche ai giudizi forniti dalle agenzie di rating in chiave prospettica a medio o lungo termine, quali il "*credit outlook*" o il "*credit watch*", e di prevedere una specifica disciplina per il "*rating sovrano*".

Come è noto, infatti, il Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013²⁰ - che ha modificato il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito - ha espressamente disciplinato, all'art. 3, lett. "w", la "*prospettiva di rating*" (*rating outlook*), individuandola in "*un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi*"; è, specularmente, ha previsto anche per siffatta attività di prospettiva l'applicazione dei principi e delle regole che il Regolamento del 2009 riservava al solo "*rating del credito*".

Lo stesso Regolamento, inoltre, ha previsto, nella sezione D, obblighi aggiuntivi in relazione ai *rating* sovrani, per vincolare la discrezionalità delle agenzie di *rating*, in precedenza non sanzionati penalmente:

6) nella sezione D è aggiunta la parte seguente:

«III. Obblighi aggiuntivi in relazione ai rating sovrani

1. L'agenzia di rating del credito, quando emette un rating sovrano o una prospettiva di rating correlata, fornisce contestualmente una relazione dettagliata che illustra tutte le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze e qualsiasi altra informazione presa in considerazione ai fini della determinazione del rating sovrano o della prospettiva di rating. La relazione è pubblicamente accessibile, chiara e facilmente comprensibile.

2. Una relazione pubblicamente accessibile a corredo di un cambiamento rispetto al rating sovrano precedente o alla prospettiva correlata comprende almeno:

¹⁹ Cfr. foglio 19 della perizia trascrittiva Salinari-Turowska.

²⁰ In Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 31.5.2013 -L 146/I.

- a) una valutazione dettagliata dei cambiamenti delle ipotesi quantitative che giustificano i motivi del cambiamento del rating e la loro ponderazione relativa. La valutazione suddetta dovrebbe includere una descrizione dei seguenti elementi: reddito pro capite, crescita del PIL, inflazione, saldo di bilancio, saldo dei conti con l'estero, debito estero, un indicatore dello sviluppo economico, un indicatore di fallimento e qualsiasi altro elemento pertinente considerato. A questo va aggiunta la ponderazione relativa di ciascun elemento;
- b) una valutazione dettagliata dei cambiamenti delle ipotesi qualitative che giustificano i motivi del cambiamento del rating e la loro ponderazione relativa;
- c) una descrizione dettagliata di rischi, limiti e incertezze legati al cambiamento di rating;
- d) una sintesi dei verbali di riunione dei comitati di rating che hanno deciso il cambiamento di rating.

3. Fatto salvo l'allegato I, sezione D, parte I, punto 3, l'agenzia di rating del credito, quando emette rating sovrani o prospettive correlate, li pubblica in conformità dell'articolo 8 *bis*. La pubblicazione avviene al termine dell'orario di attività dei mercati regolamentati e almeno un'ora prima della loro apertura.

4. Fatto salvo l'allegato I, sezione D, parte I, punto 5, in base al quale, quando annuncia un rating del credito, l'agenzia di rating del credito è tenuta a spiegare nei suoi comunicati stampa o nei suoi rapporti di rating gli elementi fondamentali sottesi al rating del credito, sebbene le politiche nazionali possano costituire un elemento alla base di un rating sovrano, le raccomandazioni politico-economiche, le prescrizioni o le linee guida rivolte alle entità valutate, fra cui gli Stati o le loro autorità regionali o locali, non sono incluse all'interno dei rating sovrani o delle prospettive di rating del credito».

Le modalità di pubblicazione sono state estese alle "prospettive di rating", atteso che:

7) nella sezione E, parte I, il punto 3 è sostituito dal seguente:

«3. la sua politica in materia di pubblicazione dei rating del credito ed altre comunicazioni collegate, prospettive di rating comprese».

E' stato, peraltro, espressamente previsto che:

61. Un'agenzia di rating del credito viola l'allegato I, sezione D, parte III, punto 1, quando emette un rating sovrano o una prospettiva correlata, senza fornire contemporaneamente una relazione dettagliata che illustri tutte le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze e qualsiasi altra informazione presa in considerazione ai fini della determinazione del rating sovrano o della prospettiva di rating o senza rendere la relazione chiara, facilmente comprensibile e accessibile al pubblico.

62. Un'agenzia di rating del credito viola l'allegato I, sezione D, parte III, punto 2, quando non rilascia e rende accessibile al pubblico una relazione di accompagnamento a una modifica rispetto al precedente rating sovrano o prospettiva correlata oppure non riporta nella relazione almeno gli elementi informativi di cui all'allegato I, sezione D, parte III, punto 2, lettere da a) a d)».

Va aggiunto che la legge 7 ottobre 2014, n. 154 - Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2013 - secondo semestre. (14G00167) (GU n. 251 del 28.10.2014), in vigore dal 12.11.2014, nel dettare principi e criteri direttivi per l'adeguamento alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 462/2013 - che ha modificato il Regolamento (CE) n. 1060/2009 - relativo alle agenzie di rating del credito, all'art 4, ha espressamente previsto che:

“il Governo e' tenuto a seguire, oltre ai principi e criteri direttivi di cui all'articolo 1, comma 1 (principi e i criteri direttivi di cui agli articoli 31 e 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, n.d.e.) anche i seguenti principi e criteri direttivi specifici:

a) apportare alle disposizioni vigenti emanate in attuazione delle direttive 2003/41/CE, 2009/65/CE e 2011/61/UE, le modifiche e le integrazioni necessarie al corretto e integrale recepimento della direttiva 2013/14/UE nell'ordinamento nazionale, prevedendo, ove opportuno, il ricorso alla disciplina secondaria, al fine di ridurre l'affidamento esclusivo o meccanico alle valutazioni (rating) di merito del credito emesse da agenzie di rating del credito, come definite all'articolo 3, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009;

b) prevedere, in conformità alle definizioni e alla disciplina della citata direttiva 2013/14/UE e del regolamento (CE) n. 1060/2009, come da ultimo modificato dal regolamento (UE) n. 462/2013, le occorrenti modificazioni alla normativa vigente, anche di derivazione europea, al fine di assicurare il migliore coordinamento con le nuove disposizioni per la corretta e integrale applicazione della disciplina europea sulle agenzie di rating del credito e per la riduzione dell'affidamento esclusivo o meccanico ai rating emessi da tali agenzie, garantendo la massima protezione dell'investitore e la tutela della stabilita' finanziaria;

c) rafforzare, nel processo di valutazione del rischio in relazione alle decisioni di investimento da parte degli enti creditizi, il ricorso a metodi alternativi rispetto a quelli offerti dalle agenzie di rating”.

Non può non essere sottolineato, infine, che anche il tema del *conflitto di interesse* - su cui si è appuntata l'attività investigativa del P.M. precedente - ha trovato una disciplina più stringente nel Regolamento n. 462 del 2013, che ha modificato l'articolo 6 del Regolamento del 2009:

a) il paragrafo I è sostituito dal seguente:

«1. Un'agenzia di rating del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un rating del credito o della prospettiva di un rating non sia influenzata da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale, né da relazioni d'affari riguardanti l'agenzia che emette il rating del credito o la prospettiva di rating, i suoi azionisti, i suoi manager, i suoi analisti di rating, i suoi dipendenti o qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo».

Al fine di identificare, eliminare o gestire e comunicare in modo chiaro e visibile qualsiasi conflitto di interesse, il Regolamento del 2013 ha, altresì, modificato gli allegati I e II del Regolamento del 2009:

ALLEGATO I

L'allegato I del regolamento (CE) n. 1060/2009 è così modificato:

1) la sezione B è così modificata:

a) il punto 1 è sostituito dal seguente:

«1. Un'agenzia di rating del credito identifica, elimina o gestisce e comunica 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 altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito e che partecipa direttamente alle attività di rating del credito nonché delle persone che approvano i rating e le prospettive di rating”.

ALLEGATO II

L'allegato III del regolamento (CE) n. 1060/2009 è così modificato:

1) la sezione I è così modificata:

a) i punti da 19 a 22 sono sostituiti dai seguenti:

«19. L'agenzia di rating del credito viola l'articolo 6, paragrafo 2, in combinato disposto con l'allegato I, sezione B, punto 1, quando non identifica, non elimina né gestisce o comunica in modo chiaro e visibile qualsiasi conflitto di interesse effettivo o potenziale che potrebbe influenzare le analisi o i giudizi dei suoi analisti di rating, dei suoi dipendenti o di tutte le altre persone fisiche i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito e che partecipano direttamente alle attività di rating del credito o delle persone che approvano i rating del credito e le prospettive di rating.

20. L'agenzia di rating del credito viola l'articolo 6, paragrafo 2, in combinato disposto con l'allegato I, sezione B, punto 3, primo comma, quando emette un rating del credito o la prospettiva di un rating del credito in una delle circostanze definite nel primo comma di tale punto, o, nel caso di un rating del credito o una prospettiva di rating del credito esistente, non comunica immediatamente che il rating del credito o la prospettiva di rating del credito sono potenzialmente influenzati da tali circostanze.

2.a Il tema del conflitto di interesse.

Il tema del conflitto di interesse nel processo è emerso in relazione a molteplici profili, alcuni dei quali troveranno ulteriore approfondimento proprio in relazione all'azione di rating del 13 gennaio del 2012, che il Tribunale ha ritenuto idonea a configurare il reato di cui all'art. 185 del d.lgs n. 58 del 1998.

A questo punto della trattazione appare, però, opportuno trattare il profilo del conflitto di interesse in relazione all'azionariato di S&P e al contratto sui derivati sottoscritto con il MEF da *Morgan Stanley*.

2.a-1 Gli intrecci tra gli azionisti delle Agenzie.

Il primo azionista di *McGraw Hill* (società quotata a *Wall Street*) - il gruppo che controlla l'agenzia di rating *Standard & Poor's* - è *Capital World Investors*, una delle più grandi società di gestione del risparmio Usa²¹.

²¹ Tra i soci di *McGraw-Hill financial*, a cui fa capo S&P, vi è *Morgan Stanley Investment Management*, (*Msim*), con una piccola quota (2,75%), che nel mese di gennaio 2012 ha incassato, risolvendo un contratto derivato sottoscritto con il MEF, proprio a seguito del declassamento dello Stato italiano effettuato da S&P.

Dalla relazione depositata alla Corte dei Conti dal dirigente generale del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Maria Cannata, emerge che l'accordo quadro sottoscritto nel 1994, quando era Direttore generale del Tesoro, Mario Draghi (1994-2001), tra la Repubblica italiana e la *Morgan Stanley* “prevedeva il diritto di risoluzione anticipata dei contratti derivati al verificarsi di un determinato evento, definito anche in funzione del livello di rating”.

Capital World Investors è anche il primo socio di *Moody's*.

In entrambi i colossi del *rating Capital World Investors* ha una quota poco superiore al 12%: appunto, 2,5 miliardi di dollari complessivi.

Il secondo azionista di *McGraw Hill-S&P* è sempre un Fondo americano, che è anche azionista di *Moody's: State Street Corp.*

Analoga situazione si configura per *Blackrock*, socio di *McGraw Hill-S&P* e di *Moody's*, anch'essa quotata a *Wall Street*.

I grandi Fondi Usa, dunque, sono da un lato i grandi investitori sui mercati obbligazionari, che utilizzano i *rating* per decidere quali obbligazioni comprare, e dall'altro sono anche i "padroni" delle agenzie che scelgono il *top management* e attribuiscono il *rating* (le c.d. "pagelle"), valutando anche il merito creditizio degli Stati europei.

Fitch è la più piccola delle tre Agenzie.

Fitch Group ha la sua sede principale a New York oltre che a Londra anche se il controllo del gruppo è detenuto dalla multinazionale francese *Fimalac Sa*, che ha la sua sede a Parigi.

Altro azionista di peso è il gruppo editoriale *Hears*.

Sono state accusate di aver contribuito alla crisi finanziaria globale, aiutando a creare prodotti finanziari strutturati cui hanno assegnato una generosa "tripla A", che poi si sono trasformati in titoli tossici.

Sono entrate nell'occhio del ciclone durante la crisi europea del debito sovrano innescata dalla Grecia, per aver declassato, nel momento più caldo delle turbolenze, Portogallo, Spagna e Italia.

Hanno costituito, per oltre un secolo, un ingranaggio quasi invisibile dei mercati finanziari, una *utility* cui è stato richiesto di assegnare una valutazione alla capacità di un debitore (sia esso uno Stato, un ente pubblico, un'impresa o una banca) di rimborsare il proprio debito.

Ad alcune categorie di investitori istituzionali è consentito di acquistare solo titoli che le agenzie considerano "degni di investimento"; le regole di Basilea2 sui requisiti patrimoniali delle banche poggiavano sui loro *rating* come uno dei suoi pilastri.

Durante la crisi dell'eurozona gli economisti hanno puntato l'indice contro i conflitti d'interesse e le caratteristiche di oligopolio del sistema delle agenzie e si è prospettata la necessità della creazione di "un'agenzia di *rating* europea" (Draghi)²².

²² La necessità della creazione di una agenzia di *rating* europea, non solo è stata sottolineata dall'attuale presidente della Bce nel corso delle informazioni che lo stesso ha reso al PM, nel corso delle indagini, ma è stata,

Il declassamento di uno Stato non costituisce l'anticamera automatica del *default*, ma quasi automaticamente fa salire i rendimenti necessari per collocare buoni del Tesoro sul mercato, il che comporta un aumento del costo del debito pubblico, in una situazione già delicata per gli equilibri di bilancio dello Stato.

Il *crack* della *Enron*, gigante dell'energia e del *trading* delle *commodities*, nel dicembre del 2001, ha dimostrato la collusione della società di revisione "*Arthur Andersen*" nella colossale truffa che è stata ordita in danno di operatori finanziari e dei dipendenti del colosso, i quali oltre al posto di lavoro hanno subito la perdita dei fondi pensione, investiti in gran parte in azioni della stessa *Enron*, che nel giro di tre mesi sono passati da un valore di 86 dollari a soli 25 centesimi.

A *Enron* - simbolo della spregiudicatezza finanziaria - sono seguiti negli Stati Uniti altri *default*, quali *WorldCom*, *Washington Mutual* e soprattutto *Lehman Brothers*.

La bancarotta di *Lehman* ha dimostrato che le agenzie di rating sceglievano i titoli tossici che la banca collocava sul mercato dando il loro voto agli stessi titoli.

Sono state attribuite "triple A" nonostante dietro quelle obbligazioni ci fossero crediti irrecuperabili legati ai mutui *subprime*.

Come denunciato dal premio Nobel dell'economia *Paul Krugman*, "Il 93% dei titoli che nel 2006 ebbero il *rating* "AAA" in seguito sono stati declassati al rango *junk*, spazzatura".

Negli Stati Uniti, per la riforma di *Wall Street* si è dovuti attendere il *Dodd-Frank Act*, che ha regolato in maniera più stringente la finanza statunitense, incentivando al tempo stesso una tutela dei consumatori e del sistema economico statunitensi.

Uno degli interventi più importanti del *Dodd-Frank Act* riguarda il consolidamento di diverse agenzie nella *Consumer Financial Protection Agency* - che fa riferimento al Dipartimento del Tesoro Usa - che ha il compito di proteggere i consumatori tramite il monitoraggio e la regolazione dei settori delle carte di credito, di debito e dei mutui immobiliari, scongiurando la creazione di nuove bolle, come quella che ha portato alla crisi dei mutui *subprime*, ed evitando l'accumulo di un eccesso di rischio da parte dei contribuenti americani, promuovendo una maggiore trasparenza su diversi mercati finanziari²³.

altresi, ribadita dal prof. Romano Prodi, nel corso della sua testimonianza all'udienza del 19.11.2015 (cfr. foglio 11 verbale trascritto dell'udienza del 19.11.2015).

²³ Il *Dodd-Frank Act* individua tra le proprie finalità: "*To improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry*".

Il *Dodd-Frank Act* ha istituito, inoltre, il *Financial Stability Oversight Council* che ha lo scopo specifico di identificare eventuali rischi sistemici presenti nel sistema finanziario a stelle e strisce, tramite un'azione di monitoraggio che si estende anche agli *hedge fund*.

Per aumentare la trasparenza dei mercati è stato creato un *Office of Credit Ratings* presso la Sec (la Consob americana; n.d.e.), con il compito di vigilare sull'operato delle maggiori agenzie di rating, finite più volte sul banco degli imputati durante la crisi globale e accusate di non essere state in grado di valutare per tempo i rischi impliciti di diversi strumenti finanziari posti sotto la loro osservazione²⁴.

Un altro campo di azione del *Dodd-Frank Act* ha riguardato i c.d. derivati (gli *swap Over the counter*), attribuendo delle specifiche aree di intervento alla SEC e alla CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*), la prima incaricata di sorvegliare i “*security-based swap*”, ossia i contratti di “scambio” più semplici basati su un singolo titolo, finanziamento o su una base molto ristretta di titoli o di eventi da monitorare; la seconda incaricata di monitorare tutti gli altri *swap*.

L'attenzione riservata a questi strumenti deriva anche dal fatto che, nei momenti di maggiore tensione sui mercati, le forti oscillazioni dei *credit default swap*, ossia delle assicurazioni contro il fallimento di determinati emittenti tra i quali anche gli Stati sovrani, hanno aumentato l'instabilità dei mercati senza peraltro dimostrare un'adeguata trasparenza sui movimenti reali di titoli.

Nello stesso contesto, anche un altro economista, *Sylvain Broyer*, ha accusato le tre agenzie di andare al rimorchio dei mercati: nelle bolle speculative regalano voti alti a tutti, quando arriva la paura i rating crollano e amplificano le ondate di vendite.

Lo stesso direttore generale del Fondo monetario internazionale, *Dominique Strauss-Kahn*, ha invitato a “*non credere ciecamente al verdetto delle agenzie di rating*”.

Per i titoli del debito pubblico è stato proposto che fosse la Banca centrale europea ad attribuire i rating.

Il ruolo nefasto delle agenzie di rating, nel favorire la crisi finanziaria globale più devastante della storia, è stato sottolineato in vari *dossier* redatti dalle Commissioni americane.

Nel rapporto del 2011 della *Bipartisan Financial Crisis Inquiry Commission*, al termine di centinaia di pagine piene di dettagli comprovanti le varie responsabilità, si dice: “*Sosteniamo*

²⁴ *Federal legislation intended to encourage competition in the business of rating government and business credit quality. The act facilitated the entry of new credit rating organizations by allowing eligible firms to register with the SEC as nationally recognized statistical agencies. It also abolished the ability of the SEC to designate nationally recognized rating agencies. Standard & Poor's and Moody's dominated the industry at the time the bill was signed into law on September 29, 2006.*

che i comportamenti fallimentari delle agenzie di rating siano stati le componenti essenziali nel meccanismo della distruzione finanziaria. Le tre agenzie sono state gli attori chiave del meltdown finanziario”.

Ed anche la Commissione d'indagine del Senato americano, guidata da Carl Levin e Tom Coburn, nel rapporto “Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies” del 2010 scriveva: “La commissione ha provato che le suddette agenzie di rating hanno permesso a Wall Street di influenzare le loro analisi, la loro indipendenza, la loro reputazione e la loro credibilità. E lo hanno fatto per soldi. Esse hanno operato con un inerente conflitto di interesse in quanto venivano pagate dagli stessi istituti che emettevano i titoli a cui loro davano il rating”.

Il tema dell'asimmetria informativa e dei conflitti di interesse rimane, dunque, centrale nel sistema finanziario.

2.a-2 La transazione tra la Banca d'affari americana Morgan Stanley e il MEF.

Passando ad esaminare in maniera più compiuta il tema dell'azionariato di Standard & Poor's e del conflitto di interessi, occorre a questo punto della trattazione soffermarsi sulla transazione tra la Banca d'affari americana Morgan Stanley ed il Ministero dell'economia nel secondo semestre del 2011.

Il tema è stato affrontato nel corso delle testimonianze dei funzionari del MEF dott. Maria Cannata e della Consob dott. Neomasio Susi, nonché nel corso della testimonianza del senatore, prof. Mario Monti, Presidente del Consiglio all'epoca in cui il contratto sui derivati è stato risolto unilateralmente da Morgan Stanley.

Nel corso della sua testimonianza all'udienza del 19.11.2015 il dott. Neomasio Susi, in sede di controesame, ha confermato la presenza di Morgan Stanley nell'azionariato di McGraw-Hill:
omissis;

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 (fogli 176 ss. del verbale trascrittivo dell'udienza del 19.11.2015).

Alla stessa udienza la dirigente, dott. Cannata ha confermato che la Banca d'affari Morgan Stanley, nel 1994, aveva sottoscritto con il Dipartimento del Tesoro un contratto derivato, che prevedeva una clausola unilaterale di risoluzione anticipata; tale clausola non era stata mai azionata sino alla fine dell'anno 2011, quando fu esercitata determinando un esborso miliardario da parte dello Stato italiano.

La teste, pur a fronte del ruolo istituzionale di *Dirigente del debito pubblico*, ha dichiarato che ignorava che Morgan Stanley avesse una partecipazione azionaria nella società controllante S&P, escludendo che vi fosse correlazione alcuna tra la scelta di Morgan Stanley di esercitare la clausola di risoluzione e il declassamento dello Stato italiano decretato da S&P tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012:

omissis;

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 accade? 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* (fogli 75 e ss. del verbale trascrittivo dell'udienza del 19.11.2015).

Dalla relazione sulla gestione del debito nel primo semestre del 2012, redatta dalla dott. Cannata in data 10.12.2012, allegata ai documenti prodotti dal P.M., risulta confermato che:

- la clausola in esame prevedeva il diritto di risoluzione anticipata dei contratti derivati (in parte o in toto), al verificarsi di un determinato evento (*Additional Termination Event*), configurato nel superamento di un limite prestabilito dell'esposizione di controparte nei confronti della Repubblica, **definito anche in funzione del livello di rating**;
- il limite di esposizione per azionare la clausola era stato superato già da molti anni, senza che ne fosse stata chiesta l'attivazione;
- a fronte di una soglia massima di esposizione di \$ 50 milioni, alla fine del 2011 il valore di mercato (*mark-to-market*) dell'intero portafoglio con la controparte *Morgan Stanley* era negativo per la Repubblica italiana di circa 2,9 miliardi di euro e la Banca d'affari aveva valutato che l'esposizione indicata fosse ormai insostenibile alla luce della regolamentazione sempre più stringente;
- l'importo complessivo versato a Morgan Stanley il 3 gennaio 2012, relativo alla prima fase della ristrutturazione era stato di poco inferiore ai 2,6 miliardi di euro;
- l'accordo aveva previsto l'eliminazione della clausola azionata per le altre posizioni, tra cui i 2 *Cross Currency Swap* rimodulati, per un valore di mercato negativo per la Repubblica di circa 54 milioni di euro.

In sede di audizione dinanzi alla Camera dei Deputati (VI Commissione Finanze), nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati, la dott. Cannata ha affrontato il tema dei derivati con *Morgan Stanley*, evidenziando la peculiarità della clausola, come risulta dai fogli 17 e 18 della Relazione.

Gli ulteriori accertamenti svolti dalla magistratura contabile, di concerto con la Guardia di Finanza, hanno confermato un quadro sconcertante, descritto nella relazione della Procura Regionale per il Lazio della Corte dei Conti²⁵.

La ristrutturazione - funzionale alla successiva chiusura di diverse posizioni in derivati in essere con *Morgan Stanley* - in applicazione della clausola c.d. *Additional Termination Event* inserita nel contratto quadro (ISDA Master Agreement) sottoscritto nel gennaio 1994 dal

²⁵ Corte dei conti, Procura Regionale per il Lazio, Inaugurazione dell'Anno Giudiziario 2017; fogli 24-27 della Relazione del Procuratore Generale Donata Cabras;
http://www.corteconti.it/attivita/corte_regioni/lazio/.

direttore generale del Tesoro in carica - è stata realizzata tra dicembre 2011 e gennaio 2012, sotto l'egida del senatore prof. Mario Monti, esperto di finanza internazionale e *advisor* anche di società straniere²⁶, mentre il 4 dicembre 2011 il Consiglio dei Ministri varava, mediante decreto-legge, il cosiddetto "decreto Salva Italia", approvato dal Senato in via definitiva il 22 dicembre 2011 e la dott. Maria Cannata - dipendente del Ministero del Tesoro dal 1983 - ricopriva (sin dal 2000) la carica Dirigente generale e capo della direzione del debito pubblico (e dal 2005 era anche nel gruppo di *governance* del *network* Ocse-Tesoro sulla gestione del debito pubblico).

Per i fatti indicati - come riportato sui maggiori quotidiani finanziari italiani - nel mese di luglio scorso, a conclusione delle indagini della Procura regionale del Lazio, coordinate dal P.M., Massimiliano Minerva, è stata disposta la citazione a giudizio per *Morgan Stanley*, oltre che per il direttore generale del Tesoro Vincenzo La Via, per Maria Cannata, dal 2000 a capo della direzione generale sul debito pubblico, e per gli *ex* ministri dell'Economia Domenico Siniscalco e Vittorio Grilli, entrambi già direttori generali al Tesoro²⁷.

2.a-3 La bancarotta di Parmalat e i rating con attribuzione di investment grade rilasciati da S&P al gruppo sino alla data del fallimento.

La vicenda è stata ricostruita dal giudice civile di Milano nella sentenza prodotta dal P.M. e acquisita al fascicolo del dibattimento all'udienza del 24.9.2015.

In sintesi, dalla motivazione della sentenza indicata risulta che, con atto di citazione in data 26 settembre 2005, le società Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. in persona dell'amministratore straordinario convenivano dinanzi al Tribunale di Milano le società The McGraw-Hill Companies s.r.l. (in persona dell'amministratore delegato dott. Maria Pierdicchi) e The McGraw-Hill Companies s.a. (in persona del legale rappresentante Jeanne Francoise de Polignac) rispettivamente, divisione italiana e divisione francese della società di rating Standard & Poor's, chiedendone la condanna al risarcimento dei danni derivati alle stesse società attrici e alla massa creditoria per effetto 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, chiedevano 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

²⁶ Cfr. testimonianza prof. Monti, ai fogli 113-114 del verbale trascrittivo dell'udienza del 29.1.2016.

²⁷ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-07-04/derivati-stato-processo-contabile-morgan-stanley-e-tesoro>.

Parmalat negli anni 2001 - 2003 e rimaste insolute, per un importo pari a € 4.073.200.000,00, 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; c) ad entrambe le società attrici, per aver S&P contribuito in maniera determinante all'aggravamento del loro dissesto ed all'esposizione debitoria nei confronti degli obbligazionisti, per una somma pari a € 4.073.200.000,00, oltre interessi e rivalutazione.

Deducevano che S&P, 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, avevano continuato a rendere a Parmalat un rating ampiamente positivo, in contrasto con le regole di valutazione da esse stesse elaborate sino ai giorni immediatamente antecedenti al fallimento del 2003, rimarcando come l'inadempimento di S&P fosse connotato addirittura dall'elemento soggettivo del dolo, poiché l'agenzia di rating era assolutamente consapevole delle necessità stringente dell'assegnazione del rating, in vista del rilevante programma di emissioni obbligazionarie.

Nel giudizio si sono costituite le convenute e, nel merito, hanno chiesto il rigetto delle domande, rilevando, in primo luogo, come il danno lamentato dalle società Parmalat non fosse addebitabile a Standard&Poor's, bensì al management, alle banche collocatrici ed ai revisori già chiamati a rispondere in altri giudizi. Osservavano, in secondo luogo, come l'attività di assegnazione del rating nel corso degli anni fosse sempre stata diligente, giustificata e conforme alle indagini e procedure effettuate dal team di analisti di S&P e approvate dal comitato interno.

In via subordinata, insistevano per l'accertamento del concorso di colpa delle stesse attrici, per avere le stesse fornito dati non rispondenti alla realtà economico- finanziaria dell'azienda.

In via riconvenzionale, formulavano declaratoria di inadempimento contrattuale di Parmalat s.p.a. e di Parmalat Finanziaria s.p.a. in ragione della condotta tenuta da queste nel corso dell'esecuzione dei contratti e la conseguente condanna delle stesse al risarcimento dei danni all'immagine ed alla reputazione economica e professionale subiti.

All'esito del giudizio, con sentenza del 29 giugno 2011 il Tribunale di Milano (sesta sezione civile), ha condannato in solido The McGraw - Hill Companies s.r.l. e The McGraw - Hill Companies s.a. al pagamento, in favore di Parmalat s.p.a., della somma di € 784.120,00 - oltre interessi come specificato in motivazione, rigettando la domanda di risarcimento danni formulata da Parmalat s.p.a. contro The McGraw - Hill Companies s.r.l. e contro The

McGraw - Hill Companies s.a.; nonché la domanda riconvenzionale proposta da The McGraw - Hill Companies s.r.l. e da The McGraw - Hill Companies s.a. contro Parmalat s.p.a..

Nell'esaminare il merito della causa, il Tribunale dopo essersi soffermato sulla nozione di rating, sulle modalità di descrizione del merito di credito, sul contratto di rating, sulla scala dei rating internazionali adottati da S&P (**rating investment-grade** e **rating speculative-grade**), sulla metodologia elaborata nei *rating* e gli indici finanziari (*key ratios*) influenti sul *financial risk*, ha analizzato le previsioni dei due contratti e, quindi, sulla base della consulenza tecnica d'ufficio ha proceduto all'analisi dettagliata dei sei *rating* rilasciati da S&P tra il mese di novembre del 2000 e il mese di novembre del 2003²⁸, disattendendo

²⁸ Fogli 24-53 della motivazione della sentenza. Come risulta evidente, il Tribunale di Milano, nella motivazione della sentenza indicata, ha affrontato temi omologhi a quelli che hanno interessato il processo in oggetto.

Lo stesso giudice, nell'inquadrare l'attività e le procedure di rating ha rilevato che:

"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

integralmente i rilievi critici del consulente tecnico delle parti convenute, prof. Andrea Resti, nominato nell'interesse di S&P anche nel predetto giudizio civile, come è emerso nel corso della testimonianza resa dallo stesso teste al dibattimento, il quale invero è stato reticente sul punto, nell'enunciare il proprio *curriculum vitae*, ammettendo la circostanza solo a seguito di sollecitazione, nel corso del controesame del P.M.²⁹.

Quanto alle valutazioni dei consulenti del Tribunale, il giudice ha sottolineato che le stesse erano risultate immuni da vizi logici, da carenze scientifiche ed omissioni di dati, avendo i professionisti indicati, adottato la stessa metodologia elaborata nei *Rating Criteria* da S&P e valutato i *key ratios* non solo alla luce dei dati di bilancio, ma in modo dinamico, utilizzando tutte le informazioni fornite all'agenzia di *rating* dal *management*.

Di contro, ha ribadito che infondati erano risultati i rilievi del consulente delle società convenute (prof. Andrea Resti; n.d.e.)³⁰

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.*

²⁹ Testimonianza prof. Andrea Resti:

omissis;

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 - Absolutamente 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 - si credo una condanna di primo grado (foglio 80 del verbale trascrittivo dell'udienza del 9.6.2016).

³⁰ Con riguardo, poi, alla ritenuta, dalle convenute, eccessiva valorizzazione delle mediane, il disallineamento non costituisce l'unico motivo a fondamento della non coerenza dei giudizi di rating con la situazione economico - finanziaria della società; al contrario, il disallineamento dalle mediane (avuto riguardo alle categorie BBB, BB

All'esito dell'istruttoria, quel giudice ha rilevato plurimi inadempimenti da parte di S&P con riferimento a tutti e sei i rilasci di *rating*, sottolineando che l'attività della predetta agenzia era "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 ricompressione degli

e A) è inserito in un contesto di carenza informativa. Ed, ancora, non dirimente nel senso auspicato dalle convenute è la censura in ordine al maggior peso assunto dal financial risk rispetto al business risk, proprio alla luce delle considerazioni - più volte espresse dai C.T.U. - che l'analisi del business risk si sostanzia in una valutazione di tipo statico - qualitativo, non ancorata a dati di bilancio, laddove l'analisi del financial risk è fondata sui dati di bilancio, elaborati in molteplici indici di bilancio. L'interazione, spiegata dai consulenti alle pagg. 22 - 23 dell'elaborato, è rappresentata attraverso le matrici contenute nei Criteri per il rating delle società, che mostrano, per ciascun profilo di rischio, quale debba essere il relativo valore dei due indici presi in considerazione, per ciascuna classe di rating. Da tali tabelle si evince che il posizionamento del rischio imprenditoriale al di sotto o molto al di sotto della media, nella media, al di sopra o molto al di sopra della media "determina" il valore dell'indice finanziario, laddove l'impresa ambisca ad un determinato rating. In tal senso, lo stesso analista Flugues De La Presle, in sede di interrogatorio davanti al Pubblico Ministero in data 16 gennaio 2006 (v. doc. n. 67 delle attrici), ha precisato, a titolo esemplificativo, che al business risk debole deve necessariamente corrispondere un key ratio sul rischio finanziario molto alto, vicino alla categoria A, laddove la particolare forza del business risk consente anche indici finanziari più bassi al fine dell'inserimento in una determinata categoria di rating. I consulenti hanno, poi, spiegato in modo riassuntivo - avendo già trattato le relative tematiche in occasione dei sei rilasci di rating - l'inclusione nel debito finanziario della voce "debiti verso altri finanziatori", stante l'assenza di qualsiasi giustificazione idonea ad escludere tale voce (v. pag. 172 della consulenza); l'inclusione nel debito finanziario dei debiti da operazioni di cartolarizzazione, avendo sottolineato l'importanza della rettifica per le cartolarizzazioni, come, successivamente, fatto anche dalla stessa S&P dal 2002. Quanto alla contestazione circa il trattamento del debito derivante dal bond Soparfi, i consulenti, dopo aver messo in rilievo l'adozione, anche su questo punto, dei metodi propri dei rating criteria, hanno dimostrato che anche l'adozione delle differenti stime del bond in termini di 100% quale equity, con esclusione del relativo valore dal debito finanziario, non avrebbe indotto conclusioni diverse in termini di key ratios sull'esercizio del 2002. E ciò senza considerare che, secondo Fitch, invece, i prestiti obbligazionari convertibili in azioni erano considerati come debito al 100% (v. sommarie informazioni di Giulio Felice Silvio Giuseppe Lombardi Galli della Loggia in data 21 novembre 2005, doc. n. 128 delle convenute).

Quanto, infine, alle contestazioni in ordine alla mancata indagine sulla condotta tenuta dall'altra agenzia di rating, Fitch, i C.T.U., dopo aver ribadito che l'indagine non era oggetto della consulenza assegnata, hanno comunque sottolineato un dato, peraltro di tutta evidenza: ossia che anche se l'altra agenzia di rating, Fitch, avesse seguito un procedimento in tutto identico a quello adottato da S&P, ciò non avrebbe fatto altro che sottolineare il diverso risultato cui la stessa era pervenuta, ovvero l'attribuzione del rating BB e, quindi, l'inserimento nella categoria *speculative grade*, contrariamente a quanto concluso dalle odierne convenute con l'inserimento di Parmalat nella categoria *investment grade*. Del resto, in sede di assunzione di informazioni, Giulio Felice Silvio Giuseppe Lombardi Galli della Loggia, in data 21 novembre 2005, ha, appunto, precisato che, oltre ai raffronti tra i dati forniti da Parmalat ed i dati e ricavati da Bloomberg - attività, questa, come ormai acquisito, mai svolta da S&P - Fitch riteneva, in modo decisamente rigoroso, che a determinati indici finanziari non potesse corrispondere che una determinata categoria di rating, escludendo, pertanto, tutta quella elasticità di valutazione, tipica dell'operato di S&P: in particolare, ha precisato che sebbene il rapporto tra debito netto ed EBITDA fosse accettabile per un inquadramento nell'*investment grade*, non lo era, invece, il rapporto tra debito lordo ed EBITDA (v. doc. n. 128 delle convenute). Quanto, poi, alla rilevanza del diverso rating attribuito da Fitch e da S&P, paiono significativamente illuminanti le condivisibili osservazioni dei C.T.U., secondo i quali "affermare che il rating assegnato da Fitch, e cioè BB+, è adiacente a quello assegnato da S&P, cioè BZ- è come affermare che il numero i è adiacente al numero - i. Infatti, i due rating assegnati si collocano esattamente al di sotto e al di sopra della linea di demarcazione tra l'*investment-grade* e lo *speculative-grade* (cioè, nell'esempio fatto sopra, al di sopra e al di sotto dello 0)" (v. pag. 171 della consulenza)" (fogli 53-55 della sentenza Parmalat).

indici nelle relative classi di appartenenza, sulla base delle cd. mediane costruite dalla stessa S&P, 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".

3. L'informazione price-sensitive, la Costituzione economica e le altre fonti sovranazionali.

Anche se il tema dell'informazione *price-sensitive* è più strettamente collegato alla disciplina dell'*insider trading* (abuso di informazioni privilegiate) - che configura reato diverso da quello di manipolazione di mercato - contestato agli odierni imputati, appare opportuno sviluppare alcune brevi considerazioni di carattere generale sul punto per la rilevanza dell'informazione finanziaria sui mercati e per la tutela ad essa apprestata dalla Costituzione economica e da altre fonti sopranazionali.

3.a Brevi cenni sul reato di abuso di informazione privilegiata.

Come è noto il reato di abuso di informazione privilegiata è stato introdotto nel nostro ordinamento a seguito della Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 (ancorché non riprodotta dalla cd. Legge Comunitaria 18 aprile 2005 n. 62), che ha modellato il Titolo I *bis* nel contesto del TU 24 febbraio 1998 n. 58 (c.d. TUF).

La prima formulazione della fattispecie di *insider trading*, invero, è più risalente, poiché la legge 17 marzo 1991 n. 157 (che attuava la direttiva 89/592/CEE), all'art. 2, definiva la violazione penale nell'aver compiuto operazioni su valori mobiliari "*qualora si posseggano informazioni riservate ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio*".

Il divieto era esteso anche al c.d. *tipping* - che consiste nella comunicazione a terzi dei dati riservati, in costanza del possesso dell'informazione - ed al *tuyantage*, rappresentato dal consiglio a terzi riguardante siffatte operazioni.

La norma è stata ripresa dal d.l.vo 24 febbraio 1998 n. 58 e collocata nello statuto delle condotte penalmente illecite nelle negoziazioni del mercato mobiliare (compendio racchiuso negli artt. 180-187, inseriti nella parte V, titolo I, "sanzioni penali", capo IV) rubricato come "Abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari" che così recitava "è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni

chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime ...”.

Come risulta evidente, l'attenzione punitiva del legislatore dalla propalazione di una notizia riservata si è appuntata sull'abuso del possesso di informazione privilegiata; l'antidoverosità della condotta - più che nella diffusione di un dato pressoché segreto - era pertanto insita nello sfruttamento (ritenuto sleale nei confronti della dinamica informativa del mercato mobiliare) delle potenzialità cognitive, pertinenti all'esercizio di alcune funzioni societarie. Conseguentemente, il privilegio cognitivo dell'autore del fatto può ritenersi consentito soltanto se discendente da un giustificato motivo di apprendimento o se frutto di ricerca o di esperienza professionale.

Il mutamento della previsione - come già sottolineato dalla dottrina e dalla giurisprudenza - è stato consigliato - anche in ossequio al principio di offensività - dall'indeterminatezza della nozione di "informazione riservata", che consentiva di punire condotte in sé lecite e non contrassegnate da effettivo uso illecito del maggior portato informativo, rischiando un eccesso di repressione (fenomeno che la dottrina sassone qualifica come *overk-illing*), così riducendo l'area illecita al solo "abuso" e non all'uso della notizia.

Ulteriori modifiche (tutte conseguenti ad episodi di gravi dissesti di società quotate, con pregiudizio per il mercato del risparmio) hanno interessato il d.lgs 24 febbraio 1998 n. 58 nella previsione di sanzioni accessorie e di norme procedurali, comprese anche le facoltà attribuite alla CONSOB nell'accertamento degli illeciti di borsa.

La legge 11 aprile 2002 n. 61 - che ha riformulato i reati societari, tra cui l'agiotaggio previsto dall'art 2637 cod. civ. - ha abrogato l'art. 181 del d.lgs 58 del 1998, riproponendo la figura criminosa negli artt. 180 e ss. del citato testo normativo, arricchita da una più particolareggiata descrizione della nozione di "informazione privilegiata" (art. 180 co. 3, corredandola da dettagliate sanzioni amministrative di diretta derivazione comunitaria (art. 187 bis e 187 ter) nonché da nuova disposizione a rafforzamento delle funzioni di vigilanza, controllo ed esecuzione, assegnate a CONSOB.

La riforma successiva, di cui alla legge 18 aprile 2005 n. 62 (legge esecutiva della legge comunitaria 2004): a) ha riscritto il testo secondo la formulazione attualmente in vigore; b) ha

inasprito le pene per i reati di *market abuse*; c) ha condensato nell'art. 181 del d.lgs 24 febbraio 1998 n. 58 la definizione della notizia "privilegiata", che consiste in "una informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari"; c1) ha definito nel dettaglio il carattere di "precisione" dell'informazione in "un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà" oppure, con evidente impostazione di concretezza finalistica quando "è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento ... sui prezzi degli strumenti finanziari"; d) nel definire il parametro della sua potenzialità alterativa, ha precisato, inoltre, rievocando modelli di provenienza anglosassone, che l'informazione privilegiata è quella che "presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni" (art. 181 co. 4).

Infine, la legge 28 dicembre 2005 n. 262 (*disposizioni per tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*) ha inasprito notevolmente le sanzioni penali e pecuniarie ed ha esteso le conseguenze di responsabilità amministrativa - ex d.lgs n. 231 del 2001 - per le società che si rendano responsabili degli illeciti di *market abuse*.

Tra le norme indicate - come ha già affermato dalla Suprema Corte - sussiste continuità, considerata l'identità del disvalore del fatto (Cass. sez. 5, sentenza n. 8588 del 20.1.2010, Rv. 246242; Cass. sez. 5, sentenza n. 48005 del 7.11.2008, Rv. 242958; Cass. sez. 5, sentenza n. 26943 del 10.7.2006, Rv. 234375, poiché, quanto alle modalità commissive del reato, introdotte dal nuovo art. 184 d. lvo 58/1998, si tratta di mera precisazione dell'ambito di incriminazione della precedente fattispecie, senza alcuna innovazione nella descrizione del fatto tipico).

La giurisprudenza di legittimità ha chiarito che, rispetto alle precedente formulazione, l'intervento riformatore ha operato mediante specificazione all'interno di nozioni già esistenti nel contesto dell'abrogato art. 180 d.lvo 24 febbraio 1998 n. 58, lasciando immutato il nucleo del disvalore del fatto (lesione della tutela del "*market egalitarianism*" o della "parità informativa", premessa essenziale per la regolare formazione dei prezzi).

Ne consegue che i parametri normativi sono validi anche per fatti commessi anteriormente alla riforma di cui alla legge 18 aprile 2005, n. 62.

3.b I più recenti interventi del legislatore europeo.

Ad integrazione di quanto sin qui esposto, va osservato che l'esigenza stringente di preservare l'integrità dei mercati, a causa della crisi finanziaria che ha investito tutta l'Europa, ha dettato la necessità del legislatore europeo di intervenire rafforzando la vigilanza e la regolamentazione finanziaria.

Rispetto al momento di adozione della *Market Abuse Directive* (Dir. 2003/6/CE – c.d. MAD) è variato il panorama di riferimento.

Gli sviluppi sul piano tecnologico e di mercato hanno fatto emergere le lacune normative relativamente alla regolamentazione dei mercati finanziari, tali da imporre un ulteriore intervento normativo da parte dell'Unione europea, realizzato con il Reg. (UE) 596/2014 sugli abusi di mercato (MAR) e la Dir. 2014/57/UE sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato (MAD II), che costituiscono l'esito di articolate attività preparatorie condotte a livello eurounitario, al precipuo scopo di superare le differenze tra i vari regimi nazionali e introdurre con Regolamento norme immediatamente applicabili, presidiate attraverso sanzioni amministrative, laddove la direttiva impone agli Stati membri obiettivi di tutela da perseguire tramite disposizioni incriminatrici, secondo l'innovativo meccanismo contemplato dall'art. 83, § 2, TFUE.

Nel considerando che precede la parte normativa della MAD II sono state ribadite le ragioni poste alla base dell'ultima Direttiva, ossia accrescere la fiducia degli investitori nei mercati finanziari e salvaguardare l'integrità dei mercati stessi, attraverso l'introduzione di adeguate strutture per prevenire i fenomeni di *market abuse*.

Come è agevole rilevare confrontando la disciplina nazionale e quella europea i profili di discrasia tra i due ordinamenti riguardano in primo luogo la irrilevanza penale dell'*insider* c.d. secondario, che – salvi i casi di concorso con l'*insider* “primario” – è chiamato a rispondere soltanto dell'illecito amministrativo previsto dall'art. 187-bis TUF, mentre il combinato disposto degli artt. 3 e 7 MAD II impone di comminare sanzioni *penali* anche per il fatto commesso dall'*insider* c.d. secondario.

In secondo luogo, la Direttiva 2014/57/UE opera una *frantumazione* della fattispecie “classica” di *insider trading*, collocando da una parte le condotte di *trading/tuyautage* e, dall'altra, il c.d. *tipping*.

Quest'ultima fattispecie (“*Comunicazione illecita di informazioni privilegiate*”), prevista dall'art. 4 MAD II) è ritenuta dal legislatore sovranazionale meritevole di una sanzione meno

aspra rispetto alle altre; nel nostro ordinamento, di contro, le tre condotte sono equiparate agli effetti penali.

Nei commenti sullo *schema del d.d.l. di delegazione europea 2016*, licenziato dal Consiglio dei Ministri il 28 aprile 2017 (rubricato «*Delega al Governo per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione*») è stata già evidenziata l'impossibilità di ritenere conforme alla disciplina UE un sistema nazionale privo di comminatoria penale autonoma per l'*insider* "secondario", apparendo arduo risolvere l'inconveniente in via interpretativa, a meno di dar luogo a un'inammissibile deroga al canone giuspenalistico di legalità.

E' stato, inoltre, rilevato il profilo di criticità, afferente al trattamento sanzionatorio dell'illecita comunicazione di informazioni privilegiate, in mancanza di apposito intervento legislativo³¹.

3.c La nozione di informazione privilegiata.

Il concetto di informazioni privilegiate risulta attualmente definito all'art. 7 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (entrato in vigore il 3 luglio 2016), che alla lett. a) prevede che per informazione privilegiata deve intendersi "*un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati*".

Appare chiaramente che il legislatore europeo non si è discostato di molto rispetto a quanto indicato dalla Direttiva del 2003. Da ciò ne deriva che i riferimenti principali contenuti in tale definizione sono pressoché identici a quelli già dettati dal nostro art. 181 TUF in recepimento della MAD.

L'assonanza con la disciplina italiana si ritrova anche ai successivi § 2³² e 4³³ dell'art. 7, in cui risultano definiti, rispettivamente, il carattere preciso dell'informazione privilegiata e la c.d. *price sensitivity*, ricalcando la normativa attualmente vigente nel nostro ordinamento.

³¹Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? *Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016* di Enrico Basile, in *Diritto Penale contemporaneo*, Maggio 2017; Cfr. anche Carlotta Brusegan, *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?*, *Archivio penale* 2015, n. 1.

³² Art. 7, par. 2. *Ai fini del paragrafo 1, si considera che un'informazione ha un carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a*

In conclusione, il MAR non è intervenuto apportando modifiche sostanziali in relazione ai concetti di *price sensitivity* e investitore ragionevole, ma non ha risolto le criticità già evidenziate dalla giurisprudenza in punto di determinatezza, in relazione alle predette nozioni mutate, come noto, da ordinamenti di *common law*, quali quello statunitense e quello anglosassone.

3.d La Costituzione economica.

Come è noto, il nucleo della disciplina costituzionale in materia di diritto dei mercati finanziari è rappresentato dagli articoli 41 e 47 della nostra Costituzione, collocate al termine del titolo III della prima, in coda alle norme che vengono definite in dottrina come "Costituzione economica".

Tale titolo detta i principi fondamentali dei rapporti economici esistenti nel nostro ordinamento, disciplinando il mercato dei capitali all'art. 47 e riconoscendo la libertà di iniziativa economica privata all'art. 41.

In particolare, l'art. 47 prevede che "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. [La Repubblica] favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese".

Assumono inoltre rilevanza, anche se indirettamente, le previsioni di cui agli artt. 2, 3, 21, 36 e 117 della Costituzione.

In primo luogo, l'art. 2, poiché mette al centro dell'ordinamento giuridico la persona, giustifica tutti quegli interventi di protezione dei soggetti deboli, che operano nel mercato dei capitali e quindi i piccoli investitori, a tutela dei quali il legislatore, nazionale e europeo, ha negli ultimi anni apprestato importanti misure di tutela.

un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni. A tal riguardo, nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso.

³³ Art. 7, par. 4. *Ai fini del paragrafo 1, per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.*

In secondo luogo, l'art. 3, nel delineare il principio di uguaglianza sostanziale dei cittadini prevede l'obbligo per la Repubblica di rimuovere anche gli ostacoli di ordine economico che di fatto pregiudicano detta uguaglianza.

In tale ottica può essere inquadrata, inoltre, la normativa diretta a garantire condizioni di parità informativa, rimuovendo le asimmetrie informative presenti sul mercato.

In tale ottica anche l'art. 21 Cost. - che ha codificato la libertà di espressione e informazione e le sue possibili limitazioni - assume una centralità assoluta in relazione alla disciplina delle informazioni *price-sensitive* dei mercati finanziari, poiché è evidente che l'attività comunicativa - compresa quella finanziaria - trova in primo luogo una tutela diretta nella libertà di manifestazione del pensiero, almeno con riferimento alle opinioni personali.

Si possono concludere le osservazioni sui temi enunciati, ribadendo che il mercato finanziario prima di essere un luogo di scambio di valori economici è innanzi tutto un luogo ove si scambiano informazioni poiché gli operatori finanziari basano le proprie scelte di mercato sulle informazioni in proprio possesso.

La dottrina economica individua nella concorrenza perfetta tra gli operatori, nella diffusione immediata e gratuita delle informazioni, nel rapido adeguamento dei prezzi in occasione di nuove informazioni le condizioni necessarie in grado di garantire l'efficienza del mercato, ovvero la capacità dell'ambiente operativo di riflettere rapidamente i prezzi e le informazioni riguardanti i titoli quotati in esso.

L'interesse all'informazione afferisce, in generale, all'ambito di tutta la sfera decisionale dell'uomo, tanto più dell'uomo quale operatore economico, al punto che la sua garanzia, come dianzi rilevato, è sancita dalla Carta Costituzionale: dalla libertà d'iniziativa economica (art. 41, primo comma Cost.) che garantisce le scelte dell'imprenditore e, quindi, la sua esigenza d'informazione, alla programmazione economica (art. 41, terzo comma Cost.) che esige la pubblicità delle direttive economiche dello Stato, alla tutela del risparmio ed al suo libero accesso (art. 47 Cost.) che presuppongono la conoscenza del mercato e la trasparenza delle condizioni, affinché l'utente possa valutare la convenienza di ogni singola proposta anche rispetto alle alternative d'investimento offerte da istituzioni e mercati in concorrenza tra loro.

In definitiva, la trasparenza costituisce una delle caratteristiche tipiche del mercato efficiente e, di conseguenza, l'informazione costituisce una precondizione del corretto funzionamento del mercato stesso, una sua connotazione.

In tale prospettiva, si collocano, infine, gli enunciati contenuti nel Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, che nei primi considerando, da n. 1 a n. 4 e n. 7 - ha rappresentato quanto segue:

(1) *Un autentico mercato interno dei servizi finanziari è di importanza fondamentale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell'Unione.*

(2) *Un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati.*

(3) *La direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (4) ha completato e aggiornato il quadro giuridico dell'Unione a tutela dell'integrità del mercato. Tuttavia, in considerazione degli sviluppi legislativi, tecnologici e di mercato intervenuti dall'entrata in vigore di tale direttiva, che hanno comportato cambiamenti notevoli nel panorama finanziario, è ormai necessario sostituire la direttiva in questione. Occorre pertanto un nuovo strumento legislativo per garantire regole uniformi e chiarezza dei concetti di base nonché un testo normativo unico in linea con le conclusioni della relazione del 25 febbraio 2009 del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière («gruppo de Larosière»).*

(4) *È necessario stabilire un quadro più uniforme e più rigoroso per tutelare l'integrità del mercato ed evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo, garantire l'assunzione di responsabilità in caso di tentata manipolazione e offrire maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato. Il presente regolamento intende contribuire in modo determinante al corretto funzionamento del mercato interno e dovrebbe pertanto basarsi sull'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), come interpretate in modo costante nella giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea.*

Omissis:

(7) *Abuso di mercato è il concetto che comprende le condotte illecite nei mercati finanziari e ai fini del presente regolamento dovrebbe essere inteso come abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tali condotte impediscono una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati.*

4. Il rating del credito e la sua regolamentazione.

4.a La 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).

La Direttiva indicata ha dettato i principi generali ed i criteri ispiratori sugli abusi di mercato, prevedendo:

- un'articolata definizione dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato basata sull'individuazione delle condotte vietate;
- l'introduzione di sanzioni di tipo amministrativo dissuasive, efficaci e proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati;
- l'individuazione per ciascun Stato membro di un'unica autorità amministrativa competente dotata di incisivi poteri di intervento, cui spetti la responsabilità di controllare il rispetto delle disposizioni adottate dalla stessa Direttiva;
- una maggiore collaborazione tra le autorità di vigilanza degli Stati membri attraverso la costituzione di una rete europea di autorità competenti.

La Direttiva nei considerando, infatti, ha stabilito che:

(1) Un autentico mercato unico dei servizi finanziari è cruciale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nella Comunità.

(2) Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati.

Omissis;

(11) Il vigente quadro giuridico comunitario a tutela dell'integrità del mercato è incompleto. I requisiti giuridici variano da uno Stato membro all'altro, creando incertezza per gli operatori economici per quanto attiene ai concetti, alle definizioni e all'applicazione. In alcuni Stati membri non esiste alcuna normativa in materia di manipolazione dei prezzi e diffusione di informazioni ingannevoli.

(12) Gli abusi di mercato comprendono l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. È pertanto opportuno adottare norme combinate per combattere sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato. Una direttiva unica garantisce in tutta la Comunità uno stesso quadro in materia di ripartizione delle competenze, di applicazione e di cooperazione.

(15) L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati.

(16) Informazione privilegiata è qualsiasi informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. Un'informazione che potrebbe influire in modo sensibile sull'evoluzione e la formazione dei prezzi di un mercato regolamentato in quanto tale potrebbe essere considerata un'informazione che concerne indirettamente uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari derivati connessi.

(17) Per quanto riguarda l'abuso di informazioni privilegiate, si dovrebbe tener conto dei casi in cui la fonte di tali informazioni non è legata a una professione o a una funzione ma allo svolgimento di attività criminali, la cui

preparazione o esecuzione potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di uno o più strumenti finanziari o sulla formazione dei prezzi del mercato regolamentato in quanto tale.

(18) L'uso di informazioni privilegiate può consistere nell'acquisire o cedere strumenti finanziari sapendo o dovendo ragionevolmente sapere che le informazioni detenute sono informazioni privilegiate. Al riguardo le autorità competenti dovrebbero prendere in considerazione quello che una persona normale e ragionevole potrebbe o avrebbe dovuto sapere in tali circostanze. Inoltre il solo fatto che i *market makers*, gli enti autorizzati ad agire come controparti o le persone autorizzate a eseguire ordine per conto terzi in possesso di informazioni privilegiate si limitino, nei primi due casi, a svolgere la loro legittima attività di compravendita di strumenti finanziari o, nell'ultimo caso, a eseguire debitamente un ordine, non dovrebbe essere considerato di per sé uso di informazioni privilegiate.

(19) Gli Stati membri dovrebbero porre rimedio alla prassi cosiddetta di "*front running*", compreso il "*front running*" riguardante gli strumenti derivati su merci, allorché ciò costituisce un abuso di mercato conformemente alle definizioni contenute nella presente direttiva.

(20) Chiunque compia operazioni o conferisca ordini di compravendita che si configurino come una manipolazione del mercato potrebbe stabilire che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o conferire tali ordini erano legittime, e che dette operazioni ed ordini sono conformi alle prassi ammesse sul mercato regolamentato in questione. Potrebbe tuttavia essere comminata una sanzione qualora l'autorità competente stabilisca l'esistenza di un'altra motivazione, illegittima, alla base delle operazioni o degli ordini di compravendita.

(21) L'autorità competente può fornire orientamenti su questioni che formano oggetto della presente direttiva, quali ad esempio la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, o l'applicazione della definizione di prassi di mercato ammesse in relazione alla definizione di manipolazione del mercato. Tali orientamenti dovrebbero essere conformi alle disposizioni della direttiva e alle misure di attuazione adottate secondo la procedura del comitato.

(22) Gli Stati membri dovrebbero poter scegliere il metodo più adeguato per la regolamentazione inerente alle persone che producono o diffondono ricerche riguardanti gli strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari o le persone che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimenti, compresi i meccanismi appropriati di autoregolamentazione, che dovrebbero essere notificati alla Commissione.

(23) L'inserimento di informazioni privilegiate su siti internet da parte di emittenti dovrebbe essere conforme alle norme sul trasferimento di dati personali verso paesi terzi, come stabilito dalla direttiva 95/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 ottobre 1995, relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati(7).

(24) *Una divulgazione tempestiva e corretta delle informazioni al pubblico rafforza l'integrità del mercato; al contrario, la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può determinare il venir meno della fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari. (...).*

(37) Il conferimento all'autorità competente di ogni Stato membro di un insieme minimo comune di strumenti e poteri forti garantirà l'efficacia della sua opera di vigilanza. I gestori di mercato e tutti gli operatori economici dovrebbero parimenti contribuire, ai rispettivi livelli, all'integrità del mercato. Sotto questo profilo, la designazione di un'unica autorità competente per gli abusi di mercato non esclude legami di collaborazione o

deleghe sotto la responsabilità dell'autorità competente, tra tale autorità e gestori di mercato, al fine di garantire un efficace controllo del rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva.

(38) *Al fine di garantire l'adeguatezza del quadro comunitario di contrasto agli abusi di mercato, ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla presente direttiva dovrà essere tempestivamente scoperta e sanzionata. A tal fine le sanzioni dovrebbero essere sufficientemente dissuasive, proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati e dovrebbero essere applicate coerentemente.*

(39) Al momento di definire le misure e le sanzioni amministrative, gli Stati membri dovrebbero tener presente la necessità di garantire una certa omogeneità di regolamentazione da uno Stato membro all'altro

Omissis;

Il principio ispiratore della Direttiva risulta, pertanto, cristallizzato nelle considerazioni preliminari dove è stato sottolineato che *“ un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati”*.

E' stato previsto, quindi, che per tutelare l'integrità del mercato gli Stati membri devono apprestare un sistema sanzionatorio adeguato: ogni violazione degli obblighi previsti dalla direttiva comunitaria dovrà essere immediatamente scoperta e sanzionata; viene prevista l'istituzione di un regime sanzionatorio di tipo amministrativo, eventualmente complementare a quello penale; le sanzioni devono essere dissuasive e proporzionate alla gravità delle violazioni e agli utili realizzati.

L'art 1 della Direttiva fornisce, al comma 1, la nozione di *“informazione privilegiata”* e, al comma 2, la nozione di *“manipolazione di mercato”*:

a) operazioni o ordini di compravendita:

- che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero

- che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione;

b) operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente;

c) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti (...);

Omissis.

In tutte le condotte descritte dalla Direttiva 2003/6/CE - anche come specificate dalle misure di attuazione - non vi è alcun riferimento esplicito al dolo, considerato un elemento costitutivo della fattispecie penale di manipolazione, che in ambito di *common law* nelle operazioni fittizie viene riconosciuta come una particolare condotta fraudolenta.

4.b Dalla Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating (2003/2081(INI)) al Regolamento (CE) n.1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

La Direttiva 2003/125/CE della Commissione del 22 dicembre 2003 - recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio - al fine di impedire l'abuso di informazioni privilegiate e le manipolazioni del mercato, tratta le questioni relative alla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e della comunicazione al pubblico dei conflitti di interessi.

I rating delle agenzie sono considerati come pareri sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario e non costituiscono pertanto raccomandazioni ai sensi della suddetta Direttiva.

Essa ha stabilito, comunque, che le agenzie di rating debbano valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne volte a garantire che i rating pubblicati siano presentati in modo corretto.

Inoltre, la Direttiva ha previsto che le agenzie di rating debbano comunicare al pubblico eventuali interessi rilevanti o conflitti di interesse relativi agli emittenti o agli strumenti finanziari ai quali si riferiscono i loro rating (art. 1.8 e considerando n. 10)³⁴.

Dal testo della Direttiva 2003/6/CE si può dedurre che nei casi in cui un'agenzia di rating sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che il rating era falso o fuorviante, il divieto di diffusione di tali informazioni avrebbe dovuto applicarsi alle azioni di rating³⁵.

³⁴ (10) *Le agenzie di rating del credito emettono pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una determinata data. In se stessi tali pareri non costituiscono una raccomandazione ai sensi della presente direttiva. Tuttavia, le agenzie di rating del credito dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i rating di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari.*

³⁵ L'articolo 1, punto 2, lettera c), stabilisce che per "manipolazione del mercato" si intende "la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti (...)".

Sulla base delle predette disposizioni, le agenzie di rating erano già tenute a dotarsi di politiche e procedure interne idonee a garantire l'obiettività, l'indipendenza e l'affidabilità dei rating, in modo da accrescere la fiducia degli investitori e, dunque, la qualità dei rating.

Nel settembre 2003, la IOSCO (Associazione internazionale che raggruppa le autorità di vigilanza dei mercati finanziari, tra cui la Consob) aveva già pubblicato i Principi relativi alle attività delle agenzie di rating ("IOSCO's Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies"), definendo obiettivi di alto livello per le agenzie di rating, le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, gli emittenti e gli altri partecipanti al mercato al fine di garantire una migliore protezione degli investitori, l'equità del mercato, l'efficacia e la trasparenza e ridurre il rischio sistemico.

In risposta alle osservazioni ricevute su tali principi, la IOSCO nel mese di dicembre del 2004 aveva poi elaborato il Codice di condotta, concepito per essere applicato da agenzie di rating di tutte le dimensioni e con qualsiasi modello aziendale, oltre che in tutti i paesi.

Esso è articolato in tre parti destinate a regolamentare; a) la qualità e l'integrità del processo di valutazione; b) l'indipendenza e i conflitti d'interesse; c) la trasparenza e la pubblicità delle informazioni riguardanti i rating.

E' espressamente previsto che le società di rating non devono intraprendere alcuna azione i cui effetti possano ripercuotersi su un emittente o su un investitore e che non devono essere influenzate dai rapporti economici sussistenti con tali soggetti.

Le agenzie, inoltre, hanno l'obbligo di predisporre procedure interne finalizzate ad identificare i rischi di conflitto d'interesse.

Il Codice IOSCO, per garantire l'indipendenza e la qualità del *rating*, prevede che le agenzie devono pubblicare il metodo in base al quale esprimono valutazioni sull'emittente; devono conservare la documentazione utilizzata per un ragionevole periodo temporale; devono sempre motivare le proprie valutazioni, indicando le informazioni su cui esse si basano.

Il personale delle agenzie di *rating* - che deve essere dotato di specifiche competenze tecniche - deve possedere requisiti d'integrità e deve essere strutturato in modo tale da evitare i conflitti d'interesse.

Per prevenire conflitti d'interesse tra l'attività valutativa delle agenzie e quella di consulenza il Codice del 2004 non introduce un divieto, ma un obbligo di separazione operativa e legale tra i due tipi di attività, prevedendo che le agenzie di *rating* debbano porre in essere le procedure necessarie per evitare l'insorgenza di conflitti d'interesse.

Nella sua prima formulazione, dunque, il *Code of Conduct* detta linee generali, apprestando misure estremamente flessibili, che vertono essenzialmente intorno a due principi: a) l'adozione di procedure interne per prevenire i conflitti d'interesse; b) l'adozione di obblighi procedurali e di trasparenza.

Secondo tale formulazione il *Code* non riusciva a frenare la tendenza ad elevare le valutazioni e ad evitare il *downgrading* da parte delle agenzie, con un *trend* alimentato anche dal modello *issue payers*, attraverso cui le società di rating svolgono le proprie attività e da cui dipende il proprio rendimento economico.

La crisi economica - ancora in corso nel 2007 - ha determinato una prima e forte battuta d'arresto dell'affidabilità delle agenzie di *rating* che avevano attribuito valutazioni notevolmente sovrastimate tanto sia ai derivati finanziari poi considerati titoli-spazzatura, incorrendo in una vera e propria attività di falsificazione dell'affidabilità del titolo, che ad istituti di credito, come *Lehman Borthers* (dove le obbligazioni della banca d'affari godevano di un rating "triplo A" fino a qualche giorno prima del *crack*) e agenzie, come *Fannie e Freddie Mac*, fallite pochi mesi dopo.

Come già evidenziato, il *rating* è risultato completamente inaffidabile anche nei confronti di Parmalat, in cui S&P ha assegnato al gruppo diretto da Tanzi un rating "BBB-" - il c.d. *investment grade* - sino a pochi giorni prima del *default* del 19 dicembre 2003³⁶.

Dopo l'insorgere della crisi dei mutui *subprime* - considerati come degli strumenti finanziari poco rischiosi dalle agenzie di rating fino a pochi mesi prima dello scoppio - la IOSCO ha avviato un'immediata ristrutturazione del Codice immediatamente approvata dall'FSB.

Le innovazioni di maggior rilievo si sono concentrate sui rating relativi ai prodotti di finanza strutturata dove gli strumenti utilizzati dalle agenzie si sono dimostrati maggiormente deficitari.

Le nuove misure comprendono l'apposizione di un simbolo aggiuntivo per i *rating* relativi a tale tipologia di prodotti, così da distinguerli rispetto ai rating tradizionali, con un obbligo di *disclosure* quando l'agenzia riceve oltre il 10% del proprio fatturato dall'emittente del titolo sottoposto a valutazione.

E' altresì previsto che qualora un determinato prodotto finanziario sia troppo complesso o i dati siano del tutto insufficienti, le agenzie devono evitare di emettere il rating.

³⁶Nell'ambito della causa civile promossa da Parmalat contro Standard & Poor's, pendente presso la Corte d'Appello di Milano, relativa al rating di cui si discute - attribuito dall'agenzia al gruppo di Collecchio prima del *crack* del 2003 "BBB-", tagliato solo a collasso conclamato - avviata nel 2005 con richiesta di risarcimento danni per oltre 4 miliardi di euro, è intervenuto accordo transattivo, con riconoscimento alla Parmalat della somma di 14,5 milioni di euro, con rinuncia ad ogni altra pretesa.

Non è previsto, invece, il divieto di prestare consulenze finanziarie.

Tuttavia è stato predisposto un meccanismo volto ad evitare conflitti d'interesse: è fatto divieto, infatti, di prestare consulenza sulla costruzione di un prodotto finanziario che sarà successivamente oggetto di rating da parte di quella agenzia.

In definitiva, l'impostazione di fondo del Codice non è stata modificata, ma continua a fondarsi su obblighi di *disclosure* e trasparenza, mentre si è proceduto all'integrazione per gli aspetti maggiormente critici come i derivati finanziari.

Con la modifica del 2008 è cambiato radicalmente il modello di applicazione del Codice, la cui adesione è diventata obbligatoria per le agenzie.

In seguito, le previsioni del codice sono state integrate sia nel *Dodd-Frank Act* statunitense, che nel Regolamento CE n. 1060/2009, attraverso cui la legislazione predisposta a livello sovranazionale dalla IOSCO è diventata patrimonio degli ordinamenti nazionali, ha assunto carattere cogente ed è assistita da procedure di *enforcement* affidate alle autorità nazionali, che devono conformarsi allo standard minimo del codice IOSCO.

Il predetto codice, invero, non è stato tecnicamente recepito nel diritto nazionale degli Stati membri.

Le agenzie di *rating*, comunque, erano tenute ad applicare le disposizioni del predetto codice, se conformi alle Direttive, incorporando i principi della IOSCO nelle loro procedure di autoregolamentazione e conformandosi al codice nell'attività di *rating*.

In tale ottica la Commissione ha raccomandato di analizzare periodicamente gli effetti del codice IOSCO negli anni futuri e di monitorare l'evoluzione dell'attività di *rating* a livello mondiale e i mutamenti significativi della legislazione di settore in altre parti del mondo, con riserva di riconsiderare il proprio approccio (Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento, sulle agenzie di *rating* del credito 2006/C 59/02, in G.U. dell'Unione europea dell'11.3.2006).

Nella stessa comunicazione, la Commissione, ha espressamente sottolineato che: "I problemi relativi alle agenzie di rating sono seri e devono essere risolti. È questa la finalità perseguita sia dal nuovo quadro legislativo dell'UE, sia dal codice IOSCO. *La legislazione dell'UE si applica soltanto alle agenzie di rating operanti nell'UE. Il codice dovrà invece essere applicato dalle agenzie di rating in tutti i paesi nei quali esercitano la loro attività.* Per quanto riguarda il contenuto, il Codice completa la normativa comunitaria. Mentre le Direttive sono legalmente vincolanti, il codice funziona sulla base della formula "conformarsi o spiegare" ("*comply or explain*") - il che significa che ci si aspetta che le agenzie di *rating*

integrino tutte le disposizioni del codice IOSCO nel loro codice di condotta interno e che, qualora non lo facciano, siano tenute a spiegare in che modo il loro codice rifletta, comunque, le disposizioni IOSCO.

Nella motivazione della Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating (2003/2081(INI)) - approvata il 24 gennaio del 2004 - è stato sottolineato come la questione fosse di ordine politico e non di ordine tecnico e come le agenzie di rating fossero diventate *“i principali poteri dei mercati finanziari a livello mondiale, con il compito di valutare l'affidabilità creditizia sia a breve sia a lungo termine di società, banche, compagnie di assicurazione e persino di interi governi (rating del governo)”*:

“La questione cui ci troviamo confrontati è di ordine politico, non tecnico; più in particolare si tratta di una questione di regolamentazione dell'industria di rating del credito - un settore economico che sinora è rimasto praticamente del tutto al di fuori della sfera di attività delle autorità di regolamentazione (...).

Le agenzie di rating costituiscono un semplice sviluppo del settore privato nell'economia. Si potrebbe sostenere che tramite le stesse il mercato ha spontaneamente sviluppato il proprio meccanismo di controllo dell'affidabilità creditizia di coloro che cercano di utilizzare il denaro di altre persone al fine di intraprendere attività economiche.

Per secoli questa attività di controllo ha costituito in Europa una delle funzioni delle banche che si prefiggevano specificamente di sviluppare una relazione personale di conoscenza e fiducia con la loro clientela.

Negli Stati Uniti, d'altro canto, in considerazione dell'estensione del territorio e della pratica pionieristica di accesso diretto al pubblico da parte dei mutuatari tramite i mercati finanziari, era difficile contemplare il contatto personale tra creditori e debitori. *Ciò ha fatto nascere la necessità di un'agenzia specializzata preposta a raccogliere tutte le informazioni disponibili, a raggiungere un parere informato in merito al rischio di un certo investimento e a renderlo noto al pubblico tramite la stampa. Tale necessità si è fatta sentire già verso la fine del XX secolo. È stato in quel periodo che le agenzie di rating ancora dominanti oggi, Moody's e Standard & Poor's, si sono sviluppate dalle origini modeste di valutazione dei titoli emanati dalle società ferroviarie statunitensi per diventare nel corso dei decenni i principali poteri dei mercati finanziari a livello mondiale, con il compito di valutare l'affidabilità creditizia sia a breve sia a lungo termine di società, banche, compagnie di assicurazione e persino di interi governi (rating del governo).*

Assolvendo nel corso degli anni al loro compito di controllori autoproclamatisi sull'assunzione di prestiti, le agenzie di rating hanno in generale ottenuto la fiducia degli investitori e hanno acquisito per esse stesse una solida reputazione di successo predicendo, più o meno accuratamente, la probabilità di inadempienza nell'assunzione del prestito. Per quale motivo allora dovrebbe sorgere la questione della regolamentazione di tali agenzie?

I motivi sono i seguenti: (a) *per il fatto che la struttura dell'industria di rating è diventata estremamente oligopolistica (in realtà, per quanto riguarda i suoi aspetti globali, è essenzialmente duopolistica dato che consiste nella coppia Standard & Poor's and Moody's, entrambe di proprietà americana e fermamente impiantate negli Stati Uniti) e per il fatto che, in quanto leader dell'industria, queste due società stanno esercitando un enorme potere sui mercati. Va rilevato in questa sede che il carattere preminentemente*

americano delle agenzie e dei loro supervisori (SEC, Congresso statunitense) crea de facto un ampio squilibrio verso la parte americana, uno squilibrio creato non intenzionalmente, ma in grado tuttavia di turbare il regolare svolgimento dei mercati; (b) per il fatto che nonostante la loro prestazione professionale nell'insieme alquanto rispettabile, le agenzie di rating hanno subito alcuni rovesci spettacolari (di recente con i fallimenti del tutto inaspettati di Enron e Worldcom nonché con la recente crisi asiatica nel settore dei rating del 1997); (c) per il fatto che, dato che i rating di livello elevato sono diventati un presupposto legale per l'ammissibilità delle obbligazioni per i portafogli di investitori istituzionali e soprattutto fiduciari (ad esempio fondi pensionistici) - le agenzie sono diventate una parte fondamentale del meccanismo di regolamentazione dei mercati finanziari (anche se essi stessi non hanno cercato deliberatamente tale ruolo); (d) per il fatto che, nel corso della loro normale attività professionale sono emersi vari potenziali conflitti d'interesse, segnatamente: accesso privilegiato alle informazioni riservate; l'ottenimento di gran parte del loro reddito da onorari a loro versati dalle persone oggetto di valutazione e sviluppo di attività di consulenza complementari connesse con il rating di clienti specifici. Quest'ultimo aspetto del loro lavoro tende ad assumere proporzioni sempre più ampie dato che forme sempre più complesse di finanziamenti, quali le *Collateralized Debt Obligations* (titolarizzazione, etc.) emergono sui mercati moderni.

Le questioni relative alla regolamentazione implicite nella summenzionata descrizione rientrano in generale in due categorie: (a) se l'operazione stessa delle agenzie deve essere regolamentata e (b) se l'uso di regolamentazione dei rating deve essere sottoposto a qualche riforma.

Il punto (a) è quello sul quale si è recentemente incentrato gran parte dell'interesse ufficiale mentre il punto (b) rimane ingiustamente ignorato. Dopo il fallimento di Enron, nel gennaio 2002, la commissione del Senato statunitense per gli affari governativi ha avviato un'ampia indagine per cercare di trovare informazioni sul motivo per cui le agenzie di rating del credito continuavano a classificare Enron un buon rischio di credito (in termini di qualità d'investimento) sino a quattro giorni prima della dichiarazione di bancarotta da parte della società e a determinare come in futuro potrebbero essere evitati disastri del tipo Enron. A seguito delle sue indagini la commissione del Senato ha presentato una relazione denominata "Errore finanziario di Enron: i controllori SEC e settore privato" secondo cui la commissione titoli e cambi, in consultazione con altre agenzie, dovrebbe fissare condizioni e norme specifiche per le organizzazioni di rating statistiche riconosciute a livello nazionale (NRSRO) al fine di assicurare che la fiducia del pubblico nelle agenzie di rating non sia mal riposta. Nel luglio 2002 la SEC statunitense ha ricevuto un mandato tramite la legge Sarbanes-Oxley di esaminare questioni che sono connesse con il ruolo e la funzione delle agenzie di rating del credito nell'operazione dei mercati mobiliari. A seguito di tale mandato, la SEC ha elaborato e sottoposto al Presidente statunitense e alla Camera dei rappresentanti una relazione nel gennaio 2003. Utilizzando come base tale relazione, la SEC ha organizzato un'audizione pubblica in cui era coinvolta ogni principale agenzia di rating nonché accademici, autorità di regolamentazione, operatori del mercato e il pubblico in genere. La procedura è stata conclusa con la pubblicazione di un questionario in data 4 giugno 2003 tramite il quale sono state sollevate varie domande. Al momento della redazione della presente relazione la SEC non è ancora giunta a conclusioni definitive.

Da parte europea, l'interesse nelle agenzie di rating era lungimirante piuttosto che rivolto verso il passato, stimolato dall'eventuale entrata in vigore del nuovo accordo di Basilea sui capitali (Basilea II) che fa della quantità di capitale regolamentare detenuto dalle banche una funzione delle attività della banca cui sono connessi oneri quali definiti dai rating di credito (come un modo di determinare siffatti oneri). Sono state sollevate

questioni volte a determinare se l'estensione dell'uso dei rating di credito disturba l'equilibrio del campo d'azione tra le banche europee ed americane, a favore di queste ultime, e se le agenzie di rating prevalentemente orientate verso il mercato americano abbiano assorbito in misura sufficiente la cultura economica europea per poter funzionare senza frizioni sullo scenario europeo.

La discussione sia negli USA sia in Europa (una discussione cui hanno partecipato vari organismi internazionali come il Forum per la stabilità finanziaria, la commissione per il sistema finanziario globale, il Forum congiunto della BIS, l'Associazione internazionale dei controllori nel settore delle assicurazioni o l'Organizzazione internazionale delle commissioni di titoli) si è orientata nella direzione secondo cui è opportuna una maggiore piuttosto che minore regolamentazione delle agenzie di rating. Sullo sfondo di tale orientamento le agenzie obiettano che il loro ruolo non è quello di consulenti, in quanto non formulano raccomandazioni private per l'acquisto, la vendita o la detenzione di taluni titoli, ma hanno piuttosto il ruolo di esprimere un'opinione, rivolta apertamente al pubblico in genere, per quanto concerne l'affidabilità creditizia di determinati mutuatari. Le agenzie sostengono pertanto che agiscono in una veste giornalistica e che di conseguenza dovrebbero essere tutelate dai principi della libertà di stampa (negli Stati Uniti, segnatamente dal primo emendamento della Costituzione USA, una richiesta che è stata valutata e sostenuta nei tribunali americani).

Secondo il relatore tale analogia non regge dal momento in cui i rating diventano parte del meccanismo di regolamentazione dei mercati finanziari, anche contro l'opinione delle agenzie di rating. La libertà di stampa implica il diritto, da parte del pubblico, di ignorare i pareri espressi nella stampa senza subire conseguenze legali. Ciò non è il caso per quanto riguarda i pareri espressi dalle agenzie di rating dato che il rating della qualità d'investimento costituisce un presupposto fondamentale per poter collocare le proprie obbligazioni presso investitori istituzionali. Inoltre, le agenzie hanno un accesso preferenziale a informazioni privilegiate e devono pertanto essere tenute responsabili per quanto riguarda l'uso che fanno di siffatte informazioni. D'altro lato, non si può ammettere che regolamentazioni supplementari, estese alle agenzie di rating, violino la loro indipendenza di opinione.

Sulla base di quanto riportato, il relatore ha raggiunto le seguenti conclusioni: le agenzie di rating attive in Europa dovrebbero essere invitate a registrarsi presso un'Autorità di rating dell'Unione europea, da istituire specificamente per tale obiettivo, nel contesto del CAERVM (comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari). La registrazione presso un'Autorità europea contribuirebbe a risolvere lo squilibrio tra l'Europa e gli Stati Uniti senza costringere le agenzie a trattare con quindici o venticinque diverse autorità nazionali europee di regolamentazione e giurisdizioni distinte. La registrazione comporterebbe l'obbligo di rendere conto, attuato tramite la presentazione di relazioni periodiche all'autorità europea di rating e il controllo sulle condizioni di efficacia dell'attività di rating, realizzato tramite un dialogo attivo tra la gestione delle agenzie e l'autorità di regolamentazione.

Infine, va sottolineato che l'adeguato svolgimento delle attività di rating da parte delle agenzie costituisce solamente un aspetto del problema. Le implicazioni, per la stabilità dei mercati, dell'utilizzazione dei rating da parte sia di agenti privati, sotto forma di motivi di ricorso al rating, sia delle autorità di regolamentazione, sotto forma di oneri relativi al capitale regolamentare e/o condizioni di ammissibilità alle obbligazioni, sono serie e meritano un'analisi distinta più approfondita. Le raccomandazioni di regolamentazione in tale settore non sembrano essere maturate al punto di rendere possibile norme dettagliate; ciò nonostante il relatore prevede la possibilità di introdurre talune norme nell'interesse della stabilità del mercato. Infine, deve essere affrontata la

questione dell'effettivo duopolio delle due principali agenzie tramite un eventuale smembramento delle agenzie sulla base della specializzazione". Nel 2006, il Credit Rating Reform Act, ha introdotto un sistema di registrazione delle agenzie; si è proposto, inoltre, di evitare i conflitti d'interesse favorendo la concorrenza tra società di rating e introducendo specifici obblighi di trasparenza.

Il Regolamento n. 1060/2009/CE³⁷, quindi, ha introdotto una disciplina comune a tutti gli Stati membri dell'Unione europea per migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona *governance* e l'affidabilità delle attività di *rating* del credito, contribuendo alla qualità dei *rating* emessi nella Comunità contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando nel contempo un grado elevato di protezione degli investitori (cfr. art. 1; considerando n. 7 e n. 75 Reg.).

Il legislatore europeo ha sottolineato l'importanza dell'attività di *rating* e il suo potenziale impatto sui mercati, avendo precisato sin dal considerando (1) che *"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. Gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazioni vita e non vita, le imprese di riassicurazione, gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e gli enti pensionistici aziendali o professionali possono utilizzare i rating come riferimento per il calcolo dei loro requisiti patrimoniali a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella loro attività di investimento. Ne consegue che i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori. È 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"*³⁸.

³⁷ Regolamento comunitario (n. 1060/2009) che richiama in premessa (considerando n. 2) la Direttiva sugli Abusi di Mercato.

³⁸ Nel considerando n. 10, il Regolamento evidenzia come l'intervento del legislatore europeo è stato sollecitato dalla *"opinione generale che le agenzie di rating del credito non siano state capaci, in primo luogo, di adeguare tempestivamente i loro rating al peggioramento delle condizioni del mercato e, in secondo luogo, di adattare per tempo i loro rating del credito in seguito all'aggravarsi della crisi del mercato. Il modo migliore per porre rimedio a queste incapacità è adottare misure in materia di conflitti di interesse, qualità dei rating, trasparenza e governance interna delle agenzie di rating del credito, e sorveglianza delle attività delle agenzie di rating del credito. Coloro che utilizzano i rating del credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali rating"*.

L'importanza delle attività di *rating* è ribadita dal *considerando n. 2* che evidenzia che *“nonostante la loro notevole importanza per il funzionamento dei mercati finanziari, le agenzie di rating del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati, 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)”*, determinando già una stretta interrelazione teleologica tra la disciplina del *rating* e gli abusi di mercato - nell'ottica della direttiva che ha dato origine all'introduzione del reato di manipolazione di mercato nello Stato italiano - asservite entrambe alla finalità comune di tutela del mercato e degli investitori.

Il Regolamento, dunque, stabilisce le condizioni per l'emissione dei *rating* e fissa disposizioni in merito all'organizzazione, allo svolgimento delle attività delle agenzie di *rating* del credito per promuoverne l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse e per assicurare che i *rating* siano emessi nel rispetto dei principi prima richiamati, di integrità, trasparenza, correttezza, indipendenza e qualità, sollecitando l'integrazione di siffatte disposizioni su base volontaria, per mezzo di Codici di condotta (Principi basilari per le agenzie di *rating* del credito emanato dalla *International Organisation of Securities Commissions* «codice IOSCO»; cfr., considerando n. 8).

Tanto premesso, l'attività di *rating* del credito viene definita dal citato Regolamento come attività di *“analisi dei dati e delle informazioni e valutazione, approvazione, emissione e revisione di rating del credito”*; in particolare, l'articolo 3, co. 1, lett. a) della direttiva prevede che, ai fini del presente regolamento si intende per *“«rating del credito», 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, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito”*; mentre per *«agenzia di rating del credito»* si intende una persona giuridica, la cui attività include l'emissione di *rating* del credito a livello professionale (art. 3 Reg.)³⁹.

³⁹ È importante sottolineare che il Regolamento pone una distinzione tra *“rating sollecitato”* e *rating “non sollecitato”*; il considerando n. 21, infatti, stabilisce che *“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”*.

È opportuno sin d'ora evidenziare che il Regolamento del 2009 non contempla in alcuna delle sue previsioni le attività definite "credit outlook" e "credit watch", ovvero i giudizi forniti dalla agenzie in chiave prospettica a medio o lungo termine.

Solo, infatti, il Regolamento europeo n. 462/2013 ha espressamente disciplinato, all'art. 3, lett. "w", la "prospettiva di rating" (*rating outlook*), individuandola in "un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi"; e, specularmente, ha previsto, anche per siffatta attività di prospettiva, l'applicazione dei principi e delle regole, di seguito analizzate, che il Regolamento del 2009 riservava al solo "rating del credito", dettando inoltre una disciplina più stringente per il *sovereign rating*, come verrà esaminato nel prosieguo della motivazione, nella parte relativa alla trattazione delle condotte oggetto di contestazione.

Numerose sono le regole imposte dal Regolamento del 2009 nello svolgimento delle attività di rating del credito; in particolare, si sollecitano le agenzie all'uso di "metodologie di rating che siano rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida anche sulla base della pertinente esperienza storica e di test retrospettivi" - ancorché siffatto requisito "non dovrebbe in alcun caso costituire motivo di interferenze con il contenuto dei rating e con le metodologie da parte delle autorità competenti e degli Stati membri" - al fine di emettere valutazioni aventi "basi solide e motivate, al fine di evitare soluzioni compromissorie" - tratte da fonti e informazioni affidabili - espressione di un'attività che deve coinvolgere "un numero sufficiente di dipendenti che abbiano conoscenze ed esperienze appropriate", in modo da assicurare "l'allocazione di risorse umane e finanziarie adeguate all'emissione, al monitoraggio ed aggiornamento di rating" (considerando n. 23 e ss.).

Particolare rilevanza nell'ottica europea assume la tematica dei conflitti d'interesse; si determina, infatti, che "per evitare potenziali conflitti di interesse, le agenzie di rating del credito concentrano la loro attività professionale all'emissione di rating. Non è opportuno che un'agenzia di rating del credito presti servizi di consulenza, ed in particolare che formuli proposte o raccomandazioni per quanto riguarda la concezione di uno strumento finanziario strutturato. È tuttavia opportuno che le agenzie di rating del credito prestino servizi ausiliari qualora ciò non crei potenziali conflitti di interesse con l'emissione di rating" (considerando n. 22); si stabilisce, quindi che "è 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 prevenire, individuare, eliminare o gestire e rendere noto qualsiasi conflitto di interesse e garantire in modo continuativo la qualità, l'integrità e

l'accuratezza del processo di rating del credito e revisione. Tali politiche e procedure dovrebbero in particolare comprendere i meccanismi di controllo interno e la funzione di controllo della conformità" (considerando n. 26); per tali ragioni, è altresì *"opportuno che le agenzie di rating del credito rendano pubblici i conflitti di interesse in modo tempestivo"* (considerando n. 27). Siffatte disposizioni culminano nel disposto dell'articolo 6 del Regolamento, dove è stabilito che *"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, qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo"*.

Inoltre, l'art. 4 (utilizzo dei *rating*) indica la platea dei soggetti e delle entità che "a fini regolamentari" sono i destinatari dell'informazione finanziaria delle agenzie di rating e che si servono di tali informazioni per assumere decisioni di investimento: decisioni di investimento che sono proprio "da regolamento" influenzate ed orientate dai *rating* emessi dalle agenzie stabilite nella Comunità, e registrate conformemente al Regolamento comunitario n. 1060 del 2009.

Altra importante previsione regolamentare è quella di cui all'art. 10, rubricata "comunicazione e presentazione di rating del credito", che 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"*, che dimostra l'attenzione del legislatore, non solo al contenuto dei giudizi, ma alle modalità di estrinsecazione e comunicazione dei rating al mercato. Specularmente, nell'Allegato I (al Regolamento) "*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*" - "Sezione B" (*Requisiti operativi*) comma 3 ultima parte - si prescrive che *"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"*.

Il dovere di intervento tempestivo e l'importanza delle comunicazioni ai mercati sono rafforzate dalla previsione inserita nell'Allegato I, "Sezione C", comma 3 lett. "b"⁴⁰, che dispone che *"le Agenzie di rating del credito garantiscono che le persone di cui al punto I (analisti di rating, dipendenti dell'agenzia di rating del credito e qualsiasi altra persona*

⁴⁰ Che tratta delle "*Disposizioni in materia di analisti di rating e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di rating del credito*".

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 divulgino alcuna informazione in merito ai rating emessi o a possibili rating futuri dell'agenzia, salvo che all'Entità valutata o a terzi collegati".

La ratio di questa disposizione risiede nella necessità di scongiurare che la tempistica delle azioni di rating sia artatamente "pilotata" e che, in altri termini, possa essere attuata una strategia di comunicazione dei rating secondo una determinata tempistica strumentale all'ottenimento di un determinato effetto sui mercati; per questo occorre che l'agenzia proceda non già su base selettiva, ma in modo tempestivo, divulgando il rating solo a seguito di una formale delibera assunta dal Comitato (di rating).

Va osservato, infine, che a mente del considerando n. 66 *"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"*.

La previsione di una sanzionabilità in ambito "penale" delle violazioni del Regolamento 1060/2009, pertanto, 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 richiamata dal considerando n. 2 del Regolamento 1060/2009 laddove stabilisce *"... 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)..."*.

4.c I più recenti interventi del legislatore europeo.

Ad integrazione di quanto sin qui esposto, va rimarcato che l'esigenza stringente di preservare l'integrità dei mercati, a causa della crisi finanziaria che ha investito tutta l'Europa, ha dettato la necessità del legislatore europeo di intervenire rafforzando la vigilanza e la regolamentazione finanziaria.

Rispetto al momento di adozione della *Market Abuse Directive* (Dir. 2003/6/CE - c.d. MAD) è variato il panorama di riferimento.

Gli sviluppi sul piano tecnologico e di mercati hanno fatto emergere le lacune normative della regolamentazione dei mercati finanziari, tali da imporre un ulteriore intervento

normativo da parte dell'Unione europea, realizzato con il Reg. (UE) 596/2014 sugli abusi di mercato (MAR) e la Dir. 2014/57/UE sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato (MAD II), che costituiscono l'esito di articolate attività preparatorie condotte a livello eurounitario, al precipuo scopo di superare le differenze tra i vari regimi nazionali e introdurre con regolamento norme immediatamente applicabili, presidiate attraverso sanzioni amministrative, laddove la Direttiva impone agli Stati membri obiettivi di tutela da perseguire tramite disposizioni incriminatrici, secondo l'innovativo meccanismo contemplato dall'art. 83, § 2, TFUE.

Nel considerando che precede la parte normativa della MAD II sono state ribadite le ragioni poste alla base dell'ultima Direttiva, ossia accrescere la fiducia degli investitori nei mercati finanziari e salvaguardare l'integrità dei mercati stessi, attraverso l'introduzione di adeguate strutture per prevenire i fenomeni di *market abuse*, nell'ottica di un rafforzamento della risposta sanzionatoria funzionale a garantire l'integrità dei mercati, valore essenziale per il raggiungimento degli scopi dell'UE, in quanto *"il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari, negli strumenti derivati e negli indici di riferimento"* (considerando n. 1 Direttiva 2014/57/UE).

Inoltre, in riferimento alla concreta scelta sanzionatoria, i *considerando* introduttivi alla stessa Direttiva evidenziano come sia *"essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative"*, sicché *"la presente direttiva dovrebbe obbligare gli Stati membri a prevedere, nei rispettivi ordinamenti nazionali, sanzioni penali per l'abuso di informazioni privilegiate, la manipolazione di mercato e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate cui la presente direttiva si applica"*, in quanto *"l'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato"*.

Il legislatore europeo ritiene, dunque, il "doppio sistema sanzionatorio" conforme agli obiettivi della Direttiva, purché sia assicurato il rispetto del principio del *ne bis in idem*, nel momento in cui determina che *"gli obblighi previsti nella presente direttiva di prevedere negli ordinamenti nazionali pene per le persone fisiche e sanzioni per le persone giuridiche non esonerano gli Stati membri dall'obbligo di contemplare in tali ordinamenti nazionali*

*sanzioni amministrative e altre misure per le violazioni previste nel regolamento (UE) n. 596/2014, salvo che gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al regolamento (UE) n. 596/2014, di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale”; a tal fine, per il legislatore europeo, “mentre le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente direttiva, almeno nei casi gravi, le sanzioni per le violazioni del regolamento (UE) n. 596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi. Nell’applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l’irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*”.*

Dal 3 luglio 2016 è entrato in vigore anche il Regolamento delegato 2016/522/UE della Commissione sugli indicatori di manipolazione del mercato - che integra il Regolamento 596/2014/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sugli abusi di mercato - introducendo norme dettagliate anche sugli indicatori di manipolazione del mercato (di cui all’allegato I del Regolamento 596/2014).

Come emerge dall’esame del nuovo quadro normativo il legislatore europeo ha dettato norme dettagliate riguardanti gli indicatori di manipolazioni del mercato di cui all'allegato I del regolamento (UE) n. 596/2014 (art. 1, par. 2), prevedendo la indicazione di:

- (a) una definizione base delle attività che costituiscono manipolazione (art. 12, par. 1, del MAR);
- (b) una lista esemplificativa di condotte che sono considerate manipolazione (art. 12, par. 2, del MAR);
- (c) un elenco non tassativo di indicatori di manipolazione del mercato (allegato I del MAR).

L’allegato I del MAR risulta suddiviso in due paragrafi: il primo contiene un elenco non esaustivo di indicatori di manipolazione del mercato che precisano le attività consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare i prezzi a livelli anomali o artificiali, ai sensi dell’art. 12, par. 1, lett. a) del MAR; il secondo contiene un elenco non esaustivo di indicatori che illustrano le condotte consistenti nell’utilizzare 5 strumenti fittizi o altri tipi di inganno o di espediente che incidono sui prezzi, ai sensi dell’art. 12, par. 1, lett. b), del MAR.

5. Il reato di manipolazione del mercato.

Il reato di manipolazione di mercato contestato agli odierni imputati è descritto all’art. 185 T.U.F., che prevede che, “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. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo”.

5.a La ricostruzione normativa della fattispecie.

Come è noto, l'attuale assetto normativo della fattispecie criminosa in esame è il risultato di una successione di interventi legislativi.

Il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, art. 1, nel riformulare interamente il titolo undicesimo del libro quinto del codice civile, prevedeva all'art. 2637 cod. civ. una fattispecie incriminatrice unitaria del reato di aggio, che riuniva le tre figure di detto reato precedentemente previste nell'aggio societario di cui all'art. 2628 c.c., nell'aggio finanziario di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 181, e nell'aggio bancario di cui al d.lgs 1 settembre 1993, n. 385, art. 138.

A seguito di tale intervento, la fattispecie in discorso si articolava in una condotta che poteva assumere le forme della diffusione di notizie false, del compimento di operazioni simulate o della realizzazione di altri artifici; era richiesto, inoltre, il requisito della concreta idoneità della condotta a cagionare il risultato della sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o quello della significativa incidenza sull'affidamento del pubblico nella stabilità patrimoniale di banche o gruppi bancari; tale requisito assumeva funzione tipicizzante rispetto alla condotta altrimenti genericamente incriminata negli "altri artifici".

Con la successiva previsione della L. 18 aprile 2005, n. 62, art. 9, parte della fattispecie indicata - relativa alle condotte idonee ad alterare il prezzo degli strumenti finanziari (c.d.aggio finanziario) - è stata trasferita nel d.lgs. n. 58 del 1998 e collocata nell'art. 185, rubricato "manipolazione del mercato".

E' stato contestualmente modificato l'art. 2637 c.c., introducendovi per gli strumenti finanziari oggetto del reato gli attributi della mancanza di quotazione sul mercato o della presentazione di una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

Per effetto dell'intervento indicato si è cristallizzata una sostanziale ripartizione della fattispecie di aggio fra le due norme: l'art. 2637 c.c., rimane norma generalmente incriminatrice dell'aggio; mentre il D.lgs n. 58 del 1998, art. 185, è divenuta norma specialmente incriminatrice dell'aggio riferito alla valutazione degli strumenti finanziari

quotati, quale risultante della sottrazione, dagli strumenti finanziari genericamente menzionati nella norma, di quelli non quotati, o agli stessi assimilati, oggetto dell'attuale previsione dell'art. 2637 c.c..

La Suprema Corte ha chiarito che tra la fattispecie di aggio manipolativo, attualmente prevista dal d.lgs n.58 del 1998, art. 185, come sostituito dal L. n. 62 del 2005, art. 9, comma 6 e quella in precedenza prevista dall'art. 2637 c.c., sussiste continuità normativa, essendo rimasto immutato il nucleo di disvalore dell'aggio (Cass. sez. 2, n. 12989 del 28.11.2012, Consorte, Rv. 255527).

5.b Il reato di manipolazione di mercato e l'omologo illecito amministrativo.

I difensori degli imputati hanno più volte posto l'accento sul fatto che le condotte contestate agli imputati sono tutte prive di rilevanza penale e che anche la condotta asseritamente connotata da falsità - riferita all'ammontare del debito estero del settore bancario - correlata all'azione di rating del 13 gennaio 2012, pur a voler ritenere che sia stata attuata con modalità fuorvianti, potrebbe al più avere una rilevanza meramente amministrativa e andrebbe, pertanto, ricompresa in una delle fattispecie, di "manipolazione del mercato", di cui all'art. 187 ter, TUF (nel testo in vigore dal 12.5.2005), che prevede:

- *Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro centomila a euro venticinque milioni chiunque, tramite mezzi di informazione compreso INTERNET o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari (comma 1);*
- *Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di cui al comma 1 chiunque pone in essere: a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale; c) operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente; d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari (comma 3).*

Ad integrazione delle considerazioni già svolte nell'ordinanza con cui è stata rigettata l'eccezione di difetto di giurisdizione dello Stato italiano a conoscere dell'illecito amministrativo, sollevata dai difensori di S&P, va ribadito che la linea di demarcazione tra il

reato e l'omologo illecito amministrativo è stata tracciata dalla Suprema Corte, sin dal 2006, che ha chiarito che "il reato di manipolazione del mercato, previsto dall'art. 185 d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58, così come mod. dalla L 18 aprile 2005, n. 62, si caratterizza, differenziandosi dall'omologo illecito amministrativo di cui all'art. 187 *ter* d.lgs cit, anch'esso denominato di manipolazione del mercato, per la presenza di condotte qualificabili "*lato sensu*", come truffaldine o artificiose, idonee a concretizzare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. Le fattispecie in questione, previste dagli artt 185 e 187 *ter*, entrambe riferite a casi di manipolazione del mercato, presentano alcuni elementi differenziali che agevolano la risoluzione dei problemi applicativi. In particolare, tra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste in essere sul mercato, presente solo nella disposizione penale. Il d.lgs cit. art. 185, infatti, punisce chiunque ponga in essere operazioni simulate o altri artifici che siano concretamente idonei a provocare una "sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, mentre nella previsione di cui al D.lgs cit, art. 187 *ter* manca ogni riferimento a tale dato quantitativo e alla stessa idoneità della condotta.

Ne consegue che, in tutti i casi in cui ricorre, nella fattispecie concreta, una condotta "oggettivamente" artificiosa e idonea a determinare una elevata modificazione dei prezzi, viene meno la possibilità sia di ravvisare l'illecito amministrativo ex art. 187 *ter* cit., che non è riferibile a condotte qualificabili "*lato sensu*" come "artificiose", in quanto realizza una tutela anticipata, attraverso la minaccia di sanzioni amministrative che colpiscono singole condotte astrattamente in grado di produrre un "disturbo" dei mercati finanziari" (Cass. sez. 6 n. 15199 del 2006, RV 234508).

5.c La natura del reato.

Passando all'esame della natura del reato è pacifico che l'aggiotaggio si configura come reato di pericolo concreto (Cass. sez. 5, n. 28932 del 4.5.2011, Tanzi, Rv. 253754) - in cui l'evento non è di tipo naturalistico, ma giuridico - la cui consumazione non richiede la verifica dell'effettiva sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, ma esclusivamente la idoneità della condotta a produrre tale effetto, la cui definizione normativa costituisce un *concetto elastico*, commisurabile alla particolare condizione del caso ed alla natura dello strumento su cui l'operatore va ad incidere con la sua condotta (Cass. sez. 5, n. 4619 del 27.9.2013, P.M. e P.O. in proc. Compton e altri, Rv. 258708; cfr. anche Cass. sez. 5, n. 25450

del 3.4.2014, P.M. in proc. Ligresti e altri, Rv. 260751; Cass. sez. 5, n. 28932 del 4.5. 2011, Tanzi e altri, Rv. 253754).

La natura di pericolo concreto del reato di manipolazione di mercato, previsto dall'art. 185 del D.lgs del 24 febbraio 1998 n. 58, dunque, è acquisita nella giurisprudenza della Suprema Corte, che ne ha evidenziato la natura di reato di mera condotta per la cui integrazione è sufficiente che siano posti in essere i comportamenti diretti a cagionare una "sensibile alterazione" del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi di tale evento (Cass. sez. 5 n. 28932 del 4.5.2011, Tanzi Rv. 253754; Cass. sez. 5 n. 25450 del 3.4.2014, Rv. 260751).

E' stato sottolineato, inoltre, che la natura concreta del pericolo esige, perché il reato si perfezioni, la manifestazione fenomenica dell'idoneità dell'azione a provocare quella sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari che realizza il contenuto offensivo tipico della fattispecie, consistente nella messa in pericolo dell'interesse protetto rappresentato dal corretto ed efficiente andamento del mercato degli strumenti finanziari e delle operazioni che in esso si svolgono, al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle relative transazioni rifletta il suo valore reale ed effettivo e non venga influenzato da atti o fatti artificiosi e fraudolenti (Cass. sez. 2 n. 12989 del 28.11.2012, Consorte, in motivazione).

La condotta dell'agente deve essere in grado di esplicitare concretamente la propria capacità decettiva e manipolativa - ovvero a determinare la "sensibile alterazione" richiesta per la perfezione dell'elemento costitutivo del reato di cui all'art. 185 d.lgs n. 58 del 1998 - che è sufficiente ad integrare il reato, e che deve essere accertata secondo il criterio della prognosi postuma, solo quando si manifesta sul mercato (Cass. sez. 1, sentenza n. 45347 del 6.5.2015, Rv. 265397; Cass. sez. 5, sentenza n. 25450 del 3.4.2014, Rv. 260751).

Ne consegue che la eventuale verifica dell'evento pericoloso (sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari) può esclusivamente rilevare quale elemento sintomatico della concreta idoneità *ex ante* della condotta, nonché quale circostanza aggravante del reato.

Il reato può sussistere anche senza che la variazione di prezzo si sia concretamente realizzata, in quanto la norma penale tutela anticipatamente l'interesse dell'ordinamento alla corretta formazione del prezzo dello strumento finanziario.

In definitiva, nel reato di aggio, così come in tutti i reati di pericolo concreto ad evento astratto, l'elemento costitutivo del reato è rappresentato dalla condotta e dalla sua idoneità a produrre determinati effetti, indipendentemente dal fatto che questi si siano o meno verificati. In nessun caso è sufficiente l'analisi degli effetti prodotti, i quali, se da un lato sono idonei ad

alleggerire (ma non ad eliminare) per l'accusa la prova della idoneità della condotta, dall'altro non sono necessariamente correlati al presumibile (*ex ante*) sviluppo della stessa. Si vuole dire, cioè, che vi può essere sussistenza del reato anche se nessuna alterazione si sia prodotta nel mercato (Cass. sez. 2, n. 12989 del 28.11.2012, Consorte, Rv. 255525), qualora la condotta fosse idonea a produrla (ed essa non si sia verificata, ad esempio, per la presenza di un fattore concomitante ed imprevedibile, non conosciuto dall'agente, che ne ha neutralizzato la portata); analogamente, il reato può ipoteticamente ritenersi non integrato qualora la condotta dovesse ritenersi *ex ante* non idonea e vi siano state tuttavia alterazioni sensibili nel prezzo degli strumenti finanziari (anche se si tratta di ipotesi scolastica, di difficile riscontro nella realtà).

5.d La nozione di alterazione.

Come è pacifico è estranea alla verifica dell'alterazione il raffronto tra il prezzo antecedente e quello successivo alla condotta manipolativa.

L'alterazione presa in esame dalla norma incriminatrice di cui all'art. 185 TUF, infatti, è quella che risulta dal raffronto tra il corretto valore di mercato (cioè quello che si sarebbe determinato in un regime di normale contrattazione senza la presenza di condotte artificiali) ed i valori raggiunti dal titolo o, meglio, gli effetti potenzialmente modificativi del valore dello strumento finanziario prevedibili *ex ante* in conseguenza della condotta tenuta dall'operatore.

E' errato, quindi, porre a raffronto il valore effettivo nei titoli in due momenti storici, dovendosi più correttamente tener conto dei valori che si sarebbero realizzati in mancanza della condotta manipolativa e poi confrontarli, con una valutazione *ex ante* di prognosi postuma, con i prevedibili effetti della condotta artificiosa, accertandone la idoneità a produrre determinate conseguenze.

5.e I parametri per valutare la "sensibile" alterazione.

La scelta di applicazione di un parametro rigido per la valutazione della sensibilità dell'alterazione, sul presupposto che sarebbe stato utilizzato in precedenza con riferimento al mercato di borsa, completamente diverso da quello oggi in esame, non appare condivisibile.

Ebbene, questo Collegio ritiene, secondo il condivisibile indirizzo interpretativo già espresso dalla Suprema Corte, che in mancanza di espressa previsione, deve escludersi che l'aggettivo "sensibile" possa richiamare un valore fisso, valido per tutti i casi e ritenere, invece, che esso esprima un concetto elastico, commisurabile alla particolare condizione del caso ed alla natura dello strumento su cui l'operatore va ad incidere con la sua condotta.

Va rilevato, inoltre, che vi può essere alterazione anche senza variazione alcuna del prezzo, purché vi sia un divario (sotto il profilo del pericolo, trattandosi di tutela anticipata) tra il valore che il titolo avrebbe avuto senza la manipolazione e quello (potenzialmente) conseguente alla manipolazione stessa; né nella verifica di "sensibilità" dell'alterazione il paragone deve essere riferito ai soli accadimenti interni al mercato, senza valutare la rilevanza degli effetti con riferimento a circostanze di qualsiasi natura, che abbiano in passato prodotto i propri effetti "distorsivi" sul mercato; né possono essere utilizzati parametri identici per il mercato dei titoli di stato - caratterizzato da forti quantitativi e da grande stabilità - e per il mercato azionario.

In estrema sintesi, il reato di manipolazione del mercato (cosiddetto aggio finanziario), disciplinato dall'art. 185 del TUF, ha quale obiettivo quello di tutelare l'integrità del mercato finanziario e conseguentemente gli investitori dal c.d. *market abuse*, ovvero quelle condotte manipolative in grado di alterare la regolare formazione del prezzo degli strumenti finanziari, così da garantire al mercato la trasparenza ed efficienza indispensabile per il suo corretto funzionamento.

La norma indicata punisce chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici, qualora siano concretamente idonee a provocare una "sensibile" alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

L'alterazione tutelata dalla norma penale è quella che risulta dal raffronto tra il corretto valore di mercato, cioè quello che si sarebbe determinato in un regime di normale contrattazione senza la presenza di condotte artificiose, ed i valori raggiunti dal titolo o, meglio, gli effetti potenzialmente modificativi del valore dello strumento finanziario prevedibili *ex ante*, in conseguenza della condotta tenuta dall'operatore.

In nessun caso è sufficiente l'analisi degli effetti prodotti, i quali, se da un lato sono idonei ad alleggerire (ma non ad eliminare) per l'accusa la prova della idoneità della condotta, dall'altro non sono necessariamente correlati al presumibile (*ex ante*) sviluppo della stessa.

5.f La nozione di "altri artifici".

Va ribadito, inoltre, che la Suprema Corte ha già affermato il condivisibile principio secondo cui *"in tema di manipolazione del mercato, un mezzo in sé non illecito può integrare la nozione di "altri artifici" idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari qualora sia obiettivamente artificioso, ossia posto in essere con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, di tempo e di luogo, da alterare il normale gioco della*

domanda e dell'offerta, non essendo sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato" (Cass. sez. 6, n. 2063 del 2008, RV 242356).

La condotta tipica del reato in esame deve essere oggettivamente artificiosa e il suo carattere artificioso non può essere desunto dal mero dato soggettivo del fine di alterazione delle valutazioni di mercato perseguito dall'agente, occorrendo una condotta realizzata con modalità di azione, di tempo e di luogo tali da incidere sul normale andamento della domanda e dell'offerta dei titoli⁴¹.

In realtà, l'artificiosità della condotta è un connotato "oggettivo" di essa, che deve prescindere, evidentemente, dall'intenzione del soggetto: il reato in esame è a *dolo generico*, mentre connotare l'artificio con i caratteri dell'intenzionalità dell'agente verrebbe impropriamente a valorizzare oltre misura le effettive finalità perseguite dal soggetto che compie l'azione.

All'elemento soggettivo può senz'altro attribuirsi il compito di illuminare il significato della condotta, ma altro è conferire esclusivo o primario rilievo all'intenzione dell'agente.

Del resto, come osservato in dottrina, la definizione in termini soggettivi degli "artifici" determinerebbe una chiara asimmetria tra le diverse modalità manipolative del mercato. I delitti di aggio su strumenti finanziari (D.lgs n. 58 del 1998, art. 181, vigente sino al 2002) e di manipolazione di mercato (art. 185 D.lgs cit., modificato dalla L. n. 62 del 2005) consistono nella divulgazione di notizie false e/o nell'effettuazione di operazioni simulate e/o, infine, nei c.d. "altri artifici", condotte tutte che siano concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari.

Ora, l'*aggio informativo* rimane ancorato ad un elemento (divulgazione di notizie false) obiettivo e documentato; l'*aggio simulativo* pure si esprime in una condotta di per sé definita in una rappresentazione difforme dalla realtà; mentre quello "*altrimenti artificioso*" presenterebbe una condotta obiettivamente inespressiva di significato, rimessa all'accertamento e alla valutazione dell'elemento soggettivo.

È vero che la dizione "*altri artifici*" perviene dall'art. 501 c.p., sull'aggio comune, che l'ha introdotta in sostituzione della locuzione "*mezzi fraudolenti*", impiegata dal corrispondente art. 293 del codice del 1889, al fine di "allargare" il campo dell'incriminazione.

⁴¹ Cass. sez. 5, sentenza n. 4324 dell'8.11.2012, Dall'Aglio e altro, Rv. 254324, che ha ribadito che "*in tema di aggio commesso mediante "altri artifici", la tipicità della condotta non può essere desunta dal mero fine di alterazione del mercato perseguito dal suo autore, essendo invece necessario che la stessa risulti oggettivamente artificiosa, venendo realizzata con modalità di azione, di tempo e di luogo di per sé tali da poter incidere sul normale andamento del corso dei titoli"*. In senso conforme: Cass. pen. n. 40393 del 2012, Cass. pen. n. 28392 del 2011.

Invero, dal testo della Relazione ministeriale non si ricava affatto la conclusione che nell'aggiotaggio anche "il mezzo di per sé non illecito diventa artificioso se usato per cagionare l'aumento o la diminuzione dei prezzi".

Come risulta a foglio 285 della Relazione, infatti, non trovò integrale accoglimento il suggerimento di stabilire che ogni attività, ancorché conforme all'ordinamento giuridico, fosse da considerare fraudolenta se diretta al fine di alterare la normalità delle contrattazioni nei pubblici mercati, perché ciò avrebbe condotto a stabilire una manifesta e ingiustificata contraddizione al principio fondamentale, per cui ogni esercizio di attività considerata legittima dall'ordinamento giuridico non costituisce reato, *ancorché possa cagionare danno ad altri*.

Ciò nondimeno in quella sede si ritenne troppo restrittiva la formula "mezzi fraudolenti" - che può essere riferita a mezzi obiettivamente e intrinsecamente illeciti - optando per l'espressione "artifici", che ha contenuto sicuramente assai più ampio e può riferirsi anche alle forme di attività lecite, *"posta, nondimeno, in essere artificialmente, avuto riguardo alle modalità con cui è realizzata"*.

Dal testo della Relazione - come è evidente - si ricava con chiarezza che per qualificare come artificioso un mezzo, in sé non illecito, non è sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato, occorrendo che sia anche obiettivamente artificioso, cioè posto in essere artificialmente con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, tempo e luogo, da alterare il giuoco normale tra domanda e offerta.

In definitiva, alla nozione "altri artifici" di cui si discute, deve essere attribuita connotazione di artificiosità, la cui individuazione spetta al giudice secondo gli indici di manipolazione elaborati nella interpretazione giurisprudenziale (Cass. sez. 5, sentenza n. 2063 del 2.10.2008, Rv. 242356, in motivazione).

5.g L'elemento soggettivo del reato di manipolazione di mercato.

La norma in esame si limita a prevedere il *dolo generico*, non rilevando il perseguimento di finalità particolari per l'integrazione del reato; è sufficiente, dunque, la coscienza e volontà di diffondere notizie false oppure porre in essere operazioni simulate o altri artifici, unitamente alla consapevolezza dell'idoneità di tali condotte a cagionare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari, come verrà ulteriormente specificato nel seguito della motivazione.

L'aggiotaggio non conosce la forma colposa.

6. L'attività investigativa svolta e la testimonianza del Colonnello D'Elia.

All'udienza del 29.4.2015 è stata acquisita la testimonianza del Colonnello Adriano D'Elia, all'epoca dei fatti Comandante del Nucleo di Polizia Tributaria della Guardia di Finanza di Bari, che aveva coordinato le indagini delegate, nell'ambito del procedimento in oggetto, svolte tra il mese di maggio 2011 e il mese di giugno 2012⁴².

Il teste, nel corso della sua deposizione, ha riferito in ordine all'attività investigativa svolta su delega del P.M., in cui i militari operanti avevano proceduto all'acquisizione di copiosa documentazione, ed in particolare:

- dei report, commenti e azioni di rating di S&P indicati nell'imputazione (documenti acquisiti all'incarto dibattimentale nei testi in lingua madre inglese con corrispondenti traduzioni in italiano operate dalla stessa agenzia S&P, o dagli interpreti nominati da P.M. e difensori);
- del comunicato stampa intitolato "Tesoro: l'Italia rispetterà gli impegni presi" n. 72 del 21 maggio 2011 (indicato 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;
- dei dati menzionati nel predetto comunicato del Tesoro n. 72 del 21.5.2011 e forniti al P.M. dal Ministero dell'Economia con Nota del 7.11.2011 (dati ed analisi elaborati dall'O.C.S.E., dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Commissione Europea);
- del comunicato stampa del Governo Italiano n. 5 del 4 dicembre 2011;
- dei dati relativi all'andamento delle aste dei titoli del debito pubblico italiano e degli spread BTP-Bund, in prossimità temporale delle date dei report censurati (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);

⁴² In particolare nella prima informativa, del 22 luglio 2011, erano state condensate le indagini relative ai fatti occorsi il 20 maggio 2011 - in cui era stato divulgato il report del "taglio" dell'Outlook del debito sovrano dell'Italia da stabile a negativo - e il successivo 1 luglio 2011, in cui S&P aveva divulgato la nota ("*Despite Announced Austerity Measures, Italy Still Faces Substantial Risks to Debt Reduction*") con valutazioni negative sulla manovra finanziaria ancor prima che il testo della stessa fosse reso ufficiale e pubblicato in Gazzetta Ufficiale.

Con l'annotazione del 28.10.2016 era stata evasa l'attività delegata in data 3.10.2011 e quindi con l'annotazione del 16.1.2012 erano state sintetizzate e risultanze delle indagini in ordine ai fatti occorsi il 5 dicembre 2011 - in cui era intervenuto il "credit watch negativo" sull'Italia - e il 13 gennaio 2012 in cui era stato il declassamento (di due "notch": da "A" a "BBB+") del debito sovrano della Repubblica Italiana, confermando l'Outlook negativo, con allegazione della rassegna stampa dal 13 al 15 gennaio a seguito del doppio declassamento.

Con l'annotazione del 19 gennaio 2012, infine, erano stati trasmessi al P.M. gli atti relativi all'attività di perquisizione svolta il 19 gennaio 2012, presso la sede di Milano di Standard&Poor's.

All'informativa, oltre al verbale di perquisizione e sequestro, era stato allegato un supporto informatico (pen drive) contenente alcune mail rilevate presso i computer di alcuni dipendenti Standard&Poor's, come indicato nello stesso verbale, nonché la documentazione consegnata spontaneamente dalla dott. Pierdicchi, costituita da n. 5 allegati.

- dei verbali delle riunioni del Comitato per la salvaguardia della Stabilità finanziaria;
- dei documenti rinvenuti e sottoposti a sequestro all'esito della perquisizione svolta presso la sede di Milano di S&P (*pen drive* contenente alcune *mail* estratte dai computer di alcuni dipendenti Standard&Poor's; verbale di perquisizione e sequestro, con allegati i documenti che la *general manager* della società Maria Pierdicchi ha consegnato spontaneamente ai militari operanti, fogli 733-738 del fascicolo del P.M.);
- della documentazione trasmessa nel corso delle indagini dalla CONSOB al P.M. *ex art. 187 decies* del d.lgs n. 58 del 1998 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 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.")";
- della 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, la cui rilevanza probatoria verrà esaminata a parte;
- di numerosi articoli di stampa⁴³, che attestano l'eco mediatico delle divulgazioni dei report, dei commenti e delle azioni di rating inerenti l'Italia e riportano le dichiarazioni, i commenti e

⁴³ Gli articoli di stampa risultano prodotti in parte all'udienza del 24/9/2015, risultando la produzione documentale integrata 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"; Libero: "I sindacati stanno con Tremonti. Agenzie di rating screditate". 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:

le reazioni di esponenti autorevoli del mondo accademico, politico ed economico alle valutazioni di S&P in ordine all'affidabilità creditizia della Repubblica italiana per i fatti di cui all'imputazione⁴⁴.

Nel corso della sua testimonianza, inoltre, il colonnello D'Elia ha riferito sulle altre attività di indagine svolte e segnatamente sulle attività di:

- perquisizione e sequestro presso la sede Milanese di S&P nell'agosto 2011 e nel gennaio 2012;
- intercettazione telefonica delle utenze in uso alla *general manager* di S&P's per l'Italia dott. Maria Pierdicchi;
- acquisizione delle sommarie informazioni della dott. Pierdicchi;
- acquisizione delle sommarie informazioni di alcuni tra gli autorevoli personaggi le cui dichiarazioni e commenti alle valutazioni negative di S&P's sull'affidabilità creditizia della Repubblica Italiana - oggetto di contestazione - erano stati riportati da articoli di stampa e ripresi da varie testate giornalistiche; trattasi in particolare delle informazioni rese: a) da Giulio Tremonti, all'epoca dei fatti Ministro dell'Economia; b) dal Mario Draghi, all'epoca dei fatti Governatore della Banca d'Italia; c) da Maria Cannata, all'epoca dei fatti dirigente generale del debito pubblico presso il Dipartimento del Tesoro; d) da Pier Carlo Padoan, attuale Ministro dell'economia; e) da Giuseppe Vegas, presidente della CONSOB; f) da Neomisio Susi, funzionario dell'ufficio Divisione Mercati della CONSOB; g) da Romano Prodi, ex Presidente del Consiglio; h) da Mario Monti, ex Presidente del Consiglio; i) da Marco Galluzzo, giornalista del Corriere della Sera.

Il teste ha precisato, inoltre, che a seguito della ulteriore delega del P.M. in data 23.1.2011, aveva effettuato approfondimenti investigativi in ordine alla tempistica della comunicazione del declassamento del 13 gennaio 2012 da parte di Standard&Poor's, diretti ad accertare e ricostruire, nel rigoroso ordine cronologico la tempistica ufficiale della comunicazione del declassamento da parte della predetta agenzia, ed in particolare: a) quando l'agenzia aveva comunicato di rendere pubblico il proprio giudizio; b) quando l'agenzia aveva effettivamente reso pubblico il giudizio, comunicandolo ufficialmente; c) se e quando ne avesse preavvertito

"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: "Fiat sospeso sui mercati dopo Standard&Poor's. BCE pronta a comprare altri Bund"; Milano Finanza, 13.1.2012: "Standard&Poor's riarna 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).

⁴⁴ Cfr. testimonianza del Colonnello Adriano D'Elia, ai fogli 16-28 del verbale trascrittivo dell'udienza del 25.9.2015.

la Repubblica italiana; d) l'autore materiale della comunicazione per conto di Standard&Poor's; e) il soggetto che l'aveva ricevuta; f) tempi e modalità della comunicazione.

All'esito erano stati forniti i nominativi per effettuare gli accertamenti con tabulati.

L'intera attività investigativa svolta era stata riepilogata nella informativa finale del 18.5.2012.

In sede di controesame, ha indicato i criteri utilizzati per selezionare le *mail* tradotte dall'interprete dott. Simian, con il cui ausilio le predette *mail* erano state selezionate, utilizzando alcune parole chiave fornite allo stesso interprete.

Con particolare riferimento alle *mail* intercorse tra Renato Panichi e l'imputata Eileen Zhang, il teste ha riferito:

Omissis.

AVVOCATO GOLINO - Allora, le posso leggere la versione inglese, ma le leggo la traduzione italiana allegata all'annotazione di Polizia Giudiziaria, che dice... lei ha riferito che Panichi scrive ad Eileen Zhang, ed Eileen Zhang dice a Panichi: "*Ne abbiamo parlato di questo e ho chiesto i numeri di telefono*". Attenzione, questa è la mail riportata nel capo di imputazione, dove c'è un disaccordo tra Panichi e la Zhang sul comunicato-stampa del downgrade. La catena di mail si chiude con questo, Eileen Zhang dice: "*Ne abbiamo parlato di questo e ho chiesto i numeri di telefono*". Voi avete accertato di che numeri di telefono si tratta, a chi appartengono?

DICH D'ELIA - No.

AVVOCATO GOLINO - Non lo avete accertato, però questa è la mail di maggiore interesse per l'indagine. Si conclude con questa mail.

DICH D'ELIA - A mio avviso questa non aveva nessun...

AVVOCATO GOLINO - Non aveva nessuna rilevanza.

DICH D'ELIA - Per quanto mi riguarda, no.

AVVOCATO GOLINO - Benissimo. Adesso le vorrei mostrare, invece, la traduzione fatta dal perito nominato dal Tribunale. Presidente, attenzione perché è un passaggio delicato.

PRESIDENTE - Ho la mail, Avvocato.

AVVOCATO GOLINO - La traduzione del perito del Tribunale non è: "*Ne abbiamo parlato e ti ho chiesto il numero di telefono*", ma è: "*Ne abbiamo discusso telefonicamente e ti ho chiesto i numeri*". Quindi immagino che a questo punto, essendo stata travisata la mail, lei non ha fatto nessun accertamento su che numeri si sono scambiati Zhang e...

PRESIDENTE - "Travisata"? quella è una sua conclusione, Avvocato.

AVVOCATO GOLINO - Per me fa fede quella perito del Tribunale.

PRESIDENTE - E va bene, ma "travisata"?

AVVOCATO GOLINO - Non è una mia valutazione. A parte che mi sembra: "*I ask you the numbers on the phone*"; (...) immagino che il significato sia chiaro a tutti.

PRESIDENTE - Va bene.

AVVOCATO GOLINO - Quindi questo volevo dire, che lei essendo stato...

DICH D'ELIA – No, questa, ripeto, l'unico accertamento successivo che abbiamo fatto su queste mail, è stato il riscontro se queste frasi hanno trovato, diciamo, evidenza nel report che è stato poi successivamente riportato. Il riscontro che è emerso è che nel dato inviato alla dottoressa Cannata e successivamente anche a Consob, riportava quelle frasi virgolettate dallo stesso Panichi, che Panichi contestava. Nel comunicato stampa...

AVVOCATO GOLINO - Scusi, la bozza riportava delle frasi virgolettate dove? Me lo fa vedere? Perché non mi risulta.

DICH D'ELIA – Cioè, il Panichi, quando fa riferimento nella mail... nella quarta mail dell'annotazione.

AVVOCATO GOLINO - La penultima.

DICH D'ELIA – La penultima, dice: "Eileen...".

AVVOCATO GOLINO - La penultima della selezione della signora Simian.

DICH D'ELIA – Della selezione, diciamo, della nostra annotazione, delle famose cinque.

AVVOCATO GOLINO - Sì.

DICH D'ELIA – "Eileen, non mi ha letto questa frase ieri, non è giusto che tu dica che c'è un alto livello di vulnerabilità e rischio di finanziamento". Prima di questa frase, ce n'è un'altra dove dice "Ho aperto l'RU dell'Italia e vedo una frase proprio all'inizio, dove menzionate: "La vulnerabilità è crescente" e lo mette tra virgolette nella mail. Questa frase è riportata identica nel report, del downgrade, inviato sia al Ministero del Tesoro e sia successivamente a Consob.

AVVOCATO GOLINO - Sì, e invece la versione finale?

DICH D'ELIA – Così come è riportato anche nella versione tradotta in lingua italiana del comunicato stampa diramato da Standard & Poor's, che la dottoressa Pierdicchi ci ha consegnato in un momento successivo all'atto della prima perquisizione.

AVVOCATO GOLINO - Bene, quindi?

DICH D'ELIA – Nella versione ufficiale invece apparsa qualche giorno dopo sul sito, questa frase è stata corretta.

AVVOCATO GOLINO - Benissimo.

DICH D'ELIA – Questo mi sa che è l'unico riscontro che noi abbiamo fatto.

AVVOCATO GOLINO - Questo è l'unico riscontro, quindi lei non sa né se queste cinque mail sono tutta la conversazione o se ce ne sono altre cinque o dieci che completano la conversazione tra Zhang e Panichi. Non lo sa.

DICH D'ELIA – Non so, non ho rilevato, cioè...

AVVOCATO GOLINO - Non sa dirmi di che numeri parla Eileen Zhang quando dice: "Ti ho chiesto telefonicamente i numeri", e quindi non sa dirmi perché hanno concordato di modificare parzialmente il comunicato.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, mi oppongo, nessuno ha detto che hanno concordato di modificare il comunicato. Questa cosa la dice rispettosamente Golino, con tutto il rispetto per la sua opinione, non c'è nessuna...

AVVOCATO GOLINO - D'accordo, perfetto, a me interessava sapere che non sa se questa è una conversazione completa, se ce ne sono altre mail rilevanti rispetto a questa conversazione e se sa di che numeri stessero parlando.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi non è stato concordato niente, secondo quelle che sono le evidenze delle mail di cui stiamo discutendo.

AVVOCATO GOLINO - No, scusi Presidente, ancora una volta.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, non deve entrare qualcosa che non corrisponde a verità nel procedimento. Se ha una evidenza, lo dica e la produca.

AVVOCATO GOLINO - La produrrò a tempo debito.

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo, quindi in questo momento non si discute che il tenore testuale era quello descritto dal Colonnello.

PRESIDENTE – Il Colonnello quello ha trovato.

AVVOCATO GOLINO - Scusi, a tempo debito produrremo in senso informale, perché è tutto nel fascicolo del Pubblico Ministero, le email successive che completano questa conversazione e che non sono state selezionate dalla signora Simian.

Omissis;

AVVOCATO GOLINO - Quindi le produrremo a tempo debito.

PRESIDENTE – Potreste produrle anche adesso e ci mettete...

AVVOCATO GOLINO - Le produrremo a tempo debito.

AVVOCATO GOLINO - Mi premeva accertare se il Colonnello avesse personalmente, o qualcuno del suo reparto, selezionato le mail rilevanti per le indagini o se possono essercene altre (fogli 65-69 del verbale trascrittivo dell'udienza del 24.9.2015).

Nel corso del controesame dell'avvocato Golino, il teste ha confermato di avere acquisito da Consob – che ne aveva fatto richiesta all'Autorità di Vigilanza britannica - tutti i nomi dei membri del Comitato che ha deliberato sul *downgrade* del 13 gennaio⁴⁵. Il teste ha confermato, altresì, che nel corso delle indagini non erano state acquisite le sommarie informazioni di alcuno dei membri del Comitato, né erano stati svolti accertamenti sul loro profilo professionale e accademico, né, infine, era stato escusso il Panichi sullo scambio di *mail*.

Neppure si erano avvalsi della collaborazione di un consulente per lo studio delle metodologie di *rating* di S&P e dei criteri qualitativi e quantitativi, utilizzati per le valutazioni di *rating*.

Nel corso del controesame dell'avv. Francesco Isolabella il teste ha confermato che la telefonata tra la *general manager* Maria Pierdicchi e il presidente di S&P Deven Sharma era intercorsa il 3 agosto 2011 in concomitanza con l'acquisizione presso la sede di Milano del carteggio relativo alla richiesta di registrazione della società e che tempo dopo l'imputato era cessato dalla carica di presidente mondiale di S&P.

⁴⁵ Allegato 4 alla risposta dell'Autorità britannica alla Consob, consegnata da Consob, da cui risulta ci sono trentadue membri, di cui sette votanti.

7. Le risultanze delle conversazioni intercettate e il contenuto delle mail oggetto di sequestro, tradotte dall'interprete.

Come già evidenziato, all'udienza del 13 maggio 2015 il Tribunale ha conferito l'incarico ai periti Domenico Salinari e Malgorzata Turowska per procedere alla trascrizione delle conversazioni telefoniche di cui al RIT 398 del 2011 (utenza monitorata n. 335/5690289), con trascrizione in lingua inglese e successiva traduzione effettuata dalla dott. Turowska delle conversazioni in lingua inglese, di cui ai progressivi n. 835, 960, 963, 1022, 1085, 1126 e 1178.

Ai periti è stato, inoltre, conferito l'incarico di procedere alla traduzione dalla lingua inglese alla lingua italiana delle e-mail n. 22, 19, 18, 17, 16, 5 e 28, fascicolate nella relazione scritta - depositata in Cancelleria in data 7.8.2015, acquisita al fascicolo del dibattimento al pari delle relazione di trascrizione delle conversazioni intercettate (in lingua italiana e in lingua inglese), all'udienza del 24.9.2015, in cui le parti concordemente hanno rinunciato all'esame dei periti - non secondo il numero di progressivo, ma in ordine cronologico.

7.a Le conversazioni intercettate.

Le conversazioni di cui al RIT 398/11 sono state tutte intercettate sull'utenza n. 335/5690289, intestata e in uso alla *general manager* Maria Pierdicchi, tra l'1 e il 6 agosto:

- progressivo n. 835 del 1° agosto 2011 - ore 18:02,56;
- progressivo n. 931 del 3 agosto 2011 - ore 09:25,26;
- progressivo n. 960 del 3 agosto 2011 - ore 10:17,54;
- progressivo n. 963 del 3 agosto 2011 - ore 11:02,36;
- progressivo n. 1014 del 3 agosto 2011 - ore 17:14,38;
- progressivo n. 1085 del 4 agosto 2011 - ore 19:00,46;
- progressivo n. 1086 del 4 agosto 2011 - ore 19:08,43;
- progressivo n. 1126 del 5 agosto 2011 - ore 13:20,53;
- progressivo n. 1149 del 5 agosto 2011 - ore 14:29,18;
- progressivo n. 1178 del 6 agosto 2011 - ore 11:29,38.

1. Progressivo n. 835.

Nel corso della conversazione di cui al progressivo n. 835, in uscita dall'utenza monitorata, intercorsa tra la *general manager* Maria Pierdicchi e Christopher Lake, *Standard & Poor's Senior European Regulatory Counsel* (n. 442071763176) i due interlocutori commentano la richiesta formulata dall'Esma di conoscere la metodologia e

i dati utilizzati per verificare il rispetto delle *policy* nei *rating* degli Stati sovrani, Italia, Grecia e verosimilmente anche altri paesi dell'Eurozona, nonché l'attività investigativa in corso da parte della Procura di Trani, ipotizzando gli sviluppi successivi. La donna si mostra preoccupata anche per eventuali ulteriori richieste che potranno pervenire dall'Ufficio di Procura e avverte l'interlocutore di informare i "capi", "*perché tutto quello che fanno deve essere come da manuale... non può esserci nulla ... di diverso rispetto a come dovrebbe essere*":

Omissis;

MARIA: *Bene, bene. Ho visto questo messaggio da parte dell'ESMA 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'ESMA 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: *Eeeh!*

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:** *Si. 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 FSA, 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 abbiano tutto. Non c'è nient'altro che possiamo dire.*
- MARIA:** No, no, no.
- CHRISTOPHER:** Questo è quanto. Meglio di così non possiamo fare.

Omissis;

2. Progressivo n. 931.

Nel corso della conversazione indicata, in entrata dalla utenza n. 335/7784621 - intercorsa tra la Pierdicchi e Paola Valentini - *responsabile del Settore comunicazione e Marketing di S&P's Italia* - la Valentini informa la Pierdicchi che la sera precedente si trovava con Renato (Panichi, *Director del settore Financial Institutions per S&P*), che aveva ricevuto alcune mail da parte di David Harrison (*Primary Credit Analyst della sede di Londra*) o da parte di Frank (Gill, *Senior Director of European Sovereign Ratings*), da cui risultava 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 della decisione (di spostare il Comitato) a Frank (Gill) esclama: "Bravo Frank! Bravo Frank! Giusto!", così rimarcando che proprio Gill aveva scelto selezionare la tempistica (il *timing*) delle decisioni del Comitato sulla base della "evoluzione a livello politico", condotta vietata dal Regolamento n. 1060 del 2009.

La conversazione prosegue sul contenuto della imminente conferenza stampa e sulle giustificazioni da fornire ai giornalisti della necessità dell'analisi prima della manovra:

omissis;

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 l... 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.

Omissis.

3. Progressivo n. 960.

La conversazione indicata è intercorsa tra la Pierdicchi e Christopher Lake.

La donna avverte l'interlocutore che si è precipitata in Ufficio per essere presente, unitamente al difensore di S&P, alle operazioni di perquisizione della Polizia tributaria di Bari:

Omissis:

MARIA: *Buongiorno. C'è qui la Finanza da Trani. Sto entrando in ufficio proprio adesso. Loro... ah, sì, l'avvocato è già qui. Dicono che vogliono... non lo so, perché stanno ancora... vogliono parlare con me. Dicono che ci sono delle notifiche per noi. E una credo riguardi anche la registrazione.*

CHRISTOPHER: Davvero?

MARIA: *Sì. Ma questo è quello che ha capito Claire. Sto entrando adesso in ufficio perché ero a casa e dovevo... venire in ufficio più tardi e adesso mi sto appunto precipitando qui. Ho lasciato un messaggio a James.*

CHRISTOPHER: *Sono arrivati in ufficio, vero?*

MARIA: *Sì, sì, sono qui. Sono qui.*

CHRISTOPHER: *Da Trani?*

MARIA: *Li incontrerò fra un momento.*

CHRISTOPHER: *Da Trani?*

MARIA: *Da Trani. Ma hanno una notifica, il che vuol dire che c'è qualcosa di ufficiale. Non so di che cosa si tratti. Volevo soltanto avvisarti perché hanno chiesto... vogliono della documentazione. Credo che vogliano la pratica della registrazione. Beh, così credo, non lo so. Perché...*

CHRISTOPHER: *La pratica?*

MARIA: *Sì, hanno chiesto una cosa che secondo me è la registrazione, ma non ho ancora parlato con loro. Hanno solo chiesto a Carine. Volevo soltanto avvisarti, perché noi non abbiamo questa documentazione. Okay?*

CHRISTOPHER: *Okay, possiamo... possiamo mandarla, se serve. Hai informato James...?*

MARIA: *Sì, voglio dire... Credo che abbiamo la notifica ufficiale, giusto. Voglio dire... non credo che possiamo... sì... okay... a ogni modo volevo soltanto avvisarti perché non sono riuscita a trovare James. Gli ho lasciato un messaggio. Antonio Golino è già qui e sto per incontrarli adesso. Okay? Ma per favore...*

CHRISTOPHER: *Va bene. Parlerò anch'io con James.*

MARIA: *Si... cerca di essere reperibile, perché avrò bisogno di parlare spesso con te e con James.
Okay?*

CHRISTOPHER: Okay, va bene.

Omissis.

4. Progressivo n. 963

La predetta conversazione è intercorsa tra la Pierdicchi e tale "Gerben".

Nel corso della conversazione la donna chiede all'interlocutore se all'Ufficio di Milano fosse stata inviata copia della documentazione cartacea, con tutti gli allegati, trasmessa alla CONSOB per la procedura di registrazione.

5. Progressivo n. 1014

La conversazione indicata è intercorsa tra la Pierdicchi e la Valentini, che informa la *general manager*, secondo notizie stampa, che il giorno dopo il Procuratore di Trani in una conferenza avrebbe fornito informazioni in merito alle indagini su *Moody's* e *Standard & Poor's*.

La Pierdicchi riferisce alla Valentini di aver inviato un *sms* a Plateroti (giornalista del Sole 24 ore) e di essersi giustificata di non aver partecipato all'intervista.

Le donne discutono inoltre sul possibile oggetto delle indagini (solo per il comunicato o anche per l'azione di *rating*?); la Pierdicchi, peraltro, vorrebbe sollecitare un articolo contro la Procura di Trani, ma desiste dall'iniziativa per evitare problemi.

Conclude la conversazione avvertendo la Valentini che poco dopo, alle 17,30, ci sarebbe stata una *conference call* con Yann Le Pallec:

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 Platerati (Plateroti; n.d.e), 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.

6. Progressivo n. 1022

La predetta conversazione è intercisa tra la Pierdicchi e l'imputato Deven Sharma, *presidente della Standard & Poor's Financial Services dal 2007 al 23 agosto 2011.*

La conversazione è stata intercettata in entrata dall'utenza n. 12124385600 sull'utenza monitorata, in uso alla *general manager* Maria Pierdicchi.

La Pierdicchi informa immediatamente il presidente della riunione "di basso profilo" svolta per tranquillizzare il personale, senza toccare il profilo dell'inchiesta concernente il lavoro degli analisti, svolta negli Uffici di Milano della società a seguito della perquisizione effettuata dalla Polizia tributaria alcune ore prima.

La donna dubita della serietà dell'iniziativa, assumendo che la stessa avesse carattere intimidatorio e priva di fondamento.

Si abbandona inoltre a giudizi gratuiti sul rapporto tra il P.M. precedente - che avrebbe colto l'occasione per ottenere pubblicità e visibilità attraverso l'inchiesta - e la Federconsumatori, che aveva presentato l'esposto.

Definisce Trani "un piccolo paesino dell'Oklahoma" (situato nella regione sud-orientale degli Stati Uniti; n.d.e.).

Deven Sharma chiede se, nell'indagine della Procura di Trani fosse coinvolta anche Moody's. La Pierdicchi ribatte che le due inchieste su Moody's sono relative alle banche e non al *credit wathch* sul debito sovrano.

Informa, quindi, l'interlocutore che ha già chiamato Yann Le Pallec per avvisarlo che sarebbe stato "davvero molto, molto pericoloso pubblicare una nuova azione di rating a metà Agosto" e che, pertanto la riunione del Comitato avrebbe dovuto essere stata posticipata alla fine del mese o agli inizi di settembre.

Ribadisce che qualsiasi iniziativa riguardo al debito sovrano, comunque, avrebbe dovuto essere effettuata, come da manuale, secondo le regole, proprio per le indagini della Procura di Trani in corso:

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 PM?

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 PM 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 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...

Omissis;

Nel prosieguo della conversazione Deven Sharma chiede alla Pierdicchi quale sia stata la reazione del personale.

La donna replica che, pur avendo apprezzato il dialogo, il personale è preoccupato, perché avverte di essere ignaro della vicenda del debito sovrano, nonostante l'impatto sulle banche e sulle società.

Alcuni analisti temono che S&P non abbia "le capacità adeguate per gestire un rating di questo tipo in Italia in questo momento", occorrendo "persone più senior che si occupino dell'Italia", per l'importanza dello Stato italiano all'interno dell'Eurozona.

La Pierdicchi sottolinea ripetutamente della necessità di essere cauti e di supportare i loro interventi con dati e metodologia, anche per le risoluzioni parlamentari in corso finalizzate a richiedere all'ESMA un maggior controllo contro le agenzie di rating.

L'attenzione mediatica è alta.

Ha già informato Myriam Fernandez, responsabile analitico del *team* sovrano e settore pubblico.

Avrebbe aggiornato anche Yann Le Pallec.

Deven Sharma si assicura, quindi, che la Guardia di Finanza abbia acquisito unicamente la copia della documentazione relativa alla registrazione e non altro e chiede spiegazioni sulla "231", poiché la Pierdicchi lo ha avvertito che tra i documenti richiesti potrebbe esserci "il modello 231", essendo indagati non solo gli analisti, ma anche S&P, nonostante l'attività che la società aveva svolto in Italia fosse circoscritta alla traduzione del comunicato.

Il PM avrebbe dovuto presentare una rogatoria internazionale, su cui però erano più informati gli avvocati:

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'ESMA 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 PM, 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, perlopiù 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'ESMA 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'ESMA, riguardanti S&P s.r.l.... 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 PM 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 PM 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.

7. Progressivo n. 1085

La predetta conversazione è intercisa tra la Pierdicchi e tale Rachel.

E' stata intercettata in entrata sull'utenza monitorata dal n. 02/92875699.

I due interlocutori discutono della situazione della situazione politica italiana e delle misure del Governo a livello finanziario, nonché della estrema volatilità dei titoli azionari sui mercati mondiali.

La conversazione tocca anche l'inchiesta della Procura di Trani, definita dalla Pierdicchi ancora una volta "assurda", perché gli analisti di S&P si sono limitati a fare un commento sulla "manovra", privo di impatto sul mercato, non un'azione di *rating*, peraltro effettuata interamente a Londra, dove hanno sede gli analisti.

La Pierdicchi, quantunque chieda a Rachel di non essere in alcun modo citata, conferma il tenore del comunicato stampa di S&P (circostanza che lascia ipotizzare che Rachel sia una giornalista, come confermato anche dal tenore della conversazione di cui al progressivo n. 1086), per rimarcare che le accuse della Procura di Trani sono prive di fondamento e che la società continuerà a difendere i suoi analisti di *rating* indipendenti:

MARIA: Pronto?

RACHEL: Pronto, Maria, sono Rachel.

MARIA: Oh, ciao Rachel. Come stai?

RACHEL: Bene, grazie.

MARIA: Allora, stai ancora... *(frase pronunciata in inglese)* Stai ancora lavorando?

RACHEL: Eh, sì, fino alla settimana prossima. Ma noi lavoriamo tutti fino alla fine. Questo estate che non c'è. <Ride>

MARIA: Va bene. Ma anche noi, guarda, abbiamo avuto dei giorni... Io però spero di poter andare via la settimana prossima.

RACHEL: Bene, bene, è importante anche... perché tutti abbiamo bisogno di un po' di relax.

Nota: Da questo punto la conversazione avviene in lingua inglese.

MARIA: Proprio così.

RACHEL: È assurdo.

MARIA: *Anche noi abbiamo talmente tanto da fare in questo momento, con tutte queste vicende. Sai... voglio dire, con i mercati così ... È un periodo davvero difficile, no?*

RACHEL: *È pazzesco. Che cosa ne pensi? Voglio dire, è...*

MARIA: *Sì, beh, non so cosa pensare, onestamente, perché sembra che le cose stiano andando avanti... stiano andando avanti... non sono... sai... non si possono risolvere facilmente. Spero che almeno facciano qualcosa per l'Italia...*

RACHEL: Sì.

MARIA: ...il Governo, ma ieri non abbiamo ottenuto molto, no? Voglio dire, in termini di...

RACHEL: No... Però pensi che ci sarà un salvataggio finanziario? Pensi che ci dovrà essere un salvataggio finanziario?

MARIA: No, assolutamente no!

RACHEL: No, esatto.

- MARIA: Dovrebbero semplicemente fare le riforme e adottare misure molto forti. Forse, sai, anticipare alcune delle misure previste per il 2013, ecc., solo per dare un po' di fiducia al mercato.
- RACHEL: Uhm... E questa idea di una...
- MARIA: Ma non so se abbiamo la capacità politica per farlo. Ma in questo momento credo... sai... lo chiedono veramente... tutti, giusto?
- RACHEL: E cosa mi dici di questa questione della "patrimoniale"? A Milano ho sentito qualcuno che ne parlava.
- MARIA: La "patrimoniale" potrebbe darsi, sì. Penso che potrebbe darsi. Potrebbe essere una soluzione. Personalmente credo che potrebbe essere una soluzione. Ora, naturalmente, non è una bella soluzione per gli italiani, ma dovrebbe essere accompagnata anche da altre misure, perché...
- RACHEL: Sì.
- MARIA: ...non si può continuare a tassare e tassare, giusto? Bisogna...
- RACHEL: Sì. Proprio così. Quindi anche crescita.
- MARIA: Proprio così. Crescita, riforme strutturali, liberalizzazioni, cose di questo tipo che possono fare la differenza per il futuro. Evasione fiscale, cose del genere.
- RACHEL: Sì, okay.
- MARIA: Non so se Tremonti ieri, quando era in Lussemburgo, abbia, come dire, condiviso con Juncker alcune possibili nuove misure. Non lo so. C'è stato questo... c'è stato questo... Hanno detto in TV... ho sentito in TV che hanno avuto un lungo colloquio, ma... sai... non so se stiano pensando a nuove misure. Francamente, credo che dovrebbero farlo. Giusto? Dovrebbero farlo.
- RACHEL: Quello che stiamo vedendo ora è semplicemente...
- MARIA: ...la paralisi.
- RACHEL: Sì, la paralisi. Ma ovunque! Attualmente a New York... tutti i titoli azionari... sai... i titoli azionari a New York vengono sospesi...
- MARIA: Sospesi?
- RACHEL: ...per elevata volatilità infra-giornaliera. Questo farà il giro del mondo. Voglio dire, non possono...
- MARIA: Anche perché Obama in realtà non ha vinto, giusto?
- RACHEL: No, proprio così.
- MARIA: Mi chiedo che cosa non abbia funzionato. Voglio dire, non l'ho seguito molto, ma ha perso la fiducia, giusto?
- RACHEL: Sì, totalmente. Credo che tu abbia assolutamente ragione. È incredibile... Proprio non... Allora questi... questi blitz?
- MARIA: Oh, sì... l'hai letto sulle agenzie di stampa, vero?
- RACHEL: Sì!
- MARIA: Ma sono stati denunciati dall'associazione di consumatori.
- RACHEL: Ho visto che hanno tenuto anche una conferenza stampa. <Ride>
- MARIA: Sì, incredibile... incredibile!
- RACHEL: Scusa, non dovrei ridere... ma stavo proprio pensando "Cosa?!"

- MARIA: *Sì, sì, ci sono state alcune visite, non so riguardo a Moody's, ma certamente da noi perché la Procura di Ba... di Trani sta indagando su un'ipotesi di abuso di mercato per i nostri report per la stampa riguardanti il debito sovrano. Report... voglio dire, non era un... sì, era... era un commento sul debito sovrano, francamente.*
- RACHEL: Certo.
- MARIA: ...del 1° luglio.
- RACHEL: Okay.
- MARIA: Ma ad ogni modo non intendiamo rilasciare nessun commento, a parte una dichiarazione che ti posso mandare.
- RACHEL: Sì, per favore, grazie.
- MARIA: Vuoi che te la mandi? Ma non credo... non so...
- RACHEL: Oppure me lo puoi dire... Si tratta della dichiarazione in cui dite che è "senza fondamento" [in italiano], è "senza fondamento"?
- MARIA: Sì, esatto, esatto.
- RACHEL: Benissimo. Allora posso... allora userò quella. Non c'è bisogno che me la mandi. L'ho vista sulle agenzie di stampa. Volevo soltanto verificare. A Londra mi hanno mandato un messaggio e mi hanno detto "Non può essere vero!". <Ride>
- MARIA: *Sì, è vero, è vero. È incredibile, eh? È incredibile. La Procura di Trani sta indagando sulla vicenda e ha... hanno richiesto la domanda di... [presentata] all'ESMA per la società italiana e altre notifiche che...*
- RACHEL: E hanno preso anche roba dalla CONSOB.
- MARIA: Sì, esatto. Credo che abbiano preso le stesse cose, francamente...
- RACHEL: Sì.
- MARIA: ...ovviamente non ho intenzione di dirlo ai giornalisti, per cui la cosa rimane soltanto tra me e te. Ma sì... voglio dire.. Ho saputo della CONSOB da... da quello che... dalle agenzie di stampa. So che ieri hanno avuto un gran daffare, sono andati anche in altri posti... quindi probabilmente uno...
- RACHEL: Oddio... quindi hanno avuto un gran daffare.
- MARIA: Sì, ma voglio dire... è talmente assurdo, questo. È... Sai, tu... i nostri analisti hanno fatto un commento sulla "manovra".
- RACHEL: Sì.
- MARIA: *Che... Facciamo commenti come quello 50 volte al giorno, in tutto il mondo, e peraltro non c'è stato alcun impatto sul mercato, ma comunque, giusto?*
- RACHEL: Sì.
- MARIA: Per cui, voglio dire, questa Procura di Trani si sta dando molto da fare. Cosa vuoi che ti dica? Sai, questo è quello che capita in Italia, a volte.
- RACHEL: Okay okay. Grazie mille.
- MARIA: D'altronde, l'azione di rating viene effettuata interamente a Londra. Quindi questo non è un rating italiano. Soltanto per tua...
- RACHEL: Strano.

MARIA: È facilmente reperibile pubblicamente perché tutti gli analisti sono a Londra o altrove. Quindi non abbiamo un analista di *rating* qui a... per il debito sovrano.

RACHEL: Dio mio.

MARIA: Quindi l'Italia, sai, è... in realtà ha svolto un ruolo minimo in tutto questo. Per cui...

RACHEL: Okay.

MARIA: Okay, allora, ti serve altro?

RACHEL: No, mi interessava soltanto sentire il tuo punto di vista. Cioè... anche, più in generale, sull'economia, su quello che succederà in seguito.

MARIA: Per favore non... non mi citare in nessun modo, eh?

RACHEL: Oh no, certo che no! No no no no. Era più...

MARIA: Questo è soltanto... Abbiamo rilasciato questa dichiarazione soltanto perché è... naturalmente, sai, dobbiamo lavorare secondo... secondo rigorosissimi...

RACHEL: Oh no... allora... se posso semplicemente dire: "S&P ha affermato in una dichiarazione che le accuse sono senza fondamento"?

MARIA: Sì, esatto.

RACHEL: E basta! *[in italiano]* Okay?

MARIA: Senza fondamento e che continuerà a difendere i suoi analisti di rating e le loro opinioni indipendenti, ecc. Ma posso mandarti la dichiarazione, non so se tu... però è in italiano.

RACHEL: Ah, Okay. Va bene, bene, bene. Sì, va bene. Sì.

Omissis.

8. Progressivo n. 1086

La predetta conversazione è intercorsa tra la Pierdicchi e la Valentini.

E' stata intercettata in entrata sull'utenza monitorata.

Le due donne commentano la recente conferenza stampa della Procura di Trani - affrontando temi di natura giuridica sicuramente non alla loro portata - e il sequestro dei documenti in originale pressò CONSOB.

La Pierdicchi sottolinea che avrebbe aggiornato Rachel, mentre la Valentini auspica che *"almeno lei accenda un faro sulle assurdità di questo Paese!"*:

omissis;

MARIA: *Ma i giornalisti cosa dicevano?*

PAOLA: *Mah... alcuni comunque capivano che c'erano delle cose assurde, tipo... sai: "Il sequestro dei documenti in originale che significa?". Hanno detto: "Non potevano sequestrare le fotocopie?". Cioè proprio loro vedono che ci sono una serie di cose, lo capiscono.*

MARIA: *E noi gli abbiamo dato le copie perché non abbiamo un originale. Non c'è un originale per l'ESMA, cosa vuoi?! Sono tutti file elettronici! Che sia una copia o l'altra è uguale. Cioè non c'è un originale... va beh!*

PAOLA: No, veramente..!

MARIA: Okay, ora mando questa roba...

PAOLA: Questa roba mandagliela a Rachel...

MARIA: A Rachel... okay.

PAOLA: ...dicendo: "So che hai sentito Maria...". Va beh, comunque lei scriverà una cosa penso così, di un commento abbastanza...

MARIA: Okay.

PAOLA: Penso abbastanza (incomp).

MARIA: Okay. Vediamo domani cosa...

PAOLA: Speriamo che almeno lei accenda un faro sulle assurdità di questo Paese!

MARIA: Eh! Eh! Beh, lei lo dice sempre, è sempre molto... nei suoi articoli è sempre molto... fa sempre capire molto bene... anche quello su Mediobanca l'altro giorno, sulla governance come sta cambiando...

PAOLA: Speriamo!

MARIA: Sì, infatti lei ha detto: "Assurdo!". Ha detto così. Io poi gli ho detto: "Tra l'altro tu lo sai che questo non è neanche un rating italiano, quindi..!". "Sì" dice...

PAOLA: No, ma la cosa assurda è che è una opinione! Cioè questa è la cosa assurda, perché la nostra opinione è contraria a quella di Tremonti sulla riforma fiscale.

MARIA: Sì sì. No, no, ma infatti... va beh! Va beh, lavoreranno gli avvocati, cosa vuoi che ti dica!?

PAOLA: Sì, esatto.

Omissis.

9. Progressivo n. 1126

La conversazione indicata è intercorsa tra la Pierdicchi e Phil Smith di Global Corporate Security di Londra.

E' stata intercettata in entrata, dall'utenza n. 442071760000, sull'utenza monitorata.

Phil Smith chiede alla Pierdicchi informazioni sul *blitz* presso gli Uffici di S&P di Milano ed, in particolare se siano state sequestrate attrezzature informatiche.

La donna precisa che la Guardia di Finanza aveva chiesto solo di acquisire materiale cartaceo, condensato in un CD.

Avevano lavorato di concerto con l'Ufficio legale, poiché la guardia di Finanza aveva notificato degli atti.

In sintesi gli atti richiesti afferivano alla procedura relativa alla domanda di registrazione di S&P CMSI Italia, che è il nome dell'ente legale italiano.

La donna informa l'interlocutore che Deven Sharma aveva sollecitato ad usare altri telefoni ("usate altri telefoni").

Potendo avere i telefoni sotto controllo, il giorno prima aveva informato i *senior* in Europa, "avvertendo tutti di essere prudenti in qualunque comunicazione", pur non avendo nulla da nascondere:

- 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 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: Massimo è in ferie, la maggior parte delle persone sta andando in ferie in questi giorni. Carine Castells è disponibile.
- PHIL: Ah, Carine Castells?
- MARIA: Sì, ma cos'hai bisogno di sapere? Te lo posso dire io.
- PHIL: *Abbiamo solo bisogno di sapere che cosa sia stato... più o meno che cosa sia stato preso. Sono state prese apparecchiature informatiche?*
- MARIA: *No, no, no, no. No. Si è trattato soltanto di una richiesta di materiale che abbiamo consegnato, non è stata una perquisizione in senso classico. È stata soltanto... hanno richiesto del materiale e noi abbiamo consegnato il materiale con la nostra funzione Legale, etc. Quindi non è stato portato via niente. Adesso, ovviamente, credo che le nostre linee telefoniche potrebbero essere sotto controllo e... ma non so, è un mio sospetto, ma non perché sono venuti, soltanto perché c'è un'indagine in corso.*
- PHIL: *Okay. Quindi hanno richiesto del materiale e gli è stato fornito questo materiale per gli accertamenti, giusto?*
- MARIA: *Sì, esatto. No, hanno anche... È stato portato via del materiale cartaceo e un CD, un CD con i documenti che abbiamo fornito loro. No, è stata... è stata una richiesta, una normale richiesta, non... non una perquisizione dell'ufficio.*
- PHIL: Okay.
- MARIA: *Voglio dire, è stata effettuata comunque dalla Guardia di Finanza, ma in modo normale, del tipo "Per favore forniteci questo", e poi hanno notificato alcuni atti e noi abbiamo lavorato con la nostra funzione Legale.*
- PHIL: Okay, quindi... quindi essenzialmente si è trattato semplicemente di un controllo.
- MARIA: *Sì, no, non è stato... Sì... no... Attendi in linea un secondo, solo un momento (Si rivolge in italiano ad altra persona, verosimilmente il tassista, e dice: "Via Guercino 9 per favore tra Bramante e Montello"). No, credo che sia stata... Sì, come de... ("Zona tra Bramante e Montello, qua vicino... al Monumenta... ehm... dietro l'Arena"). È... È stato come... sì, è stata una richiesta, una richiesta*

obbligatoria, di materiale, ma non è che siano andati in giro a cercare le cose per conto loro. Loro chiedevano e noi consegnavamo.

PHIL: *Okay, non c'è problema. Ehm... quindi, nessun... dalla sede non è stato portato via niente, sono state soltanto fornite copie di materiale.*

MARIA: *Sì, sì, assolutamente.*

PHIL: *Fantastico. Ehm... E per caso... Potresti... Sei in grado di darmi informazioni per avere un'idea delle informazioni di cui hanno chiesto copia?*

MARIA: *Sì, abbiamo tutti i dettagli. La nostra funzione Legale ha tutti i dettagli. Sì, voglio dire... Sì, può fornirteli anche la mia assistente. Si trattava della nostra... Il materiale era la... la nostra domanda all'ESMA per la registrazione dell'agenzia di rating, che consiste in una lunghissima serie di documenti che è stata consegnata da Londra, e c'era pure una copia su CD, e... e poi alcuni allegati aggiuntivi che sono stati mandati alla CONSOB in un momento successivo durante la procedura di registrazione, che però sono stati consegnati dai nostri avvocati, credo ieri, perché arrivavano ancora una volta da Londra. Quindi non c'era niente che si trovasse fisicamente a Milano, erano tutti file elettronici che sono stati inviati da Londra, stampati, e... ma anch'essi si riferivano all'ente di Milano, ovviamente, alla società di Milano.*

PHIL: *Okay, per cui, allora, in sintesi, le informazioni che le Autorità hanno chiesto di fornire erano documenti inerenti alla procedura relativa alla domanda di registrazione di S&P.*

MARIA: *Esatto.*

PHIL: *Okay, quindi... e questo comprendeva i documenti per la registrazione e gli allegati relativi a S&P per le procedure di registrazione.*

MARIA: *Per la S&P CMSI Italia, sì, giusto.*

PHIL: *Scusa, per la S&P?*

MARIA: *Per S&P CMSI Italia, che è il nome dell'ente legale Italiano.*

PHIL: *Okay. Per cui... e questo è... tutto questo era inerente a S&P CMSI Italia, vero?*

MARIA: *Sì, sì.*

PHIL: *Okay, fantastico. Grazie mille, Maria.*

MARIA: *E ti occorre soltanto questo?*

PHIL: *Sì, per il momento dovrebbe essere tutto. Indubbiamente qualcuno potrebbe volere altre informazioni, quindi, se ci occorrono effettivamente altre informazioni, proverò... proverò a contattare Carine anziché te.*

MARIA: *Okay. A proposito...*

PHIL: *Sì.*

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.

Omissis.

10. Progressivo n. 1149.

La conversazione indicata è intercorsa tra la Pierdicchi e Renato Panichi; è stata intercettata, in uscita dall'utenza monitorata, in entrata al n. 02/72111.

Renato Panichi chiede alla Pierdicchi la natura dei provvedimenti adottati all'esito della riunione con Yann Le Pallec, evidenziando lo stupore degli analisti che operavano sull'Italia, ma non in sede al momento a Milano, per la mancanza di un comunicato da parte di S&P a seguito dell'accesso della Guardia di Finanza.

La Pierdicchi replica che avrebbe immediatamente avvertito Yann Le Pallec.

Panichi avverte che sono stati resi noti i nomi degli analisti.

La conversazione prosegue sulla necessità di adottare provvedimenti a tutela degli analisti del debito sovrano e di mantenere in futuro riservati i loro nomi, ma di essere comunque cauti in qualsiasi tipo di comunicazione, per evitare che sembri che stiano "giocando in difesa".

La Pierdicchi informa Panichi che, intanto, Yann Le Pallec ha condiviso l'opportunità di intervenire a mercati chiusi e ribadisce che lo avrebbe richiamato per sottolineare c che era mancata una opportuna informazione ai rispettivi team.

L'esigenza viene condivisa dal Panichi, soprattutto con riferimento al team italiano, "in prima linea", che "dovrebbe essere informato subito per rassicurarsi":

MARIA: Dimmi!

RENATO: Ehi Maria! No, era solo per capire, ieri c'è stata la riunione con... con Yann. Tu hai partecipato a questa...?

MARIA: Sì. A parte...

RENATO: Era solo per capire...

MARIA: Eh! Sì, dimmi, dimmi!

- RENATO: No, era per capire che tipo di provvedimenti poi sono stati presi, perché...
- MARIA: Eh! <Sovrapposizione di voci>
- RENATO: ...devo dire che analisti... gli analisti che operano sull'Italia, ma che sono fuori Milano, devo dire sono un po' sorpresi...
- MARIA: Eh! L'ho capito..!
- RENATO: ...barra scioccati perché non c'è stata... non hanno visto nessun tipo di comunicazione fatto dall'azienda. Perché, nel senso, quelli di Milano c'è stata la riunione con te..!
- MARIA: No, no... No, lo stavano facendo il comunicato, è che come sempre Parigi... ehm... New York ci sta mettendo tempo. No, veramente il... il... la call di ieri è stata molto bella e molto esauriente, solo che poi tutti i vari signori dovevano fare il cascading con i loro team, che io ho anche invocato più volte, tra cui gli ho anche detto di far tener presente a tutti che... insomma, anche usare il telefono con cautela etc.. Evidentemente non hanno fatto il cascading né c'è stata una comunicazione, e questo è grave. Adesso lo dico a Yann Le Pallec... ehm... chiamo io Yann e glielo dico. Sei sicuro che..? (incomp) ha anche fatto delle domande, non ha fatto nessun cascading!?
- RENATO: Mah... Io per quanto riguarda la practice sovereign non so nulla... scusa, la practice mia banche non so nulla. Tra l'altro sono al corrente queste persone che sono usciti i nomi degli analisti sul giornale?
- MARIA: E beh, noi l'abbiamo detto alla comunicazione... certo, stamattina alle sette. Guarda, Renato, alle sette la Paola aveva già controllato e io alle sette e mezzo ho cominciato a mandare messaggi.
- RENATO: Quindi lo sanno! Okay.
- MARIA: E sì! Cioè Winn riceve press report come me, dove si dice che in due giornali sono usciti gli analisi... i nomi degli analisti. Poi io l'ho anche chiamato, lui non c'era, perché il venerdì non ci sono mai... eh-eh... e adesso glielo... ma lo sanno, sì. Gliel'ho detto anche a James Penrose, gliel'ho detto a Lake! Abbiamo fatto il controllo... anzi, abbiamo controllato che il nostro statement fossero... il nostro statement fosse ben ripreso e non è stato ripreso solo da due giornali, tutti gli altri lo hanno ripreso, non con la forza che io avrei voluto, perché siamo deboli, e questo lo sappiamo, ma è stato ripreso. Il Sole l'ha messo anche nel titolo per fortuna, perché sembrava inizialmente che Il Sole non l'avesse messo, quindi abbiamo fatto tutto questo check... la Paola ha fatto il check della stampa, dall'aeroporto prima di partire, alle sette mi aveva già mandato un messaggio, eh! Quindi... ehm... sono good point quelli che tu sollevi, però bisogna... allora adesso magari provo a chiamare Yann Le Pallec. Ascolta, l'altra cosa che ti volevo dire, comunque... "provvedimenti". Gli analisti che viaggiano... non viaggeranno in Italia nei prossimi tempi, quelli del sovrano, per non esporli credo, e poi l'altro tema era: tutte le analisi del sovrano comunque va beh, non avranno più i nomi dei singoli analisti, non per le altre analisi per ora, anche se...
- RENATO: Ecco, questo è un punto che, ti dico subito, che ci sarà un'insurrezione quasi da parte degli altri analisti perché...
- MARIA: Eh!

RENATO: ...immagina un'azione di rating qualunque, corporate o banche...

MARIA: Sì.

RENATO: ...e questo adesso saremo noi a sollecitare i nostri manager.

MARIA: Sì, lo capisco, lo capisco, è legittimo. È legittimo, sì, sì. Insomma... Sì, noi non dobbiamo neanche farci troppo intimidire però, perché sennò sembra che... -hai capito?- che stiamo giocando in difesa, mentre siamo così confident che questa cosa non ha nessun supporto, che... Eh! Beh comunque... e poi spetta ad altri... altri tipi di provvedimenti no, non ce ne sono altri tipi di provvedimenti, senonché essere estremamente cauti in tutte le comunicazioni, evitare qualsiasi tipo di comunicazione che possa essere male interpretata, come sempre questo... ehm...

RENATO: Sulla comunicazione... ahm... a mercati chiusi che deve essere standard per l'Italia?

MARIA: Ah sì! Ecco, quello è stato ribadito che praticamente Yann Le Pallec ha detto che è standard per tutti tranne che per il Corporate in questo momento, perché non si vedono ragioni perché debba in Europa esserci un trattamento diverso, però per i rating italiani più o meno sì, tutti. Eh...

RENATO: Quindi per le banche è regola?

MARIA: Sì, sì, sì, la regola. Io ho sollecitato anche per i report non azioni di rating, laddove sono solo sull'Italia, tipo se c'è un articolo sulle banche italiane, un articolo sugli utility, non costa niente farlo a mercati chiusi? Facciamolo a mercati chiusi. Martin Winn ne è consapevole e... quindi questo è chiarito... ehm... altre disposizioni no. Adesso non vorrei dire... perché ho preso anche nota, non ce le ho con me, ma non mi sembra. Però, senti, io faccio una chiamata a Yann dicendo che mi sembra che non ci sia stata una opportuna informazione dei rispettivi team.

RENATO: Soprattutto delle persone che sono in prima linea, perché è chiaro che...

MARIA: Esatto.

RENATO: ...che il team di Francoforte ad un certo punto se ne può fregare, ma il team italiano, comunque chi segue i crediti italiani è in prima linea...

MARIA: Sì, sì.

RENATO: ...e dovrebbe essere informato subito per assicurarsi...

MARIA: E certo, certo. Va bene, faccio una telefonata a lui, hai fatto bene a ricordare... a dirmela 'sta roba. Grazie Renato.

RENATO: Okay, ci sentiamo.

MARIA: Più tardi ti faccio sapere. Ciao.

RENATO: Sì, grazie. Ciao.

MARIA: Ciao.

11 . Progressivo n. 1178

La conversazione indicata è intercorsa tra la Pierdicchi e tale James, suo collega di lavoro.

La telefonata è stata registrata in entrata dall'utenza n. 447970318020, sull'utenza monitorata.

James chiama la Pierdicchi dal Regno Unito e la informa del downgrade decretato da S&P nei confronti degli U.S.A..

I due interlocutori discutono un clamoroso "errore" fatto rilevare dal Dipartimento del Tesoro americano a S&P nel declassare il debito sovrano degli U.S.A.

James sostiene che l'errore (per trilioni di dollari) era del Tesoro americano, che aveva fornito numeri sbagliati, ma che alla fine il comunicato stampa relativo all'azione di *rating* - nonostante gli errori emersi (a prescindere dal soggetto cui erano addebitabili) - non era stato comunque modificato!

La telefonata in oggetto documenta in modo univoco che, nonostante fossero emersi errori significativi in ordine al *downgrading* del debito sovrano degli Stati Uniti, S&P abbia comunque dato corso all'azione di *rating*, divulgandola ai mercati senza cercare di comprendere l'entità dell'errore e senza rettificare il comunicato.

Anche nel corso di questa telefonata i due interlocutori non esitano a lanciare pesanti accuse contro l'operato del P.M..

Omissis;

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 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?
- Omissis.

7.b Le mail oggetto di sequestro, tradotte dall'interprete.

La dott. Malgorzata Turowska ha tradotto dalla lingua inglese le seguenti mail:

- Mail 22 giovedì 12 gennaio 2012 ore 17.38;
- Mail 19 venerdì 13 gennaio 2012 ore 10.07;

- Mail 18 venerdì 13 gennaio 2012 ore 12.49;
- Mail 17 venerdì 13 gennaio 2012 ore 13.10;
- Mail 16 venerdì 13 gennaio 2012 ore 18.57;
- Mail 5 mercoledì 18 gennaio 2012 ore 19.28;
- Mail 28 giovedì 19 gennaio 2012 ore 10.34.

Va osservato che lo scambio di *mial* tra analisti e *manager*, al pari delle loro conversazioni, intercettate nei primi giorni del mese di agosto del 2011, dianzi esaminate, attestano in modo univoco che nell'arco temporale compreso tra il mese di agosto 2011 e il 13 gennaio 2012 (epoca del declassamento e della mail intercorsa tra Renato Panichi e gli imputati Zhang/Kraemer) Standard & Poor's ha divulgato "valutazioni" negative nei confronti del debito sovrano della Repubblica italiana in costanza di reiterate violazioni del Regolamento n. 1060 del 2009 e della dubbia "capability" degli analisti del *sovereign rating*.

1. Mail 22 giovedì 12 gennaio 2012 ore 17.38.

Come si desume dal testo della mail McAdam invia in allegato ai destinatari - tra i quali è compresa Paola Valentini - la bozza dell'*EU Corporate Credit Outlook*, informandoli che trattasi del testo che sarebbe stato pubblicato la settimana successiva.

Puntualizza che il documento sarebbe stato da un separato commento sulla situazione europea e sulle prospettive:

Da: McAdam, Matthew
Inviato: giovedì 12 gennaio 2012 17.38
A: Kjellme, Michaela; Sens, Armelle; Grimprel, Violaine; Keicher, Doris; Lehnert, Susanne; Javier Cantavella Nadal; Valentini, Paola; Pavlova, Ekaterina
Cc: Winn, Martin; Tierney, Mark; Beach, Sharon; Melaniphy, Philippa
Oggetto: **BOZZA - EU Corporate Credit Outlook**
Contr. completamento: Completare
Stato contrassegno: Contrassegnato
Categorie: Categoria rossa

Ciao a tutti,

Allego l'ultima bozza del nostro *European corporate outlook*, che sarà pubblicato la prossima settimana, perché possiate cominciare a farvi un'idea del contenuto. Esso sarà accompagnato da un commento separato che esaminerà quanto avvenuto in Europa, con riferimento alle insolvenze, sino alla fine dello scorso anno e il nostro *default outlook* [cioè le prospettive di insolvenza, N.d.T.] per l'anno 2012.

A questo punto, entrambi i commenti saranno resi pubblici a RD entro mercoledì pomeriggio, quindi prima del nostro *briefing* con i media di giovedì mattina a Londra; li farò girare non appena saranno disponibili. Potete tranquillamente inviare ai vostri contatti copia di questi PDF definitivi sotto embargo [cioè con divieto di divulgazione, N.d.T.]; l'orario di embargo è fissato per le ore 11.00 (ora di Londra) di giovedì, in modo da coincidere con il termine del *briefing* con la stampa a Londra. Sto lavorando anche al comunicato stampa e spero di essere in grado di condividerlo con voi all'inizio della prossima settimana.

Fatemi sapere se ci sono domande.

Grazie

Matt

Allegato:

2012 Corporate Outlook_2012Jan...

2. Mail 19 venerdì 13 gennaio 2012 ore 10.07.

La *mail* indicata è composta da n. 3 *mail*, che ineriscono al *rating* sul debito garantito dallo Stato, emesso dalle banche.

Gli interlocutori principali, delle tre *mail*, sono Iparraguirre Elena (Director Financial Services Standard & Poor's) e David Harrison (*Managing Director, Financial Services Ratings Standard & Poor's*):

Da: Iparraguirre, Elena
Inviato: venerdì 13 gennaio 2012 10.07
A: Harrison, David; De Toytot, Arnaud
Cc: Motti, Luigi; Fernandez, Alicia; Panichi, Renato
Oggetto: URGENTE: *RATING* SUL DEBITO GARANTITO DALLO STATO
Priorità: Alta
Categorie: Categoria rossa

Allora dovremmo informare immediatamente *Sovereigns*, affinché escluda dalla propria azione il debito garantito dallo Stato delle banche potenzialmente interessate.
David, potresti coordinarlo tu a livello europeo? Possono esserci altri casi in Italia...in altri Paesi?

Elena Iparraguirre
Director
Financial Services
Standard & Poor's
Marqués de Villamejor, 5. 1º Planta
28006 Madrid
Tel: 34-91-389.69.63
Fax: 34-91-788.72.20
Email: elena.iparraguirre@standardandpoors.com

Da: Harrison, David
Inviato: 13 gennaio 2012 09.46
A: Iparraguirre, Elena; De Toytot, Arnaud
Cc: Motti, Luigi; Fernandez, Alicia
Oggetto: RE: *RATING* SUL DEBITO GARANTITO DALLO STATO

Ciao Elena, ottima domanda. Sono d'accordo con la tua conclusione secondo cui il *rating* sul debito garantito dovrebbe essere quello che risulta più elevato fra il *rating* dell'emittente e il *rating* del garante, che perciò dovrebbero rimanere sotto CW⁴⁶.

David.

David Harrison
Managing Director, Financial Services Ratings
Standard & Poor's
20 Canada Square
Canary Wharf
London E14 5LH
United Kingdom

⁴⁶ In base al contesto, verosimilmente *credit watch* (N.d.T.)

Direct tel: +44 (0)20 7176 7064

Fax: +44 (0)20 7176 7003

david_harrison@standardandpoors.com

Da: Iparraguirre, Elena
Inviato: 12 gennaio 2012 15.25
A: Harrison, David; De Toytot, Arnaud
Cc: Motti, Luigi; Fernandez, Alicia
Oggetto: **RATING SUL DEBITO GARANTITO DALLO STATO**

Ciao,

Solo per verificare: suppongo che il debito garantito dallo Stato emesso dalle banche oggetto della valutazione sarà declassato a seguito del declassamento degli emittenti sovrani. Dato, però, che le nostre azioni sulle banche richiederanno più tempo, in teoria, per gli emittenti con un *rating* più elevato rispetto a quello dell'emittente sovrano, il *rating* di questi titoli dovrebbe rimanere sotto CW. Se l'emittente ha un rating più elevato rispetto al garante – lo Stato – il rating dell'emissione sarebbe il più elevato fra i due, giusto? In Spagna non credo che abbiamo casi simili (non penso che le banche più importanti abbiano emesso debito garantito dallo Stato), ma ne abbiamo diversi in Portogallo. Vi prego di farmi sapere se è opportuno che *sovereign* non li includa nel proprio *rpms*. Grazie,

Elena Iparraguirre
Director
Financial Services
Standard & Poor's
Marqués de Villamejor, 5. 1a Planta
28006 Madrid
Tel: 34- 91- 389.69.63
Fax: 34-91-788.72.20
Email: elena_iparraguirre@standardandpoors.com

3. Mail 18 venerdì 13 gennaio 2012 ore 12.49

La “*mail 18*” si compone di n. 5 *mail* che, tra il 12 ed il 13 gennaio 2012, sono intercorse tra alcuni degli analisti del Comitato che ha deliberato 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.

Come verrà ulteriormente chiarito nel prosieguo della motivazione, allorquando si procederà all'esame della testimonianza che lo stesso ha reso al dibattimento, il Panichi versava in una condizione di conflitto di interessi, poiché deteneva titoli di Stato italiani e, pertanto, non avrebbe potuto fare parte del Comitato di *rating* sull'Italia.

Egli, però, pur a fronte dell'acclarata situazione di conflitto di interessi, non solo dialoga con gli analisti del debito sovrano italiano, ma e li invita a correggere la motivazione del *Reserch Update*, relativa al doppio declassamento dell'Italia.

Del resto anche le risultanze delle intercettazioni telefoniche esaminate hanno evidenziato che il Panichi, sin dal mese di agosto del 2011, in concomitanza con l'accesso della Polizia tributaria di Bari presso gli uffici di Milano, aveva contatti diretti con la *general manager*

Maria Pierdicchi, alla quale si è rivolto per conoscere la natura dei provvedimenti adottati da S&P anche dopo la *conference call* con Yann Le Pallec (progressivo n. 1149 del 5 agosto 2011).

Emerge, inoltre che il Panichi aveva contatti anche con Paola Valentini, dallo stesso informata dallo stesso che il Comitato era stato spostato a data da destinarsi, in attesa della evoluzione della situazione politica (progressivo n. 931 del 3 agosto 2011).

Rimane confermata, pertanto, la violazione sia delle *policy* aziendali di S&P che del Regolamento europeo n. 1060 del 2009 sul conflitto di interessi.

Le *mail*, di cui si discute, vengono condivise per conoscenza con David Harrison, *Managing Director Financial Services Rating -Londra*.

Nel dettaglio:

- la prima mail (della n. 18) risulta inviata da Renato Panichi il 12.1.2012 alle ore 20.12 all'analista del debito sovrano dell'Italia Eileen Zhang (e per conoscenza a Moritz Kraemer e a David Harrison).

Con la *mail* indicata il Panichi sollecita il destinatario a "*condividere... eventuali riferimenti alle banche contenuti nell'RU sull'Italia ..., onde evitare possibili errori o un disallineamento rispetto all'opinione di FP*".

Come risulta evidente il Panichi, temendo che possano esserci errori nel R.U. sull'Italia, chiede di "*condividere*" gli eventuali riferimenti alle banche, per "*prevenire*" *errori o disallineamenti* rispetto al *Financial Institutions*.

Il riferimento a possibili errori nel RU evidenzia i profili di incompetenza degli analisti e di quelli del debito sovrano in particolare: gli stessi profili di criticità evidenziati dalla Pierdicchi al presidente mondiale di S&P, Deven Sharma nel corso della conversazione di cui al progressivo n. 1022 del 3 agosto 2011, il quale dunque è consapevole della inadeguatezza degli analisti del debito sovrano:

-----Messaggio originale-----

Da: Panichi, Renato
Inviato: Donnerstag, 12 gennaio 2012 20.12
A: Zhang, Eileen
Cc: Harrison, David; Kraemer Moritz
Oggetto: RU sull'Italia

Ciao Eileen,

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

- la seconda mail (della *mail* 18) è stata inviata da Moritz Kraemer la sera del 12.1.2012 alle ore 9.00 P.M. a Renato Panichi ed Eileen Zhang e per conoscenza a David Harrison.

Dalla *mail* indicata emerge che il Comitato e gli analisti del debito sovrano avevano necessità di condividere i riferimenti alle Banche contenuti nel RU con il settore FI (cioè Financial Institutions), come confermato dalla circostanza che l'imputato Kraemer invita il Panichi a comunicare se avesse ricevuto l'autorizzazione da parte della *compliance*, atteso che lo stesso deteneva titoli di Stato italiani o, in caso contrario, ad indicare il soggetto con il quale avviare l'interlocuzione:

-----Messaggio originale-----

Da: Kraemer, Moritz
Inviato: 12 gennaio 2012 9.00 PM
A: Panichi, Renato; Zhang, Eileen
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 stata inviata da Eileen Zhang la stessa sera del 12.1.2012 alle ore 22.19 a Moritz Kraemer e a Renato Panichi e, per conoscenza, a David Harrison.

Con la *mail* indicata la Zhang comunica che ha letto a Panichi le due frasi del RU in cui sono menzionate le banche e che lo stesso non ha suggerito modifiche:

-----Messaggio originale-----

Da: Zhang, Eileen
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.
Eileen

- la quarta mail (della *mail* 18) è stata inviata da Renato Panichi alle 11.16 AM del 13.1.2012 a Eileen Zhang e Moritz Kraemer e per conoscenza a David Harrison.

Trattasi di una *mail*, cui è stata assegnata priorità Alta, che il Panichi per la sua rilevanza ha classificato anche nell'oggetto "molto importante".

Il Panichi, consapevole che era imminente la pubblicazione del *downgrade*, dopo aver provato a contattare per telefono senza esito gli analisti Zhang e Kraemer - che hanno redatto il R.U.

sull'Italia che portato al doppio declassamento - destinatari della *mail*, senza esito, ha affidato alla *mail* in oggetto le proprie preoccupazioni.

In primo luogo, contesta la frase in cui è scritto "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".

In secondo luogo, contesta che Eileen - che nella *mail* precedente aveva assicurato a Kraemer di avergli letto due frasi in cui venivano citate le banche, senza aver ricevuto alcun suggerimento di modifiche - gli avesse letto la frase oggetto di contestazione con la *mail* in esame.

Appare quanto meno singolare che Eileen Zhang il giorno prima non avesse letto la frase del R.U. sull'Italia - che conteneva il riferimento alle banche - al Panichi e che questi l'abbia ritenuta così rilevante al punto da farlo intervenire contestando la correttezza del contenuto: "*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*".

Il Panichi, quindi, chiude la *mail* con un'accorata richiesta ai due analisi: "*Per favore togliete il riferimento alle banche!*"⁴⁷:

-----Messaggio originale-----

Da: Panichi, Renato
Inviato: 13 gennaio 2012 11.16 AM
A: Zhang, Eileen; Kraemer, Moritz
Cc: Harrison, David
Oggetto: Molto importante: RU sull'Italia
Importanza: Alta

Ciao Eileen 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".

Eileen, 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*.

⁴⁷ Testo della mail in inglese: "Eileen and Moritz, I tried to call both for you.

I have the Italy RU and I see a sentence at the beginning where you says: "*Italy increasing vulnerability to external financing risks, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt*".

Eileen, you did not read that sentence to me yesterday, and it is not correct to say that there is a high foreign ownership of financial sector debt. Actually it is the contrary, one of the strength of Italian banks has been the limited recourse to external and wholesale funding.

Please remove the reference to banks!

Thanks

Renato

Per favore togliete il riferimento alle banche!
Grazie

Renato

- la quinta mail (della mail 18) è stata inviata da Eileen Zhang alle ore 12.49 del 13.1.2012 a Renato Panichi e a Moritz Kraemer e, per conoscenza, a David Harrison.

Con la *mail* indicata la Zhang rammenta a Panichi che ne avevano discusso per telefono e che aveva i numeri.

Chiede, quindi, al Panichi di inviarle i dati relativi, per usarli al posto di una "qualificazione":

Da: Zhang, Eileen
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
Eileen

4. Mail 17 venerdì 13 gennaio 2012 ore 13.10

La "*mail 17*" si compone di n. 3 *mail* che sono state scambiate tra il 12 ed il 13 gennaio 2012 tra alcuni componenti votanti nel Comitato che ha deliberato l'azione di *rating* sui debiti sovrani dell'Eurozona del gennaio 2012.

Attraverso le predette *mail* sono resi noti punteggi finali deliberati dal Comitato in ordini ai debiti sovrani dei Paesi europei, oltre alla composizione del Comitato che ha deliberato l'azione di *rating* sulla Repubblica italiana.

La peculiarità è che i punteggi valutano unicamente i fattori di "*rischio di debito*", di "*rischio esterno*" e di "*rischio monetario*", non anche agli altri due, ovvero quello politico, e della struttura dell'economia, che sembrerebbero, invece, fattori valutati nei verbali interni al Comitato - non consegnati da S&P al F.S.A. ed alla CONSOB che ne aveva fatto richiesta nel mese di gennaio 2012 - prodotti dalla difesa nel corso dell'istruttoria dibattimentale, che verranno analizzati in altra parte della motivazione.

Testo della prima *mail* (mail 17):

La *mail* indicata è stata inviata da Amy M. Brown, *Administrative Assistant Sovereign Ratings Group Standard & Poor's- New York*, anche agli imputati Gill Frank, Kraemer Moritz e Zhang Eileen:

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, Eileen; 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 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)

Eileen 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 Ekbohm (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 ECCETTO 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
55 Water Street
New York, NY 10041-0003
(212) 438-2396
amy_brown@standardandpoors.com

Testo della seconda mail (n. 17):

La mail indicata risulta inviata da Myriam Fernandez De Heredia a David Harrison e a Louise Lundberg e, per conoscenza a Lars Bjorklund, con invito a prendere visione dei punteggi decisi durante il Comitato in esame.

La mail ha carattere riservato:

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
Marqués de Villamejor, 5 - Planta 1a
28006 Madrid, Spain
Tel: +34913896942
Mob: +34627490942
Fax: +34917887220
myriam_fernandez@standardandpoors.com

Testo della terza mail (n. 17):

La mail indicata, di carattere riservato, è stata inviata da David Harrison agli analisti bancari, tra cui compare Renato Panichi:

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
20 Canada Square
Canary Wharf
London E14 5LH
United Kingdom

Direct tel : +44 (0) 20 71767064
Fax: +44 (0) 20 71767003
david.harrison@standardandpoors.com

5. Mail 16 venerdì 13 gennaio 2012 ore 18.57

La *mail* indicata è composta da due *mail*, entrambe inviate da Matthew Mcadam ai responsabili della comunicazione, tra i quali figura per l'Italia Paola Valentini.

Le *mail* risultano inviate il 12 e il 18 gennaio 2012 e hanno per oggetto rispettivamente la bozza e il testo definitivo del *EU (European) Corporate Credit Outlook*, con l'invito a conoscere eventuali domande da parte dei destinatari.

Testo della prima *mail* (della *mail* 16):

Da: McAdam, Matthew
Inviato: 12 gennaio 2012 16.38
A: Kjellme, Michaela; Sens, Armelle; Grimprel, Violaine; Keicher, Doris; Lehnert, Susanne; Javier Cantavella Nadal; Valentini, Paola; Pavlova, Ekaterina
Cc: Winn, Martin; Tierney, Mark; Beach, Sharon; Melaniphy, Philippa
Oggetto: **BOZZA – EU Corporate Credit Outlook**

Ciao a tutti,

Allego l'ultima bozza del nostro *European corporate outlook*, che sarà pubblicato la prossima settimana, perché possiate cominciare a farvi un'idea del contenuto. Esso sarà accompagnato da un commento separato che esaminerà quanto avvenuto in Europa, con riferimento alle insolvenze, sino alla fine dello scorso anno e il nostro *default outlook [cioè le prospettive di insolvenza, N.d.T.]* per l'anno 2012.

A questo punto, entrambi i commenti saranno resi pubblici a RD entro mercoledì pomeriggio, cioè prima del nostro *briefing* con i media di giovedì mattina a Londra; li farò girare non appena saranno disponibili. Potete tranquillamente inviare ai vostri contatti copia di questi PDF definitivi sotto embargo embargo [cioè con divieto di divulgazione, N.d.T.]; l'orario di embargo è fissato per le ore 11.00 (ora di Londra) di giovedì, in modo da coincidere con il termine del *briefing* con la stampa a Londra. Sto lavorando anche al comunicato stampa e spero di essere in grado di dividerlo con voi all'inizio della prossima settimana.

Fatemi sapere se ci sono domande.
Grazie
Matt

<< File: 2012 Corporate Outlook_2012Jan10.doc >>

Testo della seconda *mail* (della *mail* 16):

Da: McAdam, Matthew
Inviato: mercoledì 18 gennaio 2012 19.28
A: Kjellme, Michaela; Sens, Armelle; Grimprel, Violaine; Keicher, Doris; Lehnert, Susanne; Javier Cantavella Nadal; **Valentini, Paola**; Pavlova, Ekaterina
Cc: Winn, Martin; Tierney, Mark; Beach, Sharon; Melaniphy, Philippa
Oggetto: **DEFINITIVO - EU Corporate Credit Outlook**
Categorie: Categoria rossa

Ciao a tutti,

Ecco qui la versione definitiva pubblicata dei due commenti, più una copia della presentazione che sarà utilizzata durante il *briefing* con i media di domani a Londra e del comunicato stampa definitivo. Anche se non lo pubblicheremo prima delle ore 11 GMT di domani, potete tranquillamente trasmettere sotto embargo tutto questo materiale ai vostri contatti domani come prima cosa.

Fatemi sapere se ci sono domande.

Grazie

Allegati:

FINAL PR – European Corporate
EMEA 2012 Corp OutlookFinal.pp...
EuropeanCorporateDefaultsLikel...
EurozoneRisksWillWeighOnCorpor...

6. Mail 28 giovedì 19 gennaio 2012 ore 10.34.

Con la mail indicata la Valentina - come da indicazioni ricevute da Matthew Mcadam - ha trasmesso “sotto embargo” il *Corporate Credit Outlook* ai propri contatti, avvertendo che trattasi di un articolo molto importante per S&P:

Valentini, Paola

Inviato: giovedì 19 gennaio 2012 10.34
A: Roberto Patriarca – Community Group Srl; Elisa Mondadori
Oggetto: - **EU Corporate Credit Outlook**
Categorie: Categoria gialla; Categoria rossa

Allegati:

FINAL PR - European Corporate
EuropeanCorporateDefaultsLikel...
EurozoneRisksWillWeighOnCorpor...

Elisa, Roberto

Ecco il corporate credit outlook che verrà distribuito alle ore 12 al termine della conferenza stampa che si tiene a Londra. L'ho dato sotto embargo all'ansa e ora chiamo reuters.

Alle 12 lo disseminiamo urbi e torbi e facciamo un giro di telefonate per assicurarci la copertura. È un articolo molto importante per noi.

Grz
Paola

8. La testimonianza della *general manager* di S&P Maria Pierdicchi.

All'udienza del 29.1.2016 è stata acquisita la testimonianza di Maria Piericchi, amministratore delegato e responsabile regionale per il Sud Europa di S&P,

Va premesso che all'udienza indicata l'avv. Sangiorgio ha chiesto che la Pierdicchi - che intendeva deporre - fosse sentita come teste assistito con le conseguenti garanzie difensive, rappresentando che la stessa era stata inizialmente iscritta in qualità di legale rappresentante dell'ente Standard & Poor's Italy, ai sensi del d.lgs n. 231 del 2001.

Successivamente, il reato di manipolazione di mercato (art. 185 TUF), alla stessa contestato in concorso con gli odierni imputati, era stato riqualificato nei suoi confronti come favoreggiamento personale, ex art. 378 c.p..

Il P.M., a seguito della riqualificazione del reato nei confronti della Pierdicchi, aveva trasmesso gli atti alla Procura di Milano, competente per territorio.

Il procedimento a carico della Pierdicchi per il reato di manipolazione di mercato era stato successivamente archiviato.

Secondo la prospettazione del difensore, sussistendo connessione ex art. 12 lett. b) c.p.p. e considerato che l'archiviazione era intervenuta per il reato di favoreggiamento personale, essendo perdurante il rischio di incriminazione a carico della dichiarante la stessa avrebbe dovuto essere ascoltata con l'assistenza del difensore.

Il P.M., pur non condividendo tale assunto, poiché l'iscrizione dell'ente era stata effettuata ex art. 55 d.lgs n. 231 del 2001 e la posizione della Pierdicchi, per il reato di favoreggiamento personale per cui era intervenuta iscrizione a suo carico - a seguito delle intercettazioni acquisite dopo che la stessa aveva già reso sommarie informazioni - era stata archiviata, non si è opposto all'audizione assistita della stessa.

Neppure le parti civili hanno formulato opposizione e, pertanto, è stata consentita la presenza del difensore.

Cionondimeno, la Pierdicchi deve essere considerato teste puro, non potendo trovare applicazione la disciplina limitativa della capacità di testimoniare prevista dall'art. 197 c.p.p., comma 1, lett. a) e b), artt. 197 bis e 210 c.p.p., dettata per l'imputato, posizione alla quale è equiparata quella della persona sottoposta alle indagini nonché quella del soggetto già imputato, salvo che sia stato irrevocabilmente prosciolto per non avere commesso il fatto (Cass. Sez. U. n. 12067 del 17.12.2009, Rv. 246376; conforme, più di recente, Cass. sez. 2, sentenza n. 4123 del 9.1.2015, Rv. 262367).

Costituisce, infatti, orientamento ormai consolidato quello secondo cui la disciplina limitativa della capacità testimoniale - di cui all'art. 197, comma 1, lettere a) e b), all'art. 197-bis e all'art. 210 c.p.p. - prevista per le assunzioni testimoniali degli imputati di reati connessi o

collegati, non è applicabile alle persone sottoposte a indagini o nei cui confronti sia stato emesso provvedimento di archiviazione.

Ne consegue che in relazione alle dichiarazioni testimoniali rese dalla Pierdicchi al dibattimento non può neppure operare la disposizione di cui al comma 6 dell'art. 197-bis c.p.p..

Ciò comporta evidentemente che la deposizione resa come testimone ordinario dalla Pierdicchi è pienamente utilizzabile.

La teste, amministratore delegato di Standard&Poor's s.r.l. per l'Italia dal 2003 al marzo 2015 e, dunque, inserita nella *governance* della società, nonostante le risultanze delle conversazioni intercettate che l'hanno vista coinvolta, ha manifestato un atteggiamento su alcuni aspetti reticente, nel tentativo di rappresentare la sussistenza di una netta linea di demarcazione tra processi e ruoli analitici e processi e ruoli manageriali.

Nel delineare il proprio ruolo all'interno dell'agenzia di *rating*, la teste ha riferito di essere stata amministratore delegato di Standard&Poor's s.r.l. dal 2003 al mese di marzo 2015, aggiungendo che come *managing director* aveva anche la responsabilità regionale per il sud Europa e, quindi, della sede di Madrid.

Come *general manager* aveva un ruolo "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".

La teste ha giustificato le proprie competenze in materia di analisi finanziaria, avendo in precedenza svolto funzioni di analista *senior* in *Citibank*, nel settore di fusione, acquisizioni e *Corporate Finance* per tre o quattro anni.

La teste ha inteso rimarcare, quindi, che all'interno di S&P era prevista una netta separazione del ruolo analitico da quello gestionale, ancor prima che intervenisse la regolamentazione europea, proprio per garantire la indipendenza dei giudizi di *rating*.

Nel riferire in ordine ai rapporti con Deven Sharma, all'epoca in cui aveva reso le sommarie informazioni al P.M. nel mese di maggio del 2011, la teste ha precisato che i suoi rapporti con l'imputato erano dettati dal fatto che lo stesso, oltre a svolgere il ruolo di responsabile globale della società, svolgeva temporaneamente il ruolo di responsabile europeo dei *manager* regionali:

"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 (...) Spessissimo no, però ogni due, tre mesi, così, dipende...".

La teste, nel descrivere i ruoli all'interno di S&P, ha riferito 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, il quale non entrava nei processi e nel merito delle attività di rating, ma aveva il compito di supervisionare delle attività:

Omissis:

PUBBLICO MINISTERO – Va bene. Ascolti, chi è il responsabile, o chi era, parlo sempre della situazione alla data del luglio 2011 quando io la ascoltai. Io farò riferimento, per essere più preciso, prima alle sommarie informazioni del 25 luglio e poi a quelle del 30 gennaio 2012, va bene? Quindi adesso sto guardando un attimo le questioni poste nella prima sessione. Ascolti, chi era il responsabile degli analisti europei a luglio 2011?

DICH PIERDICCHI – *Allora, tutti gli analisti europei sono divisi per area analitica e hanno dei responsabili analitici, che si chiamano General Manager analitico, per funzione; quindi per ogni funzione area-area c'è un responsabile analitico. Quindi il responsabile analitico, dipende per che area analitica, per l'area del Sovrano era Myriam Fernandez, che era l'analista più Senior a cui riportavano tutti gli analisti.*

PUBBLICO MINISTERO – No, il responsabile europeo di Corporate chi era?

DICH PIERDICCHI – *Di Corporate, dunque le funzioni sono: Sovrano, Corporate, e Financial Services. Di Corporate credo fosse Blaise Ganguin non ricordo molto bene, di Corporate.*

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, io...

DICH PIERDICCHI – *Ah, forse lei si riferisce di Corporate and Government.*

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, esatto.

DICH PIERDICCHI – Allora, le tre funzioni analitiche, Sovrano è settore pubblico, Financial Services e Corporate riportavano... si chiamano Corporate and Government. *Il responsabile gestionale di Corporate and Government era le Pallec, responsabile gestionale, non analitico.*

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, esattamente un suo omologo.

DICH PIERDICCHI – Esattamente...

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, esattamente la figura, diciamo così, a livello...

DICH PIERDICCHI – La persona che gestisce a livello le attività solo di rating.

PUBBLICO MINISTERO – Esatto.

DICH PIERDICCHI – *Ma non ha competenze analitiche.*

PUBBLICO MINISTERO – Così come lei, non aveva funzioni.

DICH PIERDICCHI – *Non ha funzioni analitiche.*

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, è giusto? Magari le competenze ce le avevate, ce le aveva, lei ce le aveva, per esempio, però non esercitava quelle...

DICH PIERDICCHI – *Be, in Standard & Poor's credo che più o meno ce le hanno quasi tutti le competenze un po' analitiche.*

PUBBLICOMINISTERO – Io sto riportando quello che ha detto lei, cioè nel senso, lei ha detto che aveva competenze come analista, ma non faceva funzioni di analista e non gestiva gli analisti, quindi è questo che lei ha detto prima.

DICH PIERDICCHI – Di chi sta parlando? Di me?

PUBBLICO MINISTERO – Di lei, dottoressa Pierdicchi, non di lui, maschile.

DICH PIERDICCHI – *Ah sì certo, io non ho mai avuto ruoli analitici.*

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, esatto. Li aveva svolti in passato in Citibank, ma non in Standard & Poor's.

DICH PIERDICCHI – Sì, completamente diversi.

PUBBLICO MINISTERO – Completamente diversi, certamente. Ascolti, dunque Yann le Pallec era colui che gestiva a livello...

DICH PIERDICCHI – *Era il General Manager gestionale.*

PUBBLICO MINISTERO – Sì.

DICH PIERDICCHI – *Quindi anche lui si occupava delle attività gestionali e non entrava in alcun modo nelle attività analitiche.*

PUBBLICO MINISTERO – Certamente.

DICH PIERDICCHI – *I responsabili analitici che partecipavano al processo, gestivano gli analisti, l'applicazione delle metodologie e via dicendo, erano per ciascun settore, vari; per il settore Sovrano Myriam Fernandez de Heredia, basata a Madrid, responsabile per tutta l'Europa, sia del rating sovrano che del rating del settore pubblico.*

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, dottoressa, dunque chi era il responsabile degli analisti del debito sovrano?

DICH PIERDICCHI – *Myriam Fernandez.*

PUBBLICO MINISTERO - Ascolti, io le contesto che nell'interrogatorio del 25.7.2011 a pagina 8, siamo al sestultimo rigo, parlando di Yann le Pallec, lei dice: "Lui non fa nessun rating perché è un General Manager", io le rispondo: "E' il responsabile degli analisti del debito sovrano", non c'è punto interrogativo, è una affermazione; lei dice: "Da lui dipendono tre aree analitiche europee. Lui, a sua volta, risponde ad un capo analitico globale". Allora...

DICH PIERDICCHI – *No, no, da lui dipendono...*

PUBBLICO MINISTERO – Lei dichiara: "Da lui dipendono tre aree analitiche europee", nel senso che quali sarebbero queste tre aree analitiche?

DICH PIERDICCHI – *Dal punto di vista funzionale certamente il reporting funzionale dei tre capi analitici, Myriam Fernandez, credo Blaise Ganguin a quei tempi e David Harrison per Financial Services, riportavano a Yann le Pallec. Ma Yann le Pallec aveva solo responsabilità gestionali.*

PUBBLICO MINISTERO – Manageriali.

DICH PIERDICCHI – *Non poteva in alcun modo... quindi lui era General Manager delle attività di rating, e come tale gestiva tutte le attività e i suoi.*

PRESIDENTE – E' stata chiara.

DICH PIERDICCHI - *Però non entrava nelle funzioni analitiche, nei processi analitici, perché i General Manager in S&P per policy, che se volete ho anche qui, non può in alcun modo entrare nei processi, nelle attività analitiche. Può solo supervisionarle.*

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo. In che cosa consiste la supervisione?

DICH PIERDICCHI – *Vuol dire, per esempio, controllare che i team abbiano le risorse adeguate per svolgere la loro funzione.*

PRESIDENTE – Quindi sempre nel controllo gestionale, non dell'analisi.

DICH PIERDICCHI – *Gestionale, sì, tutto quello che... che abbiano le risorse, che siano ben staffati, che le competenze...*

PRESIDENTE - Non un controllo di merito.

DICH PIERDICCHI - *No, assolutamente.*

PUBBLICO MINISTERO – E quindi questa supervisione mi vuole spiegare in che cosa consisteva? Quindi anche lei aveva...?

DICH PIERDICCHI - *Attività gestionali, come per me le attività gestionali sono assicurare che l'ufficio abbia tutte le... sia in linea con le regolamentazioni, sia staffato adeguatamente, che tutti i contratti...*

PUBBLICO MINISTERO – Ma diciamo che questa è l'attività gestionale, appunto.

DICH PIERDICCHI – *E anche di sviluppo delle attività di rating.*

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, ecco.

DICH PIERDICCHI - *Per esempio lanciare nuovi prodotti, pensare a che cosa gli investitori hanno più bisogno raccogliere il feedback degli investitori, andare a trovare tutti gli enti istituzionali, i regolatori, tutta questa attività gestionale.*

PUBBLICO MINISTERO – Mi perdoni, poiché lei ha parlato di supervisione, dunque, c'è qualcuno che fa la visione e le Pallec faceva la supervisione. A quale visione facevamo riferimento?

DICH PIERDICCHI – *Quando parliamo di supervisione parliamo del fatto che gli analisti siano delle persone che hanno svolto bene il loro lavoro, che hanno le competenze necessarie, che abbiano pubblicato, che quando incontrano... cioè, tutto quello che è la normale supervisione, ripeto, di performance delle persone...*

PUBBLICO MINISTERO – Chiarissimo, grazie.

DICH PIERDICCHI – *Di come le persone hanno lavorato.*

PUBBLICO MINISTERO – Il rispetto delle policy, insomma, è questo.

DICH PIERDICCHI - Certo, ci sono anche questi.

Omissis.

La teste ha chiarito, inoltre, che i rating riguardanti l'emittente sovrano Italia venivano elaborati ed emessi in Standard & Poor's principalmente a Londra, presso la sede di *Canary Wharf*.

L'analista "principale" (*Primary Analyst*) era Eileen Zhang (che come anzianità era una "mid", non "senior"), l'analista "secondario" (*Backup Analyst*) era Frank Gill; entrambi avevano come supervisore Moritz Kraemer, responsabile più *senior* del *team* analitico.

Tutti i soggetti indicati riportavano a Myriam Fernandez, responsabile analitico del *team* sovrano e settore pubblico, basata a Madrid.

In ordine al declassamento del 13 gennaio 2012, la Pierdicchi ha riferito che il giorno precedente aveva incontrato a Roma (dove si era recata per un'audizione alla Camera o al Senato) Renato Panichi (*analista "senior" e con molta esperienza...* e "*un gradino più alto come esperienza*" rispetto all'analista principale del debito sovrano italiano Eileen Zhang); mentre andavano in aeroporto, nel tardo pomeriggio o in serata, il Panichi l'aveva informata del Comitato sul declassamento dell'Italia.

Nel corso del proprio esame, il P.M. in più punti ha contestato alla teste la difformità con le dichiarazioni predibattimentali, soprattutto con riferimento ai tempi e alle modalità di divulgazione del *rating*.

L'esame della teste è risultato, quindi, laborioso, come emerge dal testo integrale del verbale trascrittivo, nella parte che segue:

omissis:

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, i rating riguardanti l'emittente sovrano Italia da chi vengono, da chi venivano emessi in Standard & Poor's?

DICH PIERDICCHI – Dunque, come per tutte le aree analitiche, ci sono dei team regionali, dei gruppi regionali di analisti localizzati in varie parti, che lavorano poi...

PUBBLICO MINISTERO – Io parlo di quelli per l'Italia.

DICH PIERDICCHI – *Quelli per l'Italia in quel momento erano basati soprattutto a Londra, perché l'analista principale era Eileen Zhang, basata a Londra e Frank Gill, basato a Londra, i quali avevano come supervisore...*

PUBBLICO MINISTERO – A Londra dove?

DICH PIERDICCHI – Nella nostra sede di Londra, Canary Wharf.

PUBBLICO MINISTERO - Canary Wharf, sì.

DICH PIERDICCHI – *Poi, scusate, loro riportavano a loro volta per precisione a Moritz Kraemer, come responsabile più Senior del team analitico, e a loro volta tutti riportavano a Myriam Fernandez, responsabile analitico del team sovrano e settore pubblico, basata a Madrid.*

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo. Ascolti, quando venivano deliberati dei rating dal comitato che riguardavano l'Italia, lei come responsabile per l'Italia veniva messa a conoscenza prima?

DICH PIERDICCHI – *Allora, come General Manager venivo messa a conoscenza del fatto che ci sarebbero state delle azioni importanti di rating, perché avevano un impatto importante, soprattutto da un punto di vista di comunicazione, di rappresentazione delle nostre analisi, di comunicazione.*

PUBBLICO MINISTERO – No, scusi, mi perdoni, non ho colto. Può ripetere?

DICH PIERDICCHI – Sì, dipende. In alcuni casi venivo messa al corrente di importanti azioni, che ci sarebbero stati degli importanti comitati...

PUBBLICO MINISTERO -- No, guardi, io ho fatto la domanda secca. Quando si delibera una azione di rating, non report, commenti, special comment, quando veniva compiuta una azione di rating che riguardava l'Italia...

DICH PIERDICCHI -- Ah, l'Italia, scusi, scusi...

PUBBLICO MINISTERO -- Lo ripeto ancora, l'Italia, lei come responsabile per l'Italia di Standard & Poor's, veniva a conoscenza prima?

DICH PIERDICCHI -- *Certo, certo, venivo messa a conoscenza che ci sarebbe...*

PUBBLICO MINISTERO -- Le contesto, scusi...

DICH PIERDICCHI -- No, scusi, potrei essere più precisa.

PUBBLICO MINISTERO -- Ah, perché ha detto: "Sì", io le dico che invece ha detto: "No".

PRESIDENTE -- Facciamo finire, un momento.

PUBBLICO MINISTERO - Prego.

DICH PIERDICCHI - *Scusi, volevo rappresentare ai Giudici un po' più in dettaglio come funziona, perché la nostra è un'attività un po' complessa. Venivo di solito messa al corrente che ci sarebbe stata un'azione di rating sul rating sovrano italiano o spagnolo e che bisognava... soprattutto perché il mio ruolo era quello di aiutare nella parte di comunicazione e di espressione poi di quelle che erano le nostre analisi verso i media e verso il pubblico. Ma non sapevo assolutamente quando e come il comitato sarebbe stato composto, ecco. La mia era una informazione, di, diciamo, di conoscenza preliminare di importanti fatti che riguardavano la mia area geografica.*

PUBBLICO MINISTERO - Presidente, io faccio una contestazione formale.

PRESIDENTE - Prego.

PUBBLICO MINISTERO -- La domanda che ponevo alla teste al 25.7.2011 era la seguente. Pagina 12, sestultimo rigo circa. "Senta, quando vengono fatti dei rating che riguardano l'Italia da analisti che sono in Londra, lei come responsabile rappresentante legale di Standard per l'Italia, viene messa a conoscenza?", esattamente la stessa che ho fatto oggi; risposta: "No, io apprendo delle azioni di rating quando vengono diffuse", punto.

AVVOCATO BORGOGNO -- No, no, Presidente, no, scusi, no scusi, la contestazione non è...

PUBBLICO MINISTERO -- Fate finire, fate finire.

PRESIDENTE -- Un momento...

AVVOCATO BORGOGNO -- No, no, ma voglio solo dire...

PUBBLICO MINISTERO -- Posso chiedere di finire ancora, Presidente?

PRESIDENTE -- Facciamo finire, non ha concluso. Dopodiché lei... prego.

PUBBLICO MINISTERO -- Si aggiunge, io dico: "Come me, che non lo so prima?", risposta: "Ovviamente so che sta uscendo un comunicato e questa...".

AVVOCATO BORGOGNO -- E mi pare non ci sia contraddizione.

PRESIDENTE - Avvocato, ma se non ha finito!

AVVOCATO BORGOGNO - E quanto ci mette? Ha finito la contestazione?

PUBBLICO MINISTERO -- Ma perché deve essere lei a decidere quanto ci metto io, Avvocato?

PRESIDENTE -- Avvocato, ma questo non è consentito, "quanto ci mette"!

AVVOCATO BORGOGNO -- Ma scusi, aveva letto il brano che vuole contestare, io dico che non c'è, non c'è...

- PRESIDENTE – Eh, ma noi non abbiamo inteso, perché lei conosce gli atti, noi il verbale della Pierdicchi...
- AVVOCATO BORGOGNO – Ma ha appena finito la lettura.
- PRESIDENTE – Ma non l'ha finita, Avvocato.
- PUBBLICO MINISTERO – Ha dimenticato l'Avvocato alcune regole.
- AVVOCATO BORGOGNO – Ma allora se ha qualcosa ulteriormente da leggere...
- PRESIDENTE – Ma se lei interrompe, come fa a finire di leggere?
- AVVOCATO BORGOGNO – Ma se non interrompo poi la teste risponde.
- PRESIDENTE – La teste non deve rispondere, aspetti un attimo. Ha capito che non deve rispondere, immagino. Facciamo fare la contestazione, dopodiché...
- DICH PIERDICCHI – Non c'è problema.
- PRESIDENTE – Prego.
- PUBBLICO MINISTERO – Ribadisco, alla domanda che io facevo la prima risposta è: “No, io apprendo delle azioni di rating quando vengono diffuse, non ho...”.
- PRESIDENTE – Questo abbiamo capito.
- PUBBLICO MINISTERO – Io rispondo: “Come me?”, “No, ovviamente so che sta uscendo un comunicato”, io dico: “E' questa la domanda”, riposta: “Però l'ufficio italiano non è assolutamente coinvolto nella gestione del rating”.
- DICH PIERDICCHI – **Nella gestione del rating.**
- PUBBLICO MINISTERO – Allora, torno a chiedere, visto che mi è sembrata diversa la risposta, quando l'azione di rating viene emessa, lei ha in anticipo conoscenza dell'azione di rating? Del rating? Cioè, di quello che viene valutato? Del giudizio finale? Sì o no?
- AVVOCATO BORGOGNO – Posso oppormi?
- PRESIDENTE – La teste ha già risposto, ha detto: “Il contenuto no, solo la notizia”.
- DICH PIERDICCHI – *No, io so solo che ci sarà, in un certo periodo...*
- AVVOCATO BORGOGNO – Scusi Presidente, però se poi non mi lascia intervenire... a questo punto vorrei intervenire io.
- PRESIDENTE – Prego.
- AVVOCATO BORGOGNO – Per dire che basta continuare... a parte che quello che il Pubblico Ministero ha letto non è in contraddizione con quello che la teste ha detto, ma basta continuare a leggere la contestazione per ritornare... adesso le risparmio, se vuole gliela leggo, ma basta leggere le righe successive per ritornare esattamente a quello che la teste ha detto poco fa. Quindi ripeto, non c'è contraddizione. Se poi vogliamo introdurre delle contestazioni che non servono a nulla...
- PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io continuo a non aver capito se il contenuto del rating la Pierdicchi lo conosca in anticipo o no.
- DICH PIERDICCHI – *Nessuno può conoscere il contenuto di un rating in anticipo...*
- PUBBLICO MINISTERO – Benissimo.
- DICH PIERDICCHI – *... perché è deciso da un comitato e non può essere in alcun modo conosciuto da nessuno, neanche dagli stessi analisti perché il comitato che...*
- PRESIDENTE – Quindi lei sapeva che ci sarebbe stato il rating.
- PUBBLICO MINISTERO – Quindi qual è il momento...?

DICH PIERDICCHI – *La mia conoscenza si riferisce, e di solito proviene da un manager gestionale o addirittura dall'attività di comunicazione, che informa che in una certa settimana o giorno...*

PRESIDENTE – Ci deve essere il rating.

DICH PIERDICCHI – *... ci sarà un comitato e che pertanto dovremo prepararci a gestire la comunicazione relativa a quel comitato. Io non so in alcun modo, se non dai documenti pubblici, le analisi precedenti. Posso fare le mie speculazioni, ma non ho la minima idea di quello che il comitato potrà decidere, perché il comitato decide a maggioranza.*

PUBBLICO MINISTERO – Va bene.

DICH PIERDICCHI – *Quando poi il comitato decide, c'è un comunicato stampa che viene diffuso e io apprendo a fine comitato quale sarà, di solito dal comunicato stampa, qual è l'esito.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi scusi, lei non conosce mai il contenuto del rating prima del momento ufficiale di uscita del rating stesso?

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, la teste ha già risposto.

PUBBLICO MINISTERO - Presidente, ma se io faccio questa domanda è perché devo fare una nuova contestazione.

DICH PIERDICCHI - *Attenzione, signor Giudice, è importante, la comunicazione ufficiale al mercato avviene dopo dodici ore da questa...*

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, io dico prima di quelle dodici ore.

PRESIDENTE – Facciamo spiegare.

DICH PIERDICCHI – Mi fa spiegare?

PUBBLICO MINISTERO – Prego.

DICH PIERDICCHI - *Allora, il comitato finisce, notifica all'emittente specifico la decisione di rating e la bozza del comunicato. Dopo dodici ore per regolamentazione questo deve essere comunicato. In quelle dodici ore, chiamate cosiddette "black period", perché sono di alta confidenzialità, io posso venire a sapere dalla comunicazione o da un responsabile che mi comunica, l'azione di rating e che verrà pubblicata presumibilmente a quelle ore, quel giorno.*

PRESIDENTE – Quindi si tratta di un anticipo di ore.

DICH PIERDICCHI – *Sì, di ore di solito. Certo, per forza, perché sono dodici ore di solito, però lo posso sapere, ovviamente, in massima confidenzialità. È chiaro che lo posso sapere perché devo anche io predisporre, però al momento in cui, ripeto, in quel periodo limitato tra quando il comitato ha emesso il rating e quando viene pubblicato. È chiaro che sia la comunicazione che le persone che vi lavorano, devono sapere.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi, mi scusi, lei ha detto: "Lo posso sapere in massima confidenzialità", quindi che cosa può sapere?

DICH PIERDICCHI – *Tutto è massima confidenzialità.*

PUBBLICO MINISTERO – Certamente, che cosa lei può sapere in massima confidenzialità?

PRESIDENTE – Il contenuto del rating, l'ha detto.

DICH PIERDICCHI – *Il comunicato stampa dell'azione di rating.*

PRESIDENTE – L'ha detto la teste.

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, nel caso...

DICH PIERDICCHI – *L'esito del rating viene sintetizzato in un comunicato stampa che viene emesso alla fine di un comitato, dopo averlo inviato all'emittente. Quello stesso... be', ovviamente magari viene anticipata la sola azione di rating, l'esito del comitato è quello, segue il comunicato stampa che viene poi diffuso e la preparazione dell'attività di media, di contatti.*

PRESIDENTE – Serve un po' anche...

DICH PIERDICCHI – *Anche a prepararsi, a sapere come rappresentare l'analisi.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi lei conosce...? Ma il comunicato riporta l'esito dell'azione di rating?

DICH PIERDICCHI – Certo.

PUBBLICO MINISTERO – *Quindi lei conosce in anticipo, diciamo così, l'esito dell'azione di rating?*

DICH PIERDICCHI – In anticipo, ripeto, in quel periodo che...

AVVOCATO GOLINO – Credo abbia risposto tre volte, Presidente.

PUBBLICO MINISTERO – Ho capito, Presidente, io volevo solo sapere se prima che il pubblico sappia l'esito dell'azione di rating...

DICH PIERDICCHI – Certo.

PUBBLICO MINISTERO - ...lei conosce già l'esito dell'azione di rating.

PRESIDENTE – In quel margine di tempo, anche a quel fine ulteriore.

PUBBLICO MINISTERO – Cioè quale margine di tempo? Dodici ore prima?

AVVOCATO GOLINO - Presidente, però ripetere quattro volte la stessa domanda per avere la stessa risposta...

PUBBLICO MINISTERO - Presidente, io voglio tentare, e non ci sto riuscendo questa mattina perché probabilmente, diciamo così, sono io infelice nelle mie domande, ma poiché abbiamo affrontato questo problema con la Pierdicchi, anche nella successiva sessione dell'ascolto, dove ci sono le risposte, io pregherei, Presidente, di farmi insistere un attimo su questo perché io voglio che sia chiaro. Abbiamo detto, l'esito dell'azione di rating, Italia bocciata, per intenderci, non il comunicato intero, non l'azione, non il rapporto, l'esito, quindi il credit score assegnato a seguito dell'azione di rating, lei lo conosceva in anticipo?

DICH PIERDICCHI - *Lo conosco quando me lo comunica, dopo, alla chiusura di un comitato, dopo un comitato, quando me lo comunicano in quelle dodici ore...*

PUBBLICO MINISTERO – Ah, quindi nelle dodici ore in cui, insomma, si comunica al governo?

AVVOCATO BORGOGNO – Presidente, però l'insistenza del Pubblico Ministero non può significare ripetere dei concetti...

DICH PIERDICCHI – Non c'è nessun problema.

PUBBLICO MINISTERO – Mi spieghino loro quando ha Pierdicchi ha conoscenza dell'esito del comitato.

DICH PIERDICCHI – *Quando mi viene comunicato, di solito...*

PUBBLICO MINISTERO – Quando?

DICH PIERDICCHI – *Quando mi viene comunicato o dal responsabile della comunicazione, o dal un...*

PRESIDENTE – Di regola le veniva comunicato?

DICH PIERDICCHI – *Il rating sovrano direi di sì, e anche altri rating importanti di regola mi vengono comunicati.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi le veniva comunicato prima, cioè, che fosse comunicato al governo dell'entità valutata?

DICH PIERDICCHI – No.

PUBBLICO MINISTERO – No. Benissimo, Presidente, faccio una contestazione.

AVVOCATO BORGOGNO – Presidente ci opponiamo a questo tipo di domande, scusi Presidente, posso...?

PRESIDENTE – Non si può opporre alla domanda perché la teste sta precisando. Ma facciamo precisare alla teste, che è quella che conosce com'è andata.

AVVOCATO BORGOGNO – Mi scusi, Presidente, se mi fa parlare, mi scusi Presidente, ci opponiamo a questo metodo perché la teste risponde in maniera che è chiara a tutti e il Pubblico Ministero insiste con domande che cercano di sviare le risposte.

PRESIDENTE – No, adesso non ripeteva la domanda, era diversa.

AVVOCATO BORGOGNO – Non so se... non ho mai sentito una teste più chiara nelle risposte.

PRESIDENTE – Avvocato!

DICH PIERDICCHI – *Come responsabile del mio ufficio, io ho diritto di sapere l'esito del comitato. Il periodo è quello che va dalla chiusura del comitato a cui viene subito... subito dopo il quale viene notificato ovviamente anche l'emittente, ma questo io non so a che ora viene comunicato all'emittente perché se ne occupano gli analisti, c'è poi la diffusione del comunicato stampa e quindi poi la predisposizione dell'attività di comunicazione. Io di questo vengo informata a chiusura del comitato. Poi che sia subito dopo, un'ora dopo, due ore dopo, per noi è irrilevante perché io non ho comunque... non mi occupo della questione analitica, devo solo predisporre l'attività di comunicazione. Quindi non è...*

PUBBLICO MINISTERO – Presidente...

PRESIDENTE – Prego.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, nelle dichiarazioni che la dottoressa Pierdicchi ha rilasciato il 25.7.2011, dalle risposte che io prima ho usato per la contestazione si diceva: "Apprendo delle azioni di rating quando vengono...".

AVVOCATO CASTAGNO – A che pagina?

PUBBLICO MINISTERO – Sempre pagina 12: "So che sta uscendo un comunicato", questa è la risposta che viene data. Oggi ci sta dicendo che conosce anche il contenuto del comunicato e che l'esito dell'azione di rating. È corretto o mi sbaglio.

DICH PIERDICCHI – Allora, l'esito dell'azione di rating è il titolo del comunicato, perché è quello stesso...

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo, benissimo.

DICH PIERDICCHI – *Allora, l'esito del comunicato lo conosco, e quasi sempre è subito dopo associato ad un comunicato stampa di cui ci dobbiamo occupare. Che sia dieci minuti, un'ora o due ore dopo, non cambia assolutamente nulla, perché il comunicato deve essere rivisto dagli analisti, dagli editori, a volte arriva prima, a volte arriva dopo, non mi ricordo neanche quando è arrivato.*

PUBBLICO MINISTERO – Bene, molto bene. E ascolti, che cosa è successo il 12 gennaio 2012? Perché quando lei è stata ascoltata il 30 gennaio 2012 da me, parlando del momento in cui lei aveva conosciuto l'esito del comitato che aveva esercitato l'azione di rating nei confronti dell'Italia...

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Chiedo scusa, questa non è una domanda, è una contestazione senza domanda. Prima faccia la domanda e poi...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io faccio una domanda, quando ha conosciuto...

PRESIDENTE – La domanda secca, Pubblico Ministero.

PUBBLICO MINISTERO – Certo, quando ha conosciuto l'esito dell'azione di rating dell'Italia nel gennaio 2012?

DICH PIERDICCHI – *Gennaio 2012, se non sbaglio, era giovedì ed io ero...*

PUBBLICO MINISTERO – No, era venerdì, era 13 gennaio.

DICH PIERDICCHI – *No, ma io il giovedì prima, il giovedì prima...*

PUBBLICO MINISTERO – Ci sono tutti gli orari.

DICH PIERDICCHI - *...ero a Roma per un'audizione alla Camera o al Senato, scusate ma non ricordo.*

PRESIDENTE – In che giorno era a Roma?

DICH PIERDICCHI – *Era giovedì se non sbaglio, perché il giorno dopo era venerdì.*

PUBBLICO MINISTERO – Sì.

DICH PIERDICCHI – *Noi sapevamo che quella settimana si risolveva un importante credit watch, messa sotto osservazione di sedici Paesi europei, quindi ci attendevamo che le notizie arrivassero entro giovedì, perché venerdì sera, a mercati chiusi, si sarebbe pubblicato. Io ero a Roma 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.*

PUBBLICO MINISTERO – Che ora era in quel momento?

DICH PIERDICCHI – *Ah, io non ricordo, stavo andando all'aeroporto, penso fosse tra le cinque e le sei, le sette, non ricordo, quell'audizione era...*

PUBBLICO MINISTERO - Quindi...bene, ascolti, il governo italiano aveva avuto conoscenza di quella azione di rating?

DICH PIERDICCHI – *Non lo so, non lo so.*

PUBBLICO MINISTERO - *Come non lo sa? Lei non sa...? Scusi, mi faccia capire una cosa...*

DICH PIERDICCHI – Io non entro nel processo analitico, sono gli analisti...

PUBBLICO MINISTERO – Certamente, però lei ha la supervisione sul rispetto delle policy e delle regole che sovrintendono e delle regole che sovrintendono...

DICH PIERDICCHI – *No, no, no.*

PUBBLICO MINISTERO – No, fatemi finire, Pierdicchi, mi faccia finire la domanda. Mi faccia finire. A che ora viene pubblicato sul sito internet di Standard & Poor's l'azione di rating?

DICH PIERDICCHI – *Allora, la pubblicazione avviene venerdì a mercati chiusi.*

PUBBLICO MINISTERO – A che ora? Non si ricorda?

DICH PIERDICCHI – L'ora precisa non la ricordo.

PUBBLICO MINISTERO – All'incirca?

DICH PIERDICCHI – Non lo so, perché io non ero neanche in ufficio, l'ho sentito alla radio la notizia.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, lo possiamo verificare.

DICH PIERDICCHI – *Comunque sarà stato a mercati chiusi.*

PRESIDENTE – Approssimativamente?

DICH PIERDICCHI – *Il venerdì successivo, cioè ventiquattrore dopo, circa. A mercati chiusi.*

PUBBLICO MINISTERO – Si, a mercati chiusi per l'Italia.

DICH PIERDICCHI – *Be', sì.*

PUBBLICO MINISTERO – *Eh, per l'Italia, ecco, quindi parliamo dopo le quattro del pomeriggio?*

DICH PIERDICCHI – Tutte le azioni di rating sovrano venivano sempre emessi a chiusura dei mercati, e queste riguardavano sedici paesi europei, quindi erano...

PUBBLICO MINISTERO – *Si, Presidente, possiamo chiedere di rispondere alla domanda precisa? Altrimenti poi allarghiamo... io voglio sapere in questo momento se si è verificato, nel caso del declassamento del gennaio 2012, che la dottoressa Pierdicchi ha avuto conoscenza dell'esito dell'azione di rating così come ha descritto prima. Abbiamo detto che a mercati chiusi il 12 gennaio alle 16:00 c'era...*

PRESIDENTE – *Chiediamo, in questo caso lei ha avuto conoscenza anche...?*

DICH PIERDICCHI – *Non ho capito la domanda, io ho avuto conoscenza il giovedì sera. Il venerdì mattina c'è stata una conference call per informare tutti, presenti anche i responsabili di quality, che sono quelli che intervengono nel periodo black period per garantire che la comunicazione sia il più possibile chiara, eccetera, secondo le regole. Venerdì mattina ho saputo tutte le azioni di rating dell'Europa che sarebbero state pubblicate il venerdì sera...*

PUBBLICO MINISTERO – Quelle dell'Italia lei quando le ha sapute?

DICH PIERDICCHI – *Be', era un unico comunicato per tutta l'Europa.*

PRESIDENTE – *Sedici Paesi, ha detto.*

PUBBLICO MINISTERO – No, scusi, lei ha detto che ha saputo giovedì sera da Panichi...

DICH PIERDICCHI – *Dell'Italia.*

PUBBLICO MINISTERO – ...che l'Italia veniva declassata.

DICH PIERDICCHI – *Sì, sì, perché Panichi essendo un analista, vorrei rappresentare...*

PUBBLICO MINISTERO – *Esatto, sì, sì.*

DICH PIERDICCHI – *Essendo un analista ed essendo le banche sempre parte di quei comitati, perché c'è un coordinamento analitico tra la parte banca e la parte sovrano, aveva saputo, penso da un suo collega, che il comitato si era chiuso con quell'esito.*

PRESIDENTE – Quindi lei lo ha saputo casualmente?

DICH PIERDICCHI – *E io l'ho saputo da lui, ma è normalissimo, può succedere. Poi l'ho saputo anche dagli altri miei colleghi.*

PUBBLICO MINISTERO – *Ma succede sempre? Succede sempre che quindi lei abbia...?*

PRESIDENTE – *Pubblico Ministero, faccia finire la teste.*

DICH PIERDICCHI – *Io siccome ero con lui in quel momento, l'ho appreso da lui, ma non so se uno... dopo l'avrei saputo dal mio responsabile o di comunicazione o da altri.*

Cioè, non era un problema, è normalissimo che io possa sapere dal mio collega che ha una immediata... perché per lui, siccome ha un immediato impatto, perché tutti gli analisti delle banche appena apprendono di un cambiamento sovrano, devono mettersi al lavoro sulla revisione di "N" banche, quindi avrebbe lavorato probabilmente la notte Panichi per cominciare già il lavoro, lo ho appreso casualmente da lui, ma l'avrei potuto apprendere da altri, non è un problema questo. E' ancora una volta la separazione tra attività analitica, che partecipa al processo e quindi è dentro a delle comunicazioni analitiche che io non conosco, e invece io

che ero... avrei ricevuto la stessa notizia probabilmente o dalla comunicazione o dal responsabile gestionale che mi avrebbe informato, basta.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi prendo atto del fatto che abbiamo cominciato con il dire che il General Manager...

PRESIDENTE – Pubblico Ministero...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, ma io devo fare il mio lavoro anche evidenziando a mio avviso, sarà sbagliato, delle contraddizioni...

PRESIDENTE – Ma dopo lo farà in sede di discussione.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, ma io devo farlo anche perché sia dato atto a verbale.

AVVOCATO GOLINO – Se ci sono delle domande, bene. Ma spiegare le risposte non è ammissibile.

PUBBLICO MINISTERO – Io faccio una domanda nuova, e cioè...

PRESIDENTE – Faccia la domanda.

PUBBLICO MINISTERO – Poiché è emerso che lei conoscesse solo che stava uscendo un comunicato, ora lei sta dicendo che in questo caso, nel caso del declassamento del 2012, lei lo viene a conoscere quasi ventiquattrore prima, cioè giovedì sera. Lei ha detto che venerdì pomeriggio a mercati chiusi, immagino dopo le 16:00, fosse stato pubblicato il declassamento, lei invece lo ha saputo giovedì pomeriggio o giovedì sera.

Omissis:

PUBBLICO MINISTERO – Sì Presidente, faccio la contestazione. Andiamo al verbale del 30 gennaio 2012, il Pubblico Ministero chiede a che ora aveva avuto...

AVVOCATO CASTAGNO – A che pagina?

PUBBLICO MINISTERO – Pagina 16 ho detto.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – No, non lo ha detto.

PUBBLICO MINISTERO – Mi scuso, pagina 11 il Pubblico Ministero vuole sapere a che ora la dottoressa Pierdicchi ha conosciuto l'esito del comitato con il declassamento: "Giovedì sera? Il 12?", risposta: "Sì", "A che ora?", "Stavamo tornando da Roma, sarà stato pomeriggio tardi, quasi sera". 16, metà pagina circa.

PRESIDENTE – Così ha detto.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, mi faccia...

PRESIDENTE – Oggi Pubblico Ministero...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, è delicato, non è facile, Presidente.

PRESIDENTE – E lo so, però la domanda...

PUBBLICO MINISTERO – Mi consenta allora di fare... allora, siccome io sto cercando di capire se la norma che prevede che si debba comunicare dodici ore prima, non ventiquattrore prima, all'entità valutata, al governo...

PRESIDENTE – E sì, la rilevanza, in modo tale da...

PUBBLICO MINISTERO – Voglio sapere la Pierdicchi quante ore prima lo sa.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Ma ha risposto.

PUBBLICO MINISTERO – Ma devo poter parlare, Presidente!

PRESIDENTE – Prego. Quindi, la rilevanza?

PUBBLICO MINISTERO – La rilevanza, Presidente, è che la dottoressa Pierdicchi mi risponde in quella data, pagina 16 di quel verbale: “Stavamo tornando da Roma, sarà stato pomeriggio tardi, quasi sera, sei e mezzo, sette”.

AVVOCATO GOLINO – Quella è la risposta.

PRESIDENTE – Un attimo.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, questa è la risposta che all'epoca ha dato, chiedo, voglio sapere, conferma che ha dato...

AVVOCATO BORGOGNO – Ma l'ha detto prima!

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – L'ha già detto, Presidente.

PUBBLICO MINISTERO – Conferma che è stato ascoltato alle sei e mezzo, sette? Non ha dato questa risposta ancora, non ha specificato l'orario perché ha detto che non ricordava.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Presidente, però posso chiedere...

PUBBLICO MINISTERO – Vogliamo sapere se conferma l'orario che ha detto all'epoca.

AVVOCATO BORGOGNO – Ma l'ha detto prima.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – L'ha detto prima, tra le cinque, le sei, le sette...

PRESIDENTE – Ma se conferma non succede niente.

PUBBLICO MINISTERO – No, facciamolo dire alla teste.

AVVOCATO FRANCESCO ISOLABELLA – Lo ha già detto, Presidente.

DICH PIERDICCHI – *Confermo che era in serata, non ricordo se erano le sei, le sei e mezzo, le cinque e mezzo.*

PRESIDENTE – Mentre andava in aereo.

DICH PIERDICCHI – *Rientravo a Milano ed era del tutto normale che ci fossero i comitati in quei giorni, in quel giorno. Non è una cosa... era una cosa normalissima.*

PRESIDENTE – Non era insolito.

DICH PIERDICCHI – *No, assolutamente, perché quando c'è la...*

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, quindi allora se lei mi sta confermando che l'ha ascoltato alle sei e mezzo, sette, del 12 gennaio, di giovedì 12 gennaio...

Omissis;

DICH PIERDICCHI – *Sì, più o meno sì, perché andavo... tornavo a Milano per cena, avevamo fatto l'udienza in Camera fino al tardo pomeriggio, poi abbiamo preso il taxi e siamo andati subito. Poi io sono andata a cena.*

PRESIDENTE – Lei sa... si ricorda a che ora è arrivata a Milano?

DICH PIERDICCHI – *Per cena, penso verso le nove, così, più o meno, nove, nove e mezzo, perché sono arrivata che le persone a cena erano già sedute.*

PRESIDENTE – Va bene, è quello l'orario, ci siamo arrivati.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, faccio solo notare, Presidente, che la dottoressa Pierdicchi indica quell'orario, sei e mezzo, sette, a tredici giorni dal declassamento. Avvenne il 13 gennaio il declassamento, lei fu sentita dopo diciassette giorni, penso che la memoria fosse più fresca di oggi.

PRESIDENTE – Quindi all'epoca ricordava con maggiore precisione, all'epoca ricordava forse con precisione l'orario.

DICH PIERDICCHI – Sì, sì, ma è super-presumibile che fosse più per le sei e mezzo che sette, adesso non ricordo in questo momento.

PRESIDENTE – Va bene, va bene.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene. La successivamente domanda è la seguente: dunque, se la pubblicazione, la diffusione al pubblico dell'azione di rating avviene nel pomeriggio di venerdì, a mercati chiusi, diciamo che quindi lei conosceva l'esito di quella azione di rating ventiquattro ore prima circa?

DICH PIERDICCHI – A chiusura del comitato, sì, non so se fossero ventiquattro...

PUBBLICO MINISTERO – Lei quindi conosce sempre ventiquattrore prima...

DICH PIERDICCHI – Dipende da quando me lo comunicano.

PUBBLICO MINISTERO - ...gli esiti delle azioni di rating?

DICH PIERDICCHI – Dipende quando lo comunicano.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi non esistono policy che prevedono...

DICH PIERDICCHI – No.

PUBBLICO MINISTERO - ...che lei debba avere, diciamo, comunicazione solo quando è reso pubblico il rating?

DICH PIERDICCHI – Come ho già spiegato, io posso saperlo prima che sia reso pubblico.

PUBBLICO MINISTERO – Poi lo vedremo, lo conosciamo le norme.

PRESIDENTE – Però ha detto in un margine di dodici ore, prima.

DICH PIERDICCHI – No, dodici ore è la notifica all'emittente, signor Giudice.

PUBBLICO MINISTERO – Certo.

DICH PIERDICCHI – Sono due cose diverse.

PRESIDENTE – Ovvero?

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, quindi cerchiamo di capire lei invece quanto tempo prima?

DICH PIERDICCHI – Posso spiegare il processo?

PRESIDENTE – Spieghi, spieghi.

DICH PIERDICCHI – C'è un comitato.

PRESIDENTE – Sì.

DICH PIERDICCHI – *Finisce il comitato. Poi gli analisti devono lavorare alla rifinitura del comunicato stampa, passare per gli editors, fare delle prassi, che io non conosco neanche in dettaglio. Dopodiché viene la notifica all'emittente. La notifica all'emittente e scattano le dodici ore, secondo la regola, che non so se sono lavorative, mi sembra, vorrei ecco dire lavorative, per ... alla fine delle dodici ore, dobbiamo comunicare. Quindi* Quindi gli analisti tengono conto di queste dodici ore di notifica per calcolare i tempi di uscita. Però io non so quando gli analisti notificano all'emittente, perché c'è sempre un lavoro, il cosiddetto follow up del comitato, quindi questo io non lo so.

PRESIDENTE – E nel caso di specie cosa si era verificato? Perché lei viene a conoscenza in anticipo?

DICH PIERDICCHI – Perché a chiusura del comitato gli analisti comunicano ai loro superiori, che loro volta comunicano alle persone interessate che il comitato è chiuso e che si è chiuso con questo esito. Il mio collega lo sapeva perché ovviamente il suo collega, compagno credo, uno dei suoi compagni di team, era seduto nel comitato e gli avrà detto: "Il comitato è finito così".

PRESIDENTE – Va bene.

DICH PIERDICCHI – “Quindi mettiamoci al lavoro, perché se c'è questo esito dobbiamo fare...”; l'aveva saputo...

PUBBLICO MINISTERO – Quindi gli esiti dei rating dei singoli Paesi li conoscono sia gli analisti che li hanno deliberati, sia i General Manager, come lei?

DICH PIERDICCHI – Be' no, allora...

PUBBLICO MINISTERO – In anticipo rispetto ai governi.

DICH PIERDICCHI – Gli analisti che li hanno deliberati, per definizione...

PUBBLICO MINISTERO - Chiedo scusa, dottoressa, finisco la domanda, per essere più preciso.

DICH PIERDICCHI – Non tutti i General Manager, ma il General Manager dell'Italia lo viene... cioè certamente.

PUBBLICO MINISTERO – Finisco un attimo la domanda, mi perdoni. Quindi a conoscere nel lasso temporale antecedente a quello dell'entità valutata, diciamo così, l'esito del rating sono sia gli analisti che lo deliberano, sia lei come General Manager?

DICH PIERDICCHI – *Io come General Manager sì, l'ho appreso.*

PUBBLICO MINISTERO – Qual è la previsione che contempla questa prassi? C'è una previsione nelle vostre policy che prevede che lei debba saperlo anche prima che venga comunicato?

DICH PIERDICCHI – Certo, c'è la previsione che...

PUBBLICO MINISTERO – Me la vuole indicare?

DICH PIERDICCHI – E' possibile, sono possibili comunicazioni ai General Manager, riguardanti attività di rating...

PUBBLICO MINISTERO – L'esito del rating proprio.

DICH PIERDICCHI – *L'esito del rating, certo.*

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, io aspetto che lei ci produca magari qual è questa previsione nelle vostre policy.

AVVOCATO GOLINO – La produrremo noi.

Omissis;

Affrontando il tema della divulgazione del comunicato, la teste ha chiarito il ruolo svolto da Paola Valentini, spiegando che la stessa in qualità di 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, gli incontri e le *conference call* con i giornalisti, la traduzione e la diffusione dei comunicati del *rating* sovrano:

Omissis;

DICH PIERDICCHI – *Paola Valentini era sia responsabile della comunicazione per l'ufficio di Milano, che anche delle relazioni con gli investitori dal punto di vista, diciamo, di marketing, ecco.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi che cosa curava la Valentini?

DICH PIERDICCHI – *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.*

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, ci sono...

DICH PIERDICCHI – *Ci portava anche il team analitico nella messa a punto del comunicato in maniera più adeguata. Queste cose qui.*

PUBBLICO MINISTERO – La traduzione in italiano dei comunicati stampa chi la curava?

DICH PIERDICCHI – *Dipende, allora, abbiamo introdotto un comunicato in italiano, la traduzione in italiano per il rating sovrano per facilitare la miglior comprensione da parte dei giornalisti. Essendo un linguaggio molto tecnico, spesso i giornalisti fuorviavano un po' il significato e allora introducemmo qualche anno fa... parecchi anni fa, la traduzione, che veniva curata a volte dalla stessa Paola Valentini, in collaborazione magari con i legali, oppure da altri specialisti di traduzione interni.*

PUBBLICO MINISTERO – Lei non partecipava a queste traduzioni?

DICH PIERDICCHI – *Qualche volta Paola mi ha chiesto dei consigli, siccome conoscevo l'inglese un po' meglio di lei, mi chiedeva qualche consiglio di... riguardavo, diciamo, la traduzione perché volevamo essere molto precisi, ma il comunicato usciva sempre in inglese e in italiano. L'italiano era fatto soprattutto per i media, e ci ha aiutato molto a far capire le nostre analisi...*

(cfr. fogli 10 e ss. del verbale trascrittivo dell'udienza del 19.1.2016)

Omissis:

La teste ha spiegato, inoltre, che l'azione di *rating* veniva pubblicata con il *Research Update* seguito da un comunicato stampa, in lingua italiana.

Seguivano le FAQ (*Frequently Asked Questions*).

Nel corso dell'esame effettuato dai difensori e in sede di controesame, la Pierdicchi si è ulteriormente diffusa sull'organizzazione di S&P, sulle *policy*, sui ruoli esclusivamente manageriali degli imputati Deven Sharma e Yann Le Pallec⁴⁸.

Quanto al contenuto delle intercettazioni in precedenza esaminate, la teste si è preoccupata di fornire una giustificazione sul tenore delle stesse conversazioni, adducendo che l'apertura delle indagini della Procura di Trani aveva determinato all'interno di S&P una serie di tensioni anche in ragione della pressione mediatica.

9. Le condotte oggetto di specifica contestazione: dal taglio dell'*outlook* del 21 maggio 2011 al doppio declassamento del 13 gennaio del 2012.

Come in precedenza evidenziato, Il P.M. ha contestato al capo a) dell'imputazione agli imputati **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*) e **Moritz Kraemer** (*Managing Director European Sovereign Ratings*) il delitto di manipolazione del mercato continuato e pluriaggravato previsto e punito

⁴⁸ Cfr. fogli 52-82 del verbale trascrittivo dell'udienza del 29.1.2016

dagli artt. 110, 81 cpv., 61 n. 7 c.p. e 185 co. 1 e 2 D. Lgs. 24/2/1998 n. 58 (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'Agencia Standard & Poor's, esercente attività di rating (attività con cui l'Agencia 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'Agencia (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'Agencia 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 **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;

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”*), 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.

I fatti oggetto dell'imputazione - come è evidente - hanno diversa connotazione e costituiranno oggetto di disamina nel prosieguo della motivazione.

Il P.M., inoltre, al **capo b)** dell'imputazione ha contestato al rappresentante legale di Standard & Poor's - Londra l'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 al capo a) (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..

Occorre pertanto, procedere ad esaminare le condotte correlate alle azioni di S.P. - dal taglio dell'outlook del maggio del 2011 al declassamento del 13 gennaio del 2012, contestate agli imputati e verificare, quindi, se in relazione alle predette condotte o a taluna di esse si configura il reato di manipolazione di mercato e se residua, quindi responsabilità per l'illecito amministrativo a carico di S&P.

10. Il taglio dell'Outlook del debito sovrano del 20 maggio 2011.

L'addebito consiste: **a) nel 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+*"), venerdì 20 maggio 2011; **a1) nella successiva divulgazione delle motivazioni del taglio dell'outlook, con un *report* esplicativo ("*Why we revised the Outlook on Italy To negative*") il successivo 23 maggio (giorno di riapertura dei mercati), con condotta**

artificiosa che, per effetto della *tempistica sfalzata*, avrebbe generato sui mercati una volatilità ed un'incertezza che (con)causava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato; b) nella infondatezza del giudizio di S&P poiché in contrasto con i dati macroeconomici ufficiali del MEF ed in particolare con il comunicato stampa n. 72.

L'imputazione, dunque, si focalizza principalmente sul profilo del "*timing*" dell'*outlook* in oggetto, attraverso cui sarebbero state diffuse al mercato informazioni *price sensitive* che integrerebbero, dunque, un artificio informativo.

Ebbene, sulla irrilevanza penale della contestazione in esame è sufficiente osservare che il Regolamento del 2009, all'art. 3 disciplinava unicamente il "*rating del credito*" e non anche la "*prospettiva di rating*" ("*rating outlook*"), la cui previsione è contenuta nell'art. 3 lett. paragrafo 1 lett. w), individuata in "*un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi*".

Ne consegue che, risultando le previsioni del Regolamento del 2009 riservate al solo "*rating del credito*", deve escludersi che siffatte previsioni possano estendersi alla "*prospettiva di rating*" e, dunque, al taglio dell'*outlook*, che si sottrae, quindi, alla disciplina dell'art. 10, relativa alla comunicazione e presentazione del rating del credito e della sezione B, relativa ai requisiti operativi.

La norma indicata - rubricata "Comunicazione e presentazione di *rating del credito*" - prevede, infatti, 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*", dimostrando l'attenzione del legislatore europeo, non solo al contenuto dei giudizi, ma alle modalità di estrinsecazione e comunicazione dei *rating* al mercato; specularmente, nell'Allegato I (al Regolamento) "*Indipendenza e Prevenzione dei Conflitti di Interesse*" - "Sezione B" (*Requisiti operativi*) comma 3 ultima parte - è prescritto che "*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*".

Il dovere di intervento tempestivo e l'importanza delle comunicazioni ai mercati sono rafforzate dalla previsione inserita nell'Allegato I, "Sezione C", comma 3 lett. "b"⁴⁹: "*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*

⁴⁹ Che tratta delle "*Disposizioni in materia di analisti di rating e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di rating del credito*".

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".

La *ratio* di questa disposizione risiede nella necessità di scongiurare che la tempistica delle azioni di rating sia arbitrariamente "pilotata" e che, in altri termini, possa essere attuata una strategia di comunicazione dei rating secondo una determinata tempistica, strumentale all'ottenimento di un determinato effetto sui mercati; per questo occorre che l'agenzia proceda non già su base selettiva, ma in modo "tempestivo", divulgando il rating solo a seguito di una formale delibera assunta dal Comitato (di rating).

In conclusione, la irrilevanza penale della condotta afferisce al solo dato temporale, avendo il legislatore europeo successivamente colto la necessità di sottoporre a disciplina più stringente, estendendo le regole sui tempi e sulle modalità di comunicazione anche alle azioni che rientrano nella c.d. *prospettiva di rating*, quale appunto l'*outlook*.

Del resto, in linea con quanto auspicato *de iure condendo*, anche a seguito delle indagini condotte dalla Procura di Trani, e di quanto emerso a livello mondiale in ordine alla inadeguatezza delle agenzie di *rating* ad emettere giudizi trasparenti e indipendenti nei confronti degli Stati sovrani, il Regolamento n. 462 del 2013 - che ha modificato il Regolamento n. 1060 del 2009 - ha apprestato una disciplina specifica per i rating sovrani, introducendo l'art. 8 *bis*, in cui rientrano anche le prospettive di *rating*, correlate al *rating* sovrano.

Il Regolamento del 2013, infatti, sin dal considerando n. 1 ha rilevato che "... *Nel frattempo, l'attuale crisi del debito sovrano ha evidenziato la necessità di rivedere i requisiti di trasparenza e procedurali, nonché la tempistica di pubblicazione inerenti in modo specifico ai rating sovrani*".

Inoltre, nei successivi considerando è stato enunciato:

(39) Al fine di contribuire all'emissione di rating sovrani aggiornati e credibili, nonché di facilitare la comprensione da parte degli utenti, è importante riesaminare regolarmente tali rating. È inoltre necessario migliorare la trasparenza in merito alle ricerche svolte, al personale incaricato della preparazione dei rating sovrani e alle ipotesi su cui sono basati i rating del credito emessi dalle agenzie di rating del credito in relazione al debito sovrano.

(40) È fondamentale che gli investitori dispongano di informazioni adeguate per valutare il merito di credito degli Stati membri. Nel quadro della sua attività di vigilanza sulle politiche economiche e fiscali degli Stati membri, la Commissione raccoglie e tratta dati relativi alla situazione e ai risultati economici, finanziari e fiscali di tutti gli Stati membri, la maggior parte dei quali sono pubblicati dalla Commissione e possono pertanto essere utilizzati dagli investitori per valutare il merito di credito potenziale degli Stati membri. Ove opportuno e

disponibile, e fatte salve le norme pertinenti in materia di riservatezza applicabili nel quadro della sua attività di vigilanza sulle politiche economiche e fiscali degli Stati membri, la Commissione dovrebbe integrare le informazioni esistenti relative ai risultati economici degli Stati membri con eventuali fattori o indicatori supplementari che possano aiutare gli investitori a valutare il merito di credito degli Stati membri. Tali fattori dovrebbero essere resi disponibili al pubblico, integrando le pubblicazioni esistenti e altre informazioni diffuse pubblicamente, al fine di fornire agli investitori ulteriori dati al fine di aiutarli a valutare il merito di credito delle entità sovrane e le loro informazioni in materia di debiti. Alla luce di tali considerazioni, è opportuno che la Commissione valuti la possibilità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito al fine di permettere agli investitori di effettuare una valutazione imparziale e obiettiva del merito di credito degli Stati membri, tenendo conto dello sviluppo economico e sociale specifico. Se necessario, la Commissione dovrebbe presentare adeguate proposte legislative.

(41) Le norme attuali prevedono che i rating del credito siano annunciati all'entità valutata dodici ore prima della pubblicazione. Al fine di evitare che tale notifica avvenga al di fuori dell'orario di lavoro e al fine di lasciare all'entità valutata il tempo sufficiente per verificare la correttezza dei dati alla base del rating del credito, l'entità valutata dovrebbe essere informata con almeno una giornata lavorativa piena in anticipo rispetto alla pubblicazione del rating del credito o della prospettiva di rating. L'elenco delle persone abilitate a ricevere detta notifica dovrebbe essere limitato e chiaramente identificato dall'entità valutata.

(42) In considerazione delle specificità dei rating sovrani e al fine di ridurre il rischio di volatilità, è opportuno e proporzionato che le agenzie di rating siano tenute a pubblicare tali rating solo dopo la chiusura delle attività delle sedi di negoziazione stabilite nell'Unione e almeno un'ora prima della loro apertura. Per lo stesso motivo, è altrettanto opportuno e proporzionato che alla fine di dicembre le agenzie di rating del credito siano tenute a pubblicare un calendario dei dodici mesi successivi fissando le date di pubblicazione dei rating sovrani e le date corrispondenti delle relative prospettive di rating, ove applicabile. Tali date dovrebbero cadere di venerdì. Unicamente per i rating sovrani non richiesti il numero di pubblicazioni nel calendario dovrebbe limitarsi a due o tre. Se necessario per conformarsi ai loro obblighi giuridici, le agenzie di rating del credito dovrebbero potersi discostare dal calendario annunciato, presentando nel contempo una spiegazione dettagliata dei motivi di tale scostamento. Tuttavia, tale scostamento non si dovrebbe verificare abitualmente.

(43) Sulla base dell'evoluzione del mercato, la Commissione dovrebbe presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'opportunità e le modalità per sostenere un'agenzia di rating del credito europea preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o di una Fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating del credito. Se necessario, la Commissione dovrebbe presentare adeguate proposte legislative.

(44) Viste le specificità dei rating sovrani e onde prevenire il rischio di contagio all'interno dell'Unione, è opportuno vietare il rilascio di dichiarazioni che annunciano una revisione di un determinato gruppo di paesi qualora non siano corredate di relazioni sui singoli paesi. Inoltre, al fine di rafforzare la validità e l'accessibilità delle fonti di informazione utilizzate dalle agenzie di rating del credito nelle comunicazioni pubbliche relative a modifiche potenziali dei rating sovrani che siano diverse dai rating, dalle prospettive di rating e da qualsiasi comunicato stampa che le accompagna, tali comunicazioni dovrebbero sempre basarsi su informazioni che rientrano nella sfera dell'entità valutata e rilasciate con il consenso di quest'ultima, salvo che l'informazione sia disponibile da fonti comunemente accessibili. Qualora il quadro normativo che disciplina

l'entità valutata preveda che quest'ultima non debba rilasciare tali informazioni, come nel caso di un'informazione privilegiata di cui all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/EC del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (1), l'entità valutata non deve dare il suo consenso.

(45) Ai fini della trasparenza, quando pubblicano i rating sovrani, le agenzie di rating del credito dovrebbero essere tenute a spiegare, nei loro comunicati stampa o nelle loro relazioni, gli elementi fondamentali sottesi ai rating. Tuttavia, la trasparenza dei rating sovrani non dovrebbe indurre a formulare conclusioni sugli indirizzi delle politiche nazionali (economiche, in materia di lavoro o altre). Di conseguenza, sebbene tali politiche possano costituire per l'agenzia di rating del credito un elemento per la valutazione del merito di credito di un'entità sovrana o dei suoi strumenti finanziari e possano essere utilizzate.

I rating sovrani hanno trovato apposita regolamentazione nell'art. 8 bis:

1. I rating sovrani sono emessi in modo da garantire che la specificità individuale di un determinato Stato membro sia stata analizzata. Sono vietati gli annunci di revisione per un determinato gruppo di paesi, se non sono corredati di relazioni su singoli paesi. Tali relazioni sono messe a disposizione del pubblico.

2. Ogni forma di comunicazione pubblica diversa dai rating del credito, dalle prospettive di rating o dai comunicati stampa o dalle relazioni che li accompagnano, di cui all'allegato I, sezione D, parte I, punto 5, relativa a modifiche potenziali dei rating sovrani, non si basa su informazioni che rientrano nella sfera dell'ente oggetto di rating che sono state divulgate senza il consenso di quest'ultimo, salvo che tali informazioni siano disponibili da fonti comunemente accessibili o che non sussistano legittimi motivi che giustifichino il diniego dell'entità a divulgarle.

3. Un'agenzia di rating del credito, tenuto conto dell'articolo 8, paragrafo 5, secondo comma, e conformemente all'allegato I, sezione D, parte III, punto 3, pubblica sul suo sito Internet e trasmette all'AESFEM ogni anno alla fine del mese di dicembre un calendario per i dodici mesi successivi che fissi le date per la pubblicazione di rating sovrani non richiesti e delle prospettive di rating correlate, limitandole a un massimo di tre, nonché le date per la pubblicazione dei rating sovrani richiesti e delle prospettive di rating correlate. Tali date cadono di venerdì.

4. La pubblicazione di rating sovrani o prospettive di rating correlate può discostarsi dal calendario annunciato solo ove necessario per permettere all'agenzia di rating di conformarsi agli obblighi di cui all'articolo 8, paragrafo 2, all'articolo 10, paragrafo 1, e all'articolo 11, paragrafo 1, ed è accompagnata da una spiegazione dettagliata dei motivi dello scostamento.

Nella sezione D del Regolamento è stata aggiunta la parte seguente:

- III. Obblighi aggiuntivi in relazione ai rating sovrani

1. L'agenzia di rating del credito, quando emette un rating sovrano o una prospettiva di rating correlata, fornisce contestualmente una relazione dettagliata che illustra tutte le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze e qualsiasi altra informazione presa in considerazione ai fini della determinazione del rating sovrano o della prospettiva di rating. La relazione è pubblicamente accessibile, chiara e facilmente comprensibile.

2. Una relazione pubblicamente accessibile a corredo di un cambiamento rispetto al rating sovrano precedente o alla prospettiva correlata comprende almeno:

- a) una valutazione dettagliata dei cambiamenti delle ipotesi quantitative che giustificano i motivi del cambiamento del rating e la loro ponderazione relativa. La valutazione suddetta dovrebbe includere una descrizione dei seguenti elementi: reddito pro capite, crescita del PIL, inflazione, saldo di bilancio, saldo dei conti con l'estero, debito estero, un indicatore dello sviluppo economico, un indicatore di fallimento e qualsiasi altro elemento pertinente considerato. A questo va aggiunta la ponderazione relativa di ciascun elemento;
- b) una valutazione dettagliata dei cambiamenti delle ipotesi qualitative che giustificano i motivi del cambiamento del rating e la loro ponderazione relativa;
- c) una descrizione dettagliata di rischi, limiti e incertezze legati al cambiamento di rating; e
- d) una sintesi dei verbali di riunione dei comitati di rating che hanno deciso il cambiamento di rating.

3. Fatto salvo l'allegato I, sezione D, parte I, punto 3, l'agenzia di rating del credito, quando emette rating sovrani o prospettive correlate, li pubblica in conformità dell'articolo 8 bis. La pubblicazione avviene al termine dell'orario di attività dei mercati regolamentati e almeno un'ora prima della loro apertura.

4. Fatto salvo l'allegato I, sezione D, parte I, punto 5, in base al quale, quando annuncia un rating del credito, l'agenzia di rating del credito è tenuta a spiegare nei suoi comunicati stampa o nei suoi rapporti di rating gli elementi fondamentali sottesi al rating del credito, sebbene le politiche nazionali possano costituire un elemento alla base di un rating sovrano, le raccomandazioni politico-economiche, le prescrizioni o le linee guida rivolte alle entità valutate, fra cui gli Stati o le loro autorità regionali o locali, non sono incluse all'interno dei rating sovrani o delle prospettive di rating del credito.

È stato modificato, altresì, l'art. 8 (Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating), con sostituzione del paragrafo 2, con il preciso intento di rafforzare il rispetto delle metodologie:

2. Un'agenzia di rating del credito adotta, applica e garantisce il rispetto delle misure adeguate a garantire che i rating del credito e le prospettive di rating che emette siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che sono rilevanti per l'analisi da essa condotta in base alle metodologie di rating applicabili. Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le informazioni che usa ai fini dell'assegnazione dei rating o delle prospettive di rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili. L'agenzia di rating del credito emette rating e prospettive di rating stabilendo che il rating rappresenta il parere dell'agenzia di rating del credito ed è opportuno farvi affidamento entro certi limiti.

2 bis. Le modifiche ai rating del credito sono emesse in conformità delle metodologie di rating pubblicate dall'agenzia di rating del credito.

Ulteriori modifiche sono state apportate all'allegato III (Sezione I, II e III) del Regolamento del 2009⁵⁰, prevedendo specifiche violazioni a carico delle agenzie di rating per condotte non conformi alle prescrizioni del Regolamento sia per le azioni rating che per le prospettive di rating.

Come risulta documentato, il taglio dell'*outlook* in contestazione - che non integra un'azione di rating, ma configura una *prospettiva di rating* - divulgato dalla "*primary credit analyst*"

⁵⁰ L'allegato III del Regolamento n. 1060 del 2009 contiene l'elenco delle violazioni di cui all'art. 24 paragrafo 1, e all'art. 36 bis, paragrafo 1.

Eileen Zhang (Londra) e dal *Senior Director of European Sovereign Frank Gill* (Londra), come indicato nella nota CONSOB⁵¹, invero, è riconducibile al Comitato.

I nomi dell'analista primario e secondario (che avevano preso parte al Comitato) riportati nella prima pagina del *Reaseach Update* costituivano, come è pacifico, dei meri contatti informativi per il pubblico e per gli investitori.

In punto di fatto, sulla base delle risultanze probatorie, può ritenersi provato che:

- il RU in contestazione - che aveva 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*") - è stato diffuso venerdì 20.5.2011 dalla filiale londinese di S&P;
- Standard & Poor's ha modificato l'*outlook* sul rating della Repubblica italiana da stabile a negativo a causa del rischio che l'elevato indebitamento pubblico potesse persistere nel tempo.

Nel *Rationale* del *Reaseach Update* in oggetto (riprodotto nel Comunicato Stampa, tradotto in italiano), contenente la motivazione analitica - anticipata in sintesi nella c.d. *Overview*⁵² - è

⁵¹ "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 Eileen 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 growt 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".

⁵² Il RU, infatti, è suddiviso in paragrafi:

- *Overview*;
- *Rationale*;
- *Outlook*;
- *Related Criteria and Research*;
- *Ratings List*;

stato spiegato che l'*outlook* sul *rating* della Repubblica italiana del 20 maggio 2011 (*Unsolicited rating*) riflette l'opinione di S&P di maggiori rischi legati al piano di riduzione del debito pubblico a causa di una crescita economica debole, all'incertezza sulle riforme e al possibile stallo politico, che potrebbe contribuire ad uno slittamento delle riforme fiscali.

S&P, pertanto, ha rivisto le prospettive sul *rating* della Repubblica italiana da "stabili a negative", per i *maggiori rischi legati al piano di riduzione per l'indebitamento per il periodo 2011-2014*; con una *probabilità del 33% che i rating potrebbero essere abbassati entro i prossimi 24 mesi*.

Allo stesso tempo S&P ha confermato il *rating* del credito sovrano dell'Italia 'A+/A-1+' ("*We have also affirmed the 'A+/A-1+' sovereign credit ratings on Italy*").

Lunedì 23.5.2011 S&P ha diffuso il *credit FAQ* ("*Why we revisited the outlook on Italy to negative*"), fornendo risposte alle possibili domande degli investitori in merito alla revisione dell'*Outlook*.

La motivazione del taglio dell'*outlook*, dunque, è stata resa nota venerdì 21 maggio, posto che al successivo lunedì sono state rinviate le sole FAQ (*Frequently Asked Questions*), in cui stati introdotti alcuni dati quantitativi, come rilevato nella nota della CONSOB.

Come è emerso nel corso dell'istruttoria dibattimentale, il *RU* e le *credit FAQ* hanno finalità diverse: il primo documento, con il *rationale* fornisce la motivazione analitica del comitato e posta a fondamento del giudizio adottato; il secondo raccoglie tutte le possibili domande degli investitori in relazione alla revisione dell'*outlook* e al merito creditizio dell'Italia (*Here, we address some investor questions related to the outlook revision and our view of Italy's credit quality*), già motivati nel *reseache update* ed in vista della teleconferenza tra analisti ed investitori⁵³.

Nessuna contestazione, peraltro, in ordine alla pubblicazione differita del *credit FAQ* è stata sollevata dall'allora direttore generale del Ministero del Tesoro, prof. Vittorio Grilli, informato nel corso di una conversazione intercorsa con Moritz Kraemer la sera del 20

- *Additional Contact*.

⁵³ Cfr. sulla diversa finalità dei due documenti, cfr. testimonianza della *general manager* Maria Pierdicchi all'udienza del 29.1.2016, ai fogli 58-59 del verbale trascrittivo (esame avv. Castagno); cfr conformi e coerenti sul punto anche le testimonianze dei consulenti delle difese (prof. Ugo Panizza: "... *E' uno strumento che viene usato spesso. Non tutte le azioni di rating richiedono un documento FAQ, ma l'azione di rating dove le agenzie pensano che occorra fornire alcuni dettagli in più, vengono accompagnati questi documenti FAQ, vengono usati da tutte le agenzie di rating, vengono usate da Standard&Poor's, Fitch, Moody's...*"; fogli 14 e segg. verbale trascrittivo dell'udienza del 15.9.2016; prof. Luigi Zingales, udienza del 2.12.2016, fogli 66 e segg. del verbale trascrittivo); la presentazione a firma del c.t. prof. Panizza, depositata in data 9.9.2016 (slides n. 170-173); all. n. 3 (*RU e credit FAQ Moody's*) alla nota di produzione documentale depositata in data 8.1.2017 nell'interesse di tutti gli imputati.

maggio 2011: "... prevediamo di pubblicare la notizia appena dopo mezzanotte, fornendo un maggior contesto all'inizio della prossima settimana con delle FAQ e attraverso una conferenza con gli investitori e i media ..."⁵⁴.

Quanto al profilo della falsità dei giudizi negativi diffusi da S&P, perché in contrasto con i dati macroeconomici ufficiali del MEF ed in particolare con il comunicato stampa n. 72, va rilevato in primo luogo che non risulta contestato in modo specifico il contrasto con i dati macroeconomici elaborati dalla Commissione e dall'OCSE.

Nel merito, infatti, il P.M. in relazione al taglio dell'*outlook* di cui si discute, si è limitato a contestare che "detti giudizi negativi 'diffusi' dall'agenzia erano, peraltro, da ritenere 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 contestazione, non solo è posta a "chiusura" della condotta ritenuta tipica - costituita dal taglio dell'*outlook* - che si sottrae *ratione temporis* al Regolamento n. 1060 del 2009, ma non enuncia nel dettaglio i dati posti da S&P a fondamento del RU, che si porrebbero in contrasto con i dati macroeconomici ufficiali indicati dal MEF nel comunicato stampa n. 72 del 21.5.2011, né indica ulteriori artifici informativi potenzialmente idonei ad alterare il normale corso dei mercati, diversi dall'artificio relativo al *timing*, sulla cui irrilevanza penale si è già argomentato.

Cionondimeno, nonostante la formulazione dell'imputazione, occorre comunque procedere all'esame del merito del taglio dell'*outlook* operato da S&P, per verificare se l'analisi dei documenti prodotti dal P.M. e acquisiti al fascicolo del dibattimento, nonché delle testimonianze di esponenti qualificati del mondo politico ed economico, consenta di rilevare profili di falsità o comunque qualsiasi "altro artificio", anche di carattere informativo, connotato di potenzialità decettiva e ingannatoria, idonei a provocare una sensibile alterazione dei mercati.

Ebbene, ritiene il Collegio che l'esame delle copiose risultanze dibattimentali, imponga di escludere sia la sussistenza della ipotizzata falsità dei dati richiamati nel *rationale* da S&P sia il carattere altrimenti artificioso (fraudolento) della informazione ai mercati.

Va esaminato in primo luogo il Comunicato Stampa del Tesoro n. 72 del 21.5.2011, richiamato nel punto 1 del capo di imputazione.

⁵⁴ Cfr. nota di produzione documentale depositata in data 2.12.2016 (allegato n. 4) e nota di produzione documentale depositata in data 8.1.2017 nell'interesse di tutti gli imputati (all. 3a e 3b).

Nel testo del predetto comunicato si legge:

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 prudenti. 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.*

Come risulta documentato, il MEF con nota del 27.10.2011, a firma della dott. Maria Cannata, ha trasmesso alla Polizia tributaria le valutazioni macroeconomiche delle tre istituzioni internazionali menzionate nel comunicato stampa n. 72 del 21 maggio 2011, contenute nelle rispettive relazioni ("Economic Outlook", maggio 2011, OCSE; "European Economic Outlook", primavera 2011, Commissione europea; "World Economic Outlook", aprile 2011, FMI), posto che nel comunicato del Tesoro era stata utilizzata la tecnica del rinvio a dati elaborati da altre Istituzioni, non essendo stato menzionato alcun dato macroeconomico.

Ancor prima di verificare la sostanziale convergenza dei dati, delle previsioni e delle conclusioni finali rappresentate nel *Research Update*, al fine di attribuire la giusta rilevanza al comunicato stampa n. 72 del Tesoro, va osservato che nella finestra delle c.d. dodici ore - intercorrente tra l'invio della bozza di R.U. al MEF e la sua pubblicazione, al fine di evitare eventuali errori materiali - sono intercorse due interlocuzioni tra Eileen Zhang, Moritz Kraemer (membro votante del comitato, al pari dei coimputati Gill e Zhang, di David Beers e di John Chambers, chiamato a presiedere il Comitato) e il Ministero del Tesoro.

Risultano, infatti, prodotte le due *mail* che la dott. Maria Cannata il pomeriggio del 20 maggio ha inviato a Moritz Kraemer.

Con la prima *mail* (ore 18:52:22) la dott. Cannata ha invitato il dott. Kraemer a contattare il professor Grilli (“*Moritz, il professor Grilli vorrebbe parlarti. Puoi chiamarlo per cortesia al cellulare?. Il suo numero è ...*”).

La *mail* è stata trasmessa per conoscenza anche a Vittorio Grilli.

Con la seconda *mail* (ore 19:49), indirizzata sempre a Moritz Kraemer - inviata per conoscenza ad Eileen Zhang - la dott. Cannata ha sollecitato Kraemer di rinviare la pubblicazione del comunicato sull'Italia:

“Ciao Moritz,

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?

María”.

In data 23 maggio 2011 (ore 2:49) il Kraemer ha inviato alla Zhang una *mail* per informarla del contenuto della conversazione intercorsa con il prof Grilli:

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 dichiari che non è cambiato assolutamente nulla, gli ho parlato dell'ultima pubblicazione ISTAT sul PII., 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 ai livelli pre-crisi e, su questo fronte, riteniamo prevalgano allo stato attuale i rischi negativi (down side).

Moritz Kraemer⁵⁵.

Nell'ambito della citata corrispondenza il MEF, pur esprimendo una certa "sorpresa", non ha eccepito alcun errore o imprecisione sulla bozza di RU ricevuta, avendo chiesto unicamente di valutare la possibilità di rinviarne la pubblicazione poiché il Governo era in procinto di varare misure volte a tenere sotto controllo i conti pubblici e ad evitare lo scostamento di bilancio.

Sostengono i difensori che il taglio dell'*outlook* - da stabile a negativo - fosse una conseguenza diretta della precedente azione di *rating* del mese di novembre del 2010, in cui il Comitato, pur dando atto degli effetti positivi della riforma delle pensioni, di recente varata, aveva tuttavia evidenziato che il rischio chiave per il consolidamento fiscale in Italia era costituito dalla instabilità politica, con necessità di correlato monitoraggio e possibile "*revisione del credito entro sei mesi o anche prima in caso di sviluppi sul piano politico*" ("*we will review the credit within the next six month or sooner if there is any development on the political front*")⁵⁶.

Nel RU pubblicato in data 2 novembre 2010, peraltro, S&P aveva spiegato la conclusione raggiunta nel Comitato, appuntando la propria attenzione sulla instabilità del quadro politico ("*... I rating a breve e lungo termine dell'Italia potrebbero essere soggetti a una pressione negativa (downward) se l'instabilità politica dovesse ostacolare l'attuazione del programma attuale o se il governo non riuscisse a realizzare ulteriori significativi aggiustamenti in seguito al mancato conseguimento degli obiettivi fiscali, determinando un ulteriore incremento del rapporto debito/PIL anche dopo il 2011...*")⁵⁷.

Nel periodo di osservazione, nel corso del primo e del secondo trimestre del 2011, erano sopravvenuti elementi nuovi che avevano determinato il taglio dell'*outlook*.

⁵⁵ Cfr. nota di produzione documentale depositata in data 2.12.2016 (allegati 3 e 4).

⁵⁶ Cfr. produzione documentale depositata in data 9.9.2016 nel corso dell'esame del c.t. prof, Panizza; verbale di sintesi dei rating (Rating Summary Record-RSR; allegato n. 2).

⁵⁷ Cfr. RU, allegato n. 4 della produzione documentale del 9.9.2016.

S&P aveva utilizzato dati identici a quelli delle maggiori organizzazioni internazionali, sia i dati consuntivi sia le previsioni.

La motivazione contenuta nel *Rationale* dell'RU, peraltro, non solo era articolata, ma comprendeva l'analisi sia dei dati qualitativi che di quelli quantitativi.

I fattori che avevano condotto al taglio dell'*outlook* erano sostanzialmente due: 1) la debolezza delle attuali prospettive di crescita; 2) l'incertezza dell'impegno politico in direzione di una tempestiva attuazione di riforme strutturali più incisive a sostegno della crescita.

Nessuna criticità S&P, di contro, aveva espresso né nel RU né nelle *credit FAQ* in ordine al tema della stabilità finanziaria (" ... *We also believe the Italian banking sector has recently been strengthened by additional capital issuance and is in a stronger financial position than it was six months ago. We do not expect the government will provide direct assistance to the Italian banking system in the near term; on the contrary, we expect most of the Tremonti Bonds, which provided four banks' Tier I capital during the 2008-2009 recession, will be repaid this year*").

Proseguendo nella trattazione, ritiene il Tribunale che per formulare un giudizio sulla sussistenza del terzo profilo relativo all'addebito di cui al punto n. 1 dell'imputazione, in riferimento al taglio dell'*outlook* del maggio del 2011, sia sufficiente confrontare il *Rationale* del RU con i documenti che il Ministero del Tesoro ha trasmesso alla Polizia Tributaria con la nota del 27 ottobre 2011, per concludere che il comunicato stampa n. 72 del MEF, anche per il suo contenuto - del tutto privo di concreti riferimenti alla situazione economica e politica del Paese - costituisca un manifesto politico per affermare che l'Italia avrebbe rispettato gli impegni presi e realizzato l'obiettivo di pareggio del bilancio, sconfessando altresì il rischio di una paralisi politica.

Siffatta conclusione, contrariamente a quanto prospettato dal P.M., è confortata anche dal tenore delle valutazioni dell'allora Ministro del Tesoro, prof. Giulio Tremonti, riportate dal Corriere della Sera e dal Sole 24 ore sulla tenuta dei conti pubblici, sulla stabilità del Governo e sul rispetto degli impegni presi, cui ha fatto eco il Commissario degli affari monetari, Olli Rehn⁵⁸.

⁵⁸ Cfr. articolo di Mario Sensini, sul Corriere della Sera del 24.5.2011. Si legge che 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".

Quanto alla testimonianza resa dal prof. Tremonti al dibattimento, va osservato che - anche se il teste si è assunto la paternità del comunicato n. 72 del Tesoro, confermando che la valutazione di S&P contrastava con i dati ufficiali - non ha fornito elementi sufficienti per supportare l'artificio informativo, a contenuto decettivo, e tanto meno la falsità dei dati che sarebbero stati posti a fondamento del RU relativo al taglio dell'*outlook* in contestazione, trattandosi di un giudizio semplicemente non condiviso dal Tesoro.

Omissis;

DICH TREMONTI - Ero Ministro dell'Economia e delle Finanze.

PUBBLICO MINISTERO - Aveva altri incarichi oltre quello di Ministro dell'Economia all'interno di comitati o altro?

DICH TREMONTI - Ero membro del Parlamento della Repubblica e non avevo specifici - per quanto ricordi - non avevo specifici incarichi in sede di Eurogruppo.

PUBBLICO MINISTERO - Lei era nel comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria?

DICH TREMONTI - Il comitato per la stabilità e la solvoguardia finanziaria è previsto dai criteri europei. Paese per Paese.

PUBBLICO MINISTERO - Lei ne faceva parte?

DICH TREMONTI - Certo, ma è una funzione del Ministro, non è una cosa...

Omissis;

PUBBLICO MINISTERO - Le faccio questa domanda, perché lei poi mi ha consegnato in data 29 marzo 2011 una serie di verbali delle riunioni del comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, che adesso produrrò al Tribunale, il comunicato stampa 118 del 29 luglio 2008, 141 del 22 settembre 2008; 66 del 30 aprile 2009; 178 del 25 novembre 2009; 150 del 22 settembre 2010; 193 del 1° dicembre 2010, comunicati nei quali rilevo, leggo, veniva sempre assicurata l'intrinseca solidità del sistema bancario e finanziario italiano⁵⁹.

DICH TREMONTI - Ripeto, il comitato...

PUBBLICO MINISTERO - Io produco questi documenti, Giudice, perché ovviamente le ragioni per le quali il professor Tremonti è qui sono rappresentate dal fatto che il professor Tremonti ha, anche come Ministro dell'Economia, oltre che come componente di questo comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, ritenuto che le bocciature, chiamiamole in maniera molto sintetica, che l'Italia ha subito per effetto delle valutazioni, declassamento, previsioni negative dell'*outlook* eccetera, non fossero giustificate e giustificabili sulla base di quelli che si chiamano molto semplicemente "i fondamentali", diciamo così, gli elementi di macroeconomia e allora per questo motivo il...

⁵⁹ Risulta in effetti documentato che:

- 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";
- nel Comunicato Stampa n. 150 del 22/9/2010 "non si evidenziano rischi di rilievo per il sistema bancario e finanziario italiano";
- 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";
- nel Comunicato Stampa n. 66 del 30/4/2009, si conferma "la sostanziale solidità del sistema finanziario italiano".

AVVOCATO GOLINO - (fuori microfono)

PUBBLICO MINISTERO – Facciamo parlare il testimone, ma spieghiamo. Voi siete al corrente di quelli che sono gli atti del Pubblico Ministero, il Tribunale non lo è. Allora devo spiegare perché produco questi. Però devo essere messo nelle condizioni di poter spiegare perché introduco un documento al Tribunale. Poi voi direte che non è ammissibile e vi opporrete, facciamo, diciamo, sempre questo tipo di interlocuzione.

PRESIDENTE – Va bene.

PUBBLICO MINISTERO -- *Dunque Presidente, è per questo motivo. Allora dico, professore, lei ricorda di avermi fornito questi comunicati, questi verbali di riunione del comitato?*

DICH TREMONTI – *Allora, se posso, un flashback. Io ricordo di avere avuto quell'incontro a ridosso di un episodio di degrado, di nota elaborata da Moody's, agenzia di rating, sul sistema bancario italiano. Ricordo di avere chiarito che le dichiarazioni a me attribuite erano una interpolazione giornalistica; in parallelo stavo parlando in aula sul caso della Grecia, e il testo è agli atti del Parlamento. Furono estratte alcune parti di quel mio intervento, che era sulla Grecia e non sul sistema bancario italiano e preciso, anche un testo con un qualche rilievo di visione, e spiegai che non avevo fatto interventi di nessun tipo, o commenti sull'agenzia Moody's, ritenendo sufficiente quanto notato a poche ore di distanza in modo ufficiale, da Banca d'Italia.*

L'episodio Moody's era specificamente sulla struttura del sistema bancario e finanziario italiano (n.d.e. ritenuto "in a stronger financial position" anche da S&P nel Rationale del taglio dell'outlook in esame).

L'iniziativa di, come dire, di contrasto a quella agenzia fu di Banca d'Italia. L'ho ritenuta sufficiente...

PRESIDENTE – Adeguata.

DICH TREMONTI – *Ed in effetti non c'è stato alcun successivo intervento, né di stampa, né di governo. Ci fu la riunione del comitato, comitato composto, ripeto, in base ad uno standard europeo, composto dal Ministero dell'Economia, dal direttore generale del Tesoro, da Banca d'Italia, da Consob e da Istat. I verbali sono agli atti, ma i comunicati che sintetizzano i verbali, sono pubblici. E sono quelli di cui ha parlato il dottor Ruggiero.*

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti, professore, nella nostra conversazione del gennaio 2011, lei insistette sul fatto che lei condivideva appieno quello che sul sistema bancario italiano affermava la nota ufficiale di Banca d'Italia, la quale recitava: "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: "La reazione dei mercati è del tutto ingiustificata; l'esposizione delle Banche italiane verso la Grecia è pari allo 0,2% del totale delle attività del nostro sistema; le Banche italiane, in ogni caso, sono in grado di fronteggiare eventuali tensioni, anche di notevole entità".

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, ma siccome non è contestazione, facciamo dire se ricorda quello che ha detto?

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, quella è la frase che io rappresentai al professor Tremonti, chiedendogli se la condividesse o meno. Lei condivideva e condivide quella frase?

DICH TREMONTI -- Essendo capace di intendere e di volere a quella data, si.

PUBBLICO MINISTERO – Bene, ascolti professore, andiamo avanti adesso e affrontiamo quelle che sono state le sue reazioni...

PRESIDENTE – Pubblico Ministero...

PUBBLICO MINISTERO – Prego.

PRESIDENTE – Facciamo la domanda, cioè, non è una contestazione.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, sto andando al primo punto della imputazione di oggi.

PRESIDENTE – Sì, abbiamo inteso che è al primo punto, ma il teste nella sua qualità...

AVVOCATO GOLINO - Parliamo di Moody's l'anno prima.

PUBBLICO MINISTERO – Per ora abbiamo parlato di questo. Ora, Presidente, io voglio conoscere il comunicato stampa che noi indichiamo nel capo di imputazione, al punto 1, il comunicato stampa numero 72 del 21 maggio 2011, è un comunicato che il Tesoro emette quando lei è Ministro?

DICH TREMONTI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Glielo mostro.

PRESIDENTE – Ne ricorda il tenore?

AVVOCATO ALLEVA - L'ha già prodotto.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, sì, l'ho già prodotto. Professore, vuole, in un certo senso, l'ha visto, spiegarci il contenuto di questo comunicato e, soprattutto, dirci se lei condivideva nel suo ruolo istituzionale, le valutazioni che avevano portato la revisione dell'outlook in negativo da parte di Standard & Poor's; ergo, poiché lei, come poi adesso andremo a vedere, si manifesta nelle reazioni che i giornali riportano, sorpreso per quella revisione, e dice: "L'Italia rispetterà gli impegni presi", e in un certo senso smentisce quella svalutazione o quella valutazione, ci spieghi perché. Dunque, lei condivideva il taglio dell'outlook da parte di Standard&Poor's, visto che lei ha comunicato per lo stato sovrano italiano una smentita?

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, il teste ha inteso la domanda, deve dire il fatto.

AVVOCATO ALLEVA - Che cosa è accaduto, che è una cosa diversa da...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, lasciamo fare in controesame questa domanda all'Avvocato Alleva. Io oggi voglio sapere, visto che ha riconosciuto come suo il comunicato, se ci spiega che cosa significa questo comunicato e se era dunque d'accordo, quindi, o meno....

AVVOCATO ALLEVA - Essere d'accordo è un'altra cosa, è una opinione.

PUBBLICO MINISTERO – E' pleonastica la domanda, mi sembra che non fosse d'accordo, dal contenuto di questo comunicato. Però ce lo spieghi in maniera più semplice.

AVVOCATO ALLEVA - Saranno valutazioni, queste, che faremo.

PUBBLICO MINISTERO – Certo, certo, non influenziamo un così autorevole teste.

PRESIDENTE – Non penso si lasci influenzare.

DICH TREMONTI – 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...

PRESIDENTE – Di quello che è accaduto quella volta.

DICH TREMONTI – 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...

PUBBLICO MINISTERO - Quale agenzia?

DICH TREMONTI - *Quella che lei sta...*

PUBBLICO MINISTERO - *Standard & Poor's.*

DICH TREMONTI - *Si. Allora, per dare una idea del contesto, se posso - e comunque sono cose che ho scritto - se quel testo è della opinione e 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 a 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 contesto, diciamo, generale dei dati...*

PRESIDENTE - In cui si inserisce quel...

DICH TREMONTI - *...nelle quali il governo della Repubblica italiana ha operato fino alla fine di luglio. Contesto valutato nel suo insieme, positivo e credibile. Devo chiudere, ma il fatto, credo, oggetto possibile di altre considerazioni, il 6 di agosto la Banca Centrale Europea invia una lettera confidenziale al governo italiano, quindi non destinata ad essere resa pubblica, nella quale chiede di impegnarsi, dopo una conferenza stampa del signor Trichet che diceva che se no non avrebbe comprato titoli italiani, ebbene quella lettera diceva: "Entro 36 ore dovete dirci sì o no. Se dite di sì, entro sessanta giorni dovete adottare una impressionante quantità di provvedimenti, in sessanta giorni anche una piccola modifica della Costituzione e comunque, l'anticipo del pareggio di bilancio dal 2014 al 2013".*

Io credo che per valutare nell'insieme quello che è successo, si deve tenere conto fortemente e soprattutto di quella iniziativa.

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti professore, io voglio tornare un attimo al testo di quel comunicato stampa numero 72 del 21 maggio 2011, che lei ha riconosciuto, per dire in maniera un po' più sintetica, ma chiara, qui di dice: "Le valutazioni espresse e confermate dalle principali organizzazioni internazionali: Commissione Europea, Fondo Monetario, OCSE eccetera, sono molto diverse da quelle espresse oggi da Standard & Poor's – molto diverse. E ancora, continuate – Le valutazioni fatte dal governo italiano sono sempre state estremamente prudenziali. I dati, tanto di crescita economica, quanto del bilancio pubblico sono stati costantemente migliori del previsto. I dati macroeconomici sulla base dei quali l'agenzia Standard & Poor'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 risultati migliori". Le domando, a fronte di una così netta divergenza del Ministero dell'Economia rispetto a quella valutazione di cambio dell'outlook dell'agenzia Standard & Poor's, perché, se avete visto mistificati i dati ufficiali...

AVVOCATO ALLEVA - No, no, Presidente.

PUBBLICO MINISTERO – Fatemi fare la domanda. *Se avete visto deformati, mistificati, calpestati i dati ufficiali non del Ministero, ma di OCSE, Fondo Monetario e Commissione Europea, perché non avete preso delle iniziative a tutela della Repubblica italiana, che in quel momento veniva, ripeto, negativamente valutata sui mercati finanziari e, in un certo senso, avete soltanto operato questa presa di distanza con questo comunicato?*

DICH TREMONTI – *Credo che la spiegazione sia in sé nel comunicato stampa. Noi in quel tempo pensavamo che fossero rilevanti e decisivi tutti i dati espressi dalle maggiori organizzazioni di governance e di controllo dell'economia, francamente ci sembrava sufficiente una nota di stampa.*

PUBBLICO MINISTERO – Ascolti professore, ma l'agenzia di rating, secondo il regolamento europeo sul rating, è tenuta a conoscere i dati delle principali organizzazioni internazionali, come Commissione Europea, Fondo Monetario, OCSE?

DICH TREMONTI – Be', credo che stiano sul sito.

PUBBLICO MINISTERO – Nel momento in cui vengono disattese, lei dichiara, non ci sono, diciamo così...

AVVOCATO ALLEVA - Sì, però vorrei chiedere, Presidente, al Pubblico Ministero per favore di precisare quali dati. Quali!

PUBBLICO MINISTERO – Avvocato Alleva, quelli che abbiamo già prodotto prima.

AVVOCATO ALLEVA - Quali?

PUBBLICO MINISTERO – Li abbiamo prodotti, dopo li faremo espungere dal fascicolo, abbiamo dato i dati che come Guardia di Finanza chiedemmo al Ministero dell'Economia, e che fossero l'alimento di questo comunicato. Perché a noi non bastava, ma non perché non ci fidassimo, sapevamo che potevamo evolvere in un processo penale, non bastava un semplice comunicato del Tesoro, volevamo avere i famosi dati sulla scorta dei quali la posizione del Tesoro era molto diversa, uso testuali parole, da quella espressa da Standard & Poor's in quel giorno. Le dico anche un'altra cosa, professore. Sempre in quel comunicato estremamente interessante, lei scrive...

DICH TREMONTI – *L'ufficio stampa.*

PUBBLICO MINISTERO – L'ufficio stampa, ma penso ci fosse qualcuno.

DICH TREMONTI – Non è la mia prosa, però...

PUBBLICO MINISTERO – Bene, ma lei l'ha riconosciuto.

PRESIDENTE – Ne riconosce la paternità?

PUBBLICO MINISTERO – Lei scrive una cosa molto interessante. “L'unico elemento nuovo – dice lei – pare costituito dal rischio di una possibile paralisi politica”, political gridlock, che lei ricorderà, fu una delle ragioni del declassamento del settembre 2011; political gridlock che, evidentemente, si sciolse quando poi passò di mano il governo. E dunque, come giudica lei...

PRESIDENTE – Facciamo dire...

PUBBLICO MINISTERO – No, la domanda sta arrivando, come giudica lei le successive valutazioni negative da parte di Standard & Poor's, di gennaio 2012, il doppio declassamento, nonostante si fosse sciolto il famoso stallo politico, la paralisi politica a cui si riferiva quella comunicazione, e che costituiva l'unico elemento di novità che avrebbe potuto, in un certo senso, alimentare l'analisi dell'agenzia? Quindi Presidente, è questa la domanda, lo stallo politico a che cosa era riferito? Era stato sciolto quel passaggio di consegne al nuovo Presidente del Consiglio nominato? E perché Standard & Poor's dunque continua a declassare di due gradini, addirittura, l'Italia?

AVVOCATO BORGOGNO - Però il concetto, scusi Presidente se mi intrometto, il concetto di paralisi politica, non è detto che si sciolga con il passaggio di governo, cioè, questa è una interpretazione.

PUBBLICO MINISTERO – Ha parlato il Ministro di paralisi politica.

AVVOCATO BORGOGNO - Però vorrei segnalare che questa è una interpretazione del Pubblico Ministero.

PRESIDENTE – Adesso facciamo dire...

AVVOCATO ALLEVA - Noi stiamo chiedendo...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, assolutamente no! Io sto usando le parole del Ministro. “L'unico elemento nuovo pare costituito dal rischio di una possibile paralisi politica”. Ci facciamo spiegare che cosa vuol dire paralisi politica e, nella ipotesi in cui ce lo spiega, ci facciamo dire se la paralisi si è sciolta?

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, un attimo.

AVVOCATO BORGOGNO - Quello che intendevo dire, soltanto è che il fatto che la paralisi politica si sciolga con il passaggi di governo è una interpretazione del Pubblico Ministero, perché se per paralisi politica significa la possibilità...

PUBBLICO MINISTERO – Ah, questa sì... chi parla di paralisi è il Tesoro.

PRESIDENTE – Un attimo, facciamo finire il teste su questa parte del comunicato. Intanto lei ha detto che non è la sua prosa, diciamo, non è il suo lessico, è un comunicato. Però lei ne riconosce la paternità.

DICH TREMONTI – Assolutamente.

PRESIDENTE – Allora, su quest'ultima parte, vuole riferire?

DICH TREMONTI – Allora, cerco di metterla giù così, allora, forse adesso è più facile, dopo molto tempo, ma...

PRESIDENTE – Allora, dobbiamo collocare...

DICH TREMONTI – No, uno adesso vede i dati...

PUBBLICO MINISTERO – Con il senno del poi.

DICH TREMONTI – 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. Allora, quel passaggio notava la differenza tra la posizione, l'opinione espressa a fine anno, o ai primi del 2010 da Standard & Poor's, rispetto a questa successiva, che è del maggio. E, riprendendo quel testo, notava, rispetto ai dati, agli andamenti che addirittura sono più positivi di quanto previsto, l'unico fattore differenziale, che nella logica dell'agenzia giustifica quella posizione è il cosiddetto political gridlock. Quindi non l'abbiamo mica inventato noi. Abbiamo detto: "Dato il vostro testo, l'unica differenza rispetto al passato vostro e rispetto al presente e di tutti gli altri, è questa ipotesi di paralisi politica". Non entro nel merito delle valutazioni possibili da parte di una agenzia di rating. 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. Certo, per esser chiari, se si prendi una lettera tipo quella della BCE il 6 novembre che ti dice: "Devi anticipare...". Forse avrete notato che adesso tutta la politica economica è nel rinvio...

PRESIDENTE – Quella ufficiosa.

DICH TREMONTI – *Anche di fatto. (...inc...) Il governo si prende l'obbligo, se non compra i titoli, di anticipare in sessanta giorni, anzi, con un consenso aut aut ad horas in 36 ore di un anno di pareggio di bilancio, voi potete immaginare che qualche difficoltà politica la crea. E tuttavia fu fatto un decreto legge, e tuttavia fu gestito in un contesto accresciuto dalle difficoltà, però. Torno a dire, i dati del 2011... adesso anche abbastanza in fretta dicono: "Siamo tornati al 2013", che è una cosa molto carina, ma in realtà i dati del 2013 sono molto peggiori dei dati che c'erano nel 2011. Poi cosa è stato il gridlock il nuovo governo, francamente non lo so. Secondo me era in sé nel fatto che non fai governare un grande paese da un governo che non è eletto dal popolo, ma quello è un altro discorso.*

PRESIDENTE – Non ci interessa quello.

PUBBLICO MINISTERO – *Ascolti professor, abbiamo parlato dunque del 21 maggio e articoli di stampa, per esempio Corriere della Sera 22 maggio 2011: "Il retroscena. Tremonti sorpreso - da quel famoso, appunto, taglio di outlook - andiamo avanti con la manovra". Lei ha smentito questo articolo? Questo articolo riproduce, per l'appunto, il comunicato del Tesoro del 21 maggio. Lei ha mai smentito questo articolo?*

DICH TREMONTI – *Io non credo che Ministro debba...*

PUBBLICO MINISTERO – *Rappresentava un Tremonti sorpreso.*

DICH TREMONTI – *Un Ministro della Repubblica non smentisce gli articoli.*

Omissis. (Fogli 76-89 del verbale trascrittivo dell'udienza del 24.9.2015).

Le spiegazioni fornite dal prof. Tremonti in ordine alla scelta del Tesoro di contestare il taglio dell'outlook effettuato da S&P attraverso un comunicato ("...Credo che la spiegazione sia in sé nel comunicato stampa. Noi in quel tempo pensavamo che fossero rilevanti e decisivi tutti i dati espressi dalle maggiori organizzazioni di governance e di controllo dell'economia, francamente ci sembrava sufficiente una nota di stampa...") conferma che il Ministero si era limitato ad esternare genericamente che il giudizio dell'agenzia di rating non appariva congruo con i dati ufficiali espressi dalle Istituzioni economiche e governative.

In altri termini, il Tesoro ha ritenuto sufficiente ricorrere ad un comunicato per lanciare ai Mercati una notizia di segno opposto, al fine di neutralizzare i possibili effetti dell'*outlook* non atteso, come è agevole desumere dalle regole che governano i Mercati, ampiamente illustrate dal direttore del debito pubblico dott. Maria Cannata nel corso della sua testimonianza all'udienza del 19.11.2015.

La teste, infatti, con una posizione altamente qualificata all'interno del MEF sin dal 1980, ha illustrato il ruolo di assoluta rilevanza che le agenzie di rating svolgono nel mondo della finanza e la sua evoluzione; i rapporti contrattuali che le agenzie hanno con gli Stati, la differenza per gli emittenti sovrani tra rating sollecitato e *unsolicited rating*; gli effetti delle valutazioni delle agenzie sui Mercati attraverso la valutazione del merito creditizio e l'attribuzione della "*categoria di rating*", condizionati almeno nell'immediato da fattori imponderabili, come si era verificato, ad esempio, in occasione dell'asta dei titoli di Stato nel mese di luglio del 2012, in concomitanza con il *downgrade* di due *notch* (non atteso), comunicato da *Moody's* la mattina a mercati aperti, che non aveva alterato l'andamento dell'asta.

Quanto al Comunicato n. 72 del 21 maggio del 2011, la teste - che aveva rapporti istituzionali con gli analisti primari del debito sovrano (Kraemer, Gill e Zhang) sin dal 2000 - ha reso dichiarazioni sostanzialmente coerenti con l'allora Ministro del Tesoro, prof. Giulio Tremonti.

Ha precisato, infatti, che allorquando aveva riferito al P.M. nella fase delle indagini che S&P aveva "*un pregiudizio negativo molto forte nei confronti della Repubblica italiana*", aveva espresso unicamente la propria opinione, fondandola sul rilievo che l'agenzia aveva assunto un atteggiamento di assoluta *iper criticità* nei confronti del nostro Paese, non coerente, a suo avviso, con la situazione economica e politica esistente.

In tale contesto si inseriva il taglio dell'*outlook* del maggio 2011, adottato in presenza di un quadro, a suo parere, immutato.

La teste ha spiegato, inoltre, che il rapporto contrattuale tra lo Stato italiano e S&P era durato dal 1993 al 2010, epoca in cui, a seguito di una serie di interlocuzioni critiche tra le parti - il rapporto si era interrotto e l'Italia aveva affidato il servizio all'altra agenzia di rating *Fitch*, senza però fornire concreti elementi per ritenere che le *azioni di rating* nei confronti dello Stato italiano, dal taglio dell'*outlook* del 21 maggio del 2011 al doppio declassamento del 12 gennaio del 2012, siano state in qualche modo determinate dalla intervenuta risoluzione del contratto di prestazione professionale.

Dalla testimonianza della dott. Cannata emerge, in ogni caso, che S&P nel periodo cui si collocano i fatti oggetto di contestazione, ha comunque enfatizzato le criticità dello Stato italiano, con riverberi negativi sui *credit score* attribuiti, come il Tesoro aveva avuto modo di apprezzare, esaminando i singoli RU:

Omissis

PUBBLICO MINISTERO – Dottoressa, vuole dire al Tribunale che incarico lei riveste, da quando e ci parli un po' della sua collocazione attualmente nell'ambito del Ministero dell'Economia e Finanze.

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.*

PUBBLICO MINISTERO – Senta, dottoressa, lei è laureata in...?

DICH CANNATA – Matematica.

PUBBLICO MINISTERO – Ha detto che dal 2000 ha questo ruolo dirigenziale?

DICH CANNATA – Dal dicembre del 2000.

PUBBLICO MINISTERO – Dal dicembre del 2000. E prima del 2000 dove ha lavorato?

DICH CANNATA – Quasi sempre al Ministero, ho fatto quasi tutta la mia carriera al Ministero. Sono entrata nel 1980 con un concorso per funzionario statistico.

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo, quindi dall'80 lei è nel Ministero dell'Economia e che incarichi ha avuto fino al 2000? Faccio queste domande giusto per individuare l'area di competenze della dirigente, dottoressa Cannata.

DICH CANNATA – *Allora, inizialmente, dall'80, diciamo, 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. Faccio presente, nel 2000, dal 1° dicembre 2000 è stata comunicata l'assunzione del ruolo, però la formalizzazione del contratto è stata fatta poco prima di Natale.*

PUBBLICO MINISTERO – Va bene.

DICH CANNATA – Cioè, giusto per essere precisi, ecco, e poi ho avuto i poteri di firma circa un mese dopo, ad avvenuta registrazione della Corte dei Conti del contratto.

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 - 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 - Però adesso ci arriviamo, non precorriamo. Quindi volevo sapere, la domanda mia era: qual è il ruolo svolto in relazione alla informazione agli investitori, ai mercati finanziari da parte delle agenzie. E lei ha detto: "E' un ruolo importante".

DICH CANNATA – E' un ruolo importante. No, voglio, se permette, aggiungere, che quindi quando un emittente è molto spesso presente sul mercato e non sempre in una posizione di forza, è opportuno che abbia anche un rating sollecitato, non solo quello generico, unsolicited, non sollecitato, che hanno altri grandi emittenti, che però non hanno mai avuto problemi perché sono considerati estremamente solidi, come la Germania.

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 statuari 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 – Sì, e con la serie B, diciamo, la serie che abbiamo adesso, l'attuale credit score... anzi, chiedo scusa, il credit score dell'epoca, del 2011...

DICH CANNATA – 2011...

PUBBLICO MINISTERO – Chiedo scusa, 2011 e poi 13.1.2012, quando c'è il declassamento di due gradini.

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, la serie nella quale si finisce...

DICH CANNATA – Si passa dalla singola A alla tripla B.

PUBBLICO MINISTERO – Alla tripla B. Dico, questo per gli investitori istituzionali e internazionali significa qualcosa?

DICH CANNATA – Sì, certo, certo.

PUBBLICO MINISTERO – Cosa significa?

DICH CANNATA – Allora, prima di tutto bisogna vedere se è solo un'agenzia che lo attribuisce o sono due o tre delle tre grandi. E poi dipende dai criteri che adottano i fondi, perché ci sono quelli che si basano sul rating più basso e sulla base di questo possono decidere di disinvestire, o quelli che si basano sul second best, cosiddetto, quindi secondo migliore rating, e in quel caso un solo downgrade, da una classe all'altra, non crea ancora problemi. Però, insomma, dipende. C'è una varietà di criteri seguiti per queste cose e, di sicuro, molti.

specialmente quelli che usano dei benchmark e quindi hanno una attitudine all'investimento abbastanza passiva, sia in una categoria, sia in determinati indici che rappresentano il benchmark e quindi guidano le scelte d'investimento, ci possono essere influenze diversamente graduali.

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 – Certo, però può anche innescare, ovviamente, delle variazioni nello spread tra BTP e BUND?

DICH CANNATA – *Può innescarle, ma non è detto che le inneschi immediatamente. E, ripeto, se l'azione era attesa, magari non si verifica niente.*

PUBBLICO MINISTERO – Certo, noi tanto abbiamo i grafici che poi dicono che cosa è successo. Perché, per esempio, le chiedo: oltre agli effetti conseguenze sullo spread e, chiedo scusa... anche sui rendimenti di titoli di Stato?

DICH CANNATA – Se lo spread non è altro che l'espressione di un differenziale di rendimento...

PUBBLICO MINISTERO – E quindi questo significa?

DICH CANNATA – E quindi, se si muove... lo spread può significare...

PUBBLICO MINISTERO – Spieghiamo al Tribunale, se aumenta lo spread, che cosa vuol dire?

DICH CANNATA – *Significa lo spread, l'aumento dello spread può essere determinato o dall'aumento del rendimento del titolo italiano, per esempio, e da una stabilità del titolo tedesco, o...*

PUBBLICO MINISTERO – Che vuol dire aumento del rendimento?

DICH CANNATA – Vuol dire che le quotazioni dei prezzi di mercato di un determinato titolo, esprimono un rendimento.

PUBBLICO MINISTERO – Eh, però per spiegarlo più semplicemente?

DICH CANNATA – *Se il rendimento, per dire, del titolo italiano aumenta, mentre quello del titolo tedesco rimane stabile o aumenta di meno, c'è un allargamento dello spread.*

PUBBLICO MINISTERO – Ma quando diciamo rendimento, significa quello che lo Stato paga a chi compra i titoli di Stato?

DICH CANNATA – Diciamo, quello che... rappresenta il costo... questo avviene solo in occasione dell'asta.

PUBBLICO MINISTERO – Sì.

DICH CANNATA – In occasione dell'asta c'è una influenza diretta tra il rendimento del corso e quello che poi lo Stato finisce per pagare. Se non c'è un'asta, non necessariamente.

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, se c'è un'asta e si ha in prossimità dell'asta una informazione negativa sull'emittente dei titoli in asta, che cosa succede ai rendimenti pagati da quell'emittente ai soggetti che acquistano quei titoli di Stato?

DICH CANNATA – Allora, in realtà non è così automatico.

PUBBLICO MINISTERO – E ci spieghi un po' allora, lei.

DICH CANNATA – Ecco, perché uno potrebbe dire: "C'è stato un downgrade, allora sicuramente il Tesoro si trova a pagare di più". E' successo più di una volta che c'è stato downgrade e in realtà, o perché era atteso, o perché magari era in concomitanza con qualche altra notizia di segno opposto, in realtà l'asta è andata anche meglio rispetto ai corsi...

PUBBLICO MINISTERO – Ma è normale che vada meglio o è normale che vada peggio?

AVVOCATO ALLEVA – Be' no, Presidente...

PUBBLICO MINISTERO – E no, chiedo scusa, siccome stiamo individuando dei casi che sono...

AVVOCATO ALLEVA - Forse dovremmo attenerci ai fatti, noi non abbiamo fatto obiezione perché la dottoressa Cannata è assolutamente autorevole.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, certo che non è un consulente, ma forse la dottoressa...

AVVOCATO ALLEVA – Forse dovremmo stare ai fatti del processo e questa domanda francamente, sulla quale c'è opposizione formale, quindi...

PUBBLICO MINISTERO – Allora, Presidente, c'è opposizione, però posso replicare. Poiché il mio obiettivo, e credo anche della difesa, è far capire al meglio a tutti quali sono gli effetti di informazioni e valutazioni negative...

PRESIDENTE – Ma deve rispondere in relazione ad un capo specifico, perché in astratto ha già detto, i fattori sono molteplici.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, nelle aste... la domanda allora è...

PRESIDENTE – La risposta l'ha data, allora riformuliamo la domanda.

PUBBLICO MINISTERO – Riformulo la domanda, se è stata generica, tento di renderla più precisa. Dottoressa, lei dirige le aste dei titoli di Stato, come ha già detto. È normale - non eccezionale – è normale che se c'è un declassamento di un emittente, in particolare dell'emittente Repubblica Italiana, in sede di asta possa esserci quale tipo di conseguenza?

AVVOCATO ALLEVA - C'è opposizione a questa domanda, Presidente.

PRESIDENTE – Non è cambiata, Pubblico Ministero.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, allora...

PRESIDENTE – Non è che può dire: "E' normale", deve...

PUBBLICO MINISTERO - No, che tipo di conseguenza si genera normalmente...

AVVOCATO ALLEVA – Cosa è avvenuto!

PUBBLICO MINISTERO – Dopo arriveremo.

PRESIDENTE – In astratto ha detto cosa avviene.

PUBBLICO MINISTERO – Dopo arriveremo a questo. Vorrei sapere, dottoressa, in caso di declassamento del rating dell'Italia, che cosa accade in sede di asta?

DICH CANNATA – Come ho detto prima, può accadere di tutto.

PUBBLICO MINISTERO – Può accadere di tutto?

DICH CANNATA – Allora, se mi devo attenere ai fatti, noi abbiamo visto in qualche caso che c'è stato un peggioramento, per esempio rispetto all'asta precedente. In altri casi l'asta è andata anche meglio dell'asta precedente.

PRESIDENTE – Perché i fattori contingenti...

PUBBLICO MINISTERO – Quali sarebbero i fattori che fanno andare meglio? Quindi il declassamento dello Stato italiano in che termini può diventare un vantaggio per l'Italia?

DICH CANNATA – No, non può diventare un vantaggio.

PUBBLICO MINISTERO – Allora mi spieghi lei, delle due, l'una.

AVVOCATO ALLEVA – No, Presidente, chiedo scusa...

DICH CANNATA – Scusi, lei mi ha chiesto gli effetti sull'asta.

PUBBLICO MINISTERO – E certo, sull'asta.

DICH CANNATA – Allora, se io parlo di effetti sull'asta, gli effetti sull'asta abbiamo verificato che non ci sono immediatamente.

PRESIDENTE – Può fare un esempio per rendere più... un fattore che guarda...

DICH CANNATA – Mah, per esempio, guardi, io mi ricordo molto bene un caso del declassamento di Moody's, nel luglio del 2012, perché quello fu abbastanza clamoroso perché uscirono la mattina dell'asta, poco prima dell'asta. Non era ancora entrata in vigore la regolamentazione che impone di uscire a mercati chiusi del venerdì, e quindi non era un fatto di per sé illegittimo. Però la mattina di quell'asta di luglio, Moody's ci comunicò il downgrade di due notch, quindi una cosa molto inattesa, abbastanza pesante e noi avevamo l'asta due ore dopo. In quella occasione, sorprendentemente l'asta andò bene. Devo dire, mi sono sorpresa, sì, perché due notch di per sé significano un qualcosa di molto negativo. Se mi chiede il perché, io non lo so.

PRESIDENTE – Il perché non lo sa spiegare.

DICH CANNATA - I fattori che influenzano i mercati...

PRESIDENTE – Non ha fatto uno studio su quello, lei.

DICH CANNATA - Noi abbiamo provato a vedere se c'erano evidenze che supportassero un trend confermato e statisticamente significativo. Questo non c'è. Poi se la domanda è: ma ha un effetto positivo o negativo nel medio e lungo termine sul costo del debito? È sicuro che un'azione negativa ha un effetto negativo, perché, per come ho detto prima, allontana gli investitori. Ma non è detto che questo effetto negativo si evidenzi immediatamente, nel momento stesso, anche perché sul mercato ci sono moltissime variabili, specialmente nei momenti di tensione, che influenzano, ed è impossibile distinguere. C'è stato un periodo, specialmente negli anni 2011, 2012, dove qualsiasi titolo di giornale, o anche rumor, che poi si rivela scorretto, ma lanciato nelle agenzie di stampa, crea turbativa. Quindi, in un contesto del genere, enucleare qual è l'effetto, è piuttosto difficile. No, secondo me è impossibile, noi ci abbiamo anche provato, ma dalle nostre evidenze non abbiamo trovato...

PRESIDENTE – Va bene, è stata chiara.

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. Per le difese, fate...

Omissis;

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 disconosco la mia opinione dell'epoca, però questa è una opinione e una opinione non è un fatto.

PUBBLICO MINISTERO – E ci mancherebbe altro, tutto è opinione.

DICH CANNATA – Allora, riguardo al rapporto contrattuale, il rapporto contrattuale...

PRESIDENTE – Io le ho chiesto prima c'è stato uno studio? Perché se c'è una opinione su dati, lei capisce bene che è qualcosa...

DICH CANNATA – Sì, è diverso, certo.

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. Dopodiché, dopo quattro anni, l'anno scorso, abbiamo ripetuto, anche perché nel frattempo era entrata una quarta agenzia, anche se onestamente devo dire che il mercato non le attribuisce lo stesso valore rispetto alle altre tre, alla valutazione delle altre tre, che è riconosciuta dalla Banca Centrale Europea come rating valido per stabilire i limiti di operatività che la stessa Banca Centrale Europea adotta. E quindi abbiamo ripetuto la sollecitazione, estendendola anche a quest'altra agenzia, che si chiama DBRS e di nuovo ha vinto Fitch. Quindi questi sono i rapporti contrattuali.

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 enfaticizzazione degli aspetti critici maggiore rispetto a quello che fanno gli altri.

PUBBLICO MINISTERO – Si può dire che...?

DICH CANNATA – Questo motiva la mia opinione.

PRESIDENTE – Rispetto alle altre agenzie o nei confronti degli altri Stati?

DICH CANNATA -- No rispetto... io parlo per l'Italia, rispetto...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.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, certo, abbiamo molte cose ancora da affrontare su questo. Siccome lei ha detto che è la sua opinione, però poi ha detto “noi”, è sua o vostra? Cioè, è sua, dottoressa Cannata, o del suo ufficio? Perché lei ha detto: “Noi abbiamo ritenuto”. Se lei si dà del plurale maiestatis è un discorso, vuol dire solo lei, se invece lei si riferisce alla valutazione che anche il suo staff, e quindi parlo del direttore generale del Tesoro ed altro, condividano questo...

DICH CANNATA – Il direttore generale del Tesoro non è il mio staff, è il mio capo.

PUBBLICO MINISTERO – E' il suo capo. E il suo capo ha la sua stessa opinione.

DICH CANNATA – Non lo so, glielo deve chiedere.

PUBBLICO MINISTERO – Allora mi chiarisca se il “noi” è riferito alla sua valutazione o al suo ufficio.

AVVOCATO GOLINO – C'è opposizione, e se vuole, la qualifico.

DICH CANNATA – Io posso parlare per me.

AVVOCATO GOLINO - Esatto.

PRESIDENTE – E' stata fatta una riunione in cui si è discusso di questo? Andiamo ai dati oggettivi.

DICH CANNATA – In cui si è discusso?

PRESIDENTE – Dell'atteggiamento negativo. Oppure è stato rilevato...?

DICH CANNATA – Sono commenti che vengono spontanei quando si leggono i rapporti.

PRESIDENTE – E i rapporti li leggeva lei e chi altro?

DICH CANNATA – Allora, all'inizio quando arrivano, io e la dirigente incaricata, che ha un ufficio che tra le sue competenze, ha esattamente questa relazione.

PRESIDENTE – E nel caso di specie è la dottoressa, all'epoca...?

DICH CANNATA – Sì. PRESIDENTE – E chi era?

DICH CANNATA – L'attuale, la dottoressa De Simone.

PRESIDENTE – Che faceva una lettura preliminare?

DICH CANNATA – No, guardi, quando arrivano questi rapporti, vengono trasmessi via e-mail a me e alla dottoressa De Simone.

PRESIDENTE – Quindi poi li leggete entrambi.

DICH CANNATA – Li vediamo entrambi.

PRESIDENTE – E lei e la Simone avete per caso verificato, commentato questo? Non so.

DICH CANNATA – Be', diciamo, noi quando vediamo delle cose... adesso non mi faccia dire che cosa può aver detto la dottoressa De Simone.

PRESIDENTE – Io le faccio un esempio...

PUBBLICO MINISTERO – Io voglio solo sapere, Presidente...

DICH CANNATA – La sensazione comune, era...

PRESIDENTE – Dottoressa, se io ho un difensore che presenta diecimila istanze di rinvio, lo verifico e dico, insomma...

DICH CANNATA – Sì, no, noi abbiamo verificato...

PRESIDENTE – Cioè, l'ha apprezzato lei questo fatto, l'ha apprezzato?

DICH CANNATA – Sì, sì, certo, commentando questi rapporti abbiamo detto: "Insomma, qui vedono sempre il bicchiere mezzo vuoto".

PRESIDENTE – E non può far riferimento a qualche rapporto? Oggettivizzare questa valutazione?

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, adesso li raggiungiamo perché ci sono, diciamo così.

DICH CANNATA – Adesso non me li ricordo, dovrei andarmeli a riguardare.

PUBBLICO MINISTERO – Adesso si ricorderà. Chiedo scusa, quindi il "noi" che lei ha usato prima, si riferisce a lei e al suo staff?

AVVOCATO ALLEVA – Ha appena risposto.

PUBBLICO MINISTERO – Io non ho capito.

DICH CANNATA – Ho detto di sì.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi sì.

DICH CANNATA – Senta, ma qua stiamo parlando di commenti, non lo so, devo riferire di commenti...?

PUBBLICO MINISTERO – Io chiedo di dirci se lei ha avuto l'impressione... e la risposta è stata: "Noi abbiamo avuto quest'impressione".

DICH CANNATA – Sì, sì.

PUBBLICO MINISTERO – Se il "noi" era solo lei o il suo staff.

DICH CANNATA – Io credo che sia comune al mio staff.

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo. Quindi si può dire, chiedo scusa, che per l'Italia Standard & Poor's è la bestia nera?

AVVOCATO ALLEVA – Ma è suggestiva! Faccia domanda non suggestive.

PUBBLICO MINISTERO – Allora contesto, verbale...

AVVOCATO GOLINO – Ma è la stessa cosa, scusi, che non ha fatto la domanda e non ha dato una risposta.

PUBBLICO MINISTERO – La domanda era...

AVVOCATO GOLINO – Scusi, Presidente...

PRESIDENTE – La domanda l'ha fatta.

PUBBLICO MINISTERO – Se l'Avvocato Golino mi permette di fare la domanda, io faccio la domanda.

AVVOCATO GOLINO – Però suggerisce.

PUBBLICO MINISTERO – Ho detto, a fronte di queste impressioni di cui sta riferendo la dottoressa Cannata, ho detto, si può dire... lei ha detto che è la bestia nera, poiché questa frase è stata detta dalla dottoressa Cannata.

AVVOCATO GOLINO – C'è opposizione.

AVVOCATO ALLEVA – C'è opposizione formale, Presidente.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, devo fare una contestazione.

PRESIDENTE – Ma contestazione su cosa?

PUBBLICO MINISTERO – Su questa domanda, Presidente.

AVVOCATO GOLINO – Ma quale? La domanda non è stata fatta.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, la domanda era se c'era, diciamo così, serenità da parte di Standard & Poor's nelle valutazioni...

PRESIDENTE – E ha detto in che termini...

PUBBLICO MINISTERO – Però io vorrei che ci fosse...

PRESIDENTE – Va bene, in sintesi, Pubblico Ministero, ha detto...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io non voglio una risposta in sintesi, la voglio precisa. Allora, io faccio una contestazione e poi lei Giudice dirà se è ammessa o meno questa contestazione.

AVVOCATO ALLEVA – Contestazione su che cosa?

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 – Che questa sensazione che noi abbiamo avuto nei confronti di Standard & Poor's, confrontandomi con colleghi di altri Stati, altri ce l'avevano non con questa agenzia, ma con altre.

PUBBLICO MINISTERO – Scusi, e perché lei dice che Standard & Poor's poteva essere la bestia nera per l'Italia?

DICH CANNATA – L'ho detto prima.

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, ha spiegato in che termini.

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

PRESIDENTE – Quel problema economico.

DICH CANNATA – 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.

Omissis.

PUBBLICO MINISTERO – lo voglio solo sapere se, avendo assodato che lo staff della Cannata riteneva che Standard & Poor's fosse ipercritica, questo facesse loro immaginare che ci fosse un pregiudizio, perché...

PRESIDENTE – Gli effetti sono stati valutati? Ci sono stati, intanto - primo dato, intanto - effetti negativi, se sono stati valutati dal suo ufficio, e a cosa sono riferibili?

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. Mi sembra che il Pubblico Ministero attribuisca a questa definizione di pregiudizio un significato che va oltre...

PRESIDENTE – Al suo dire.

DICH CANNATA – A quello che, non lo so, pigliamo il vocabolario.

PUBBLICO MINISTERO – Se prendessi il vocabolario, saremmo rovinati perché lei ha dichiarato che avevano un pregiudizio negativo molto forte, lo ha dichiarato lei, per due volte.

AVVOCATO ALLEVA – Ma ha spiegato che cosa intende.

DICH CANNATA – 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. Fatta questa premessa...

DICH CANNATA – Questo è, per me è il pregiudizio vuol dire questo e non c'è altro.

PUBBLICO MINISTERO – Ho capito, benissimo. Adesso, andiamo all'inizio delle domande che io le ho fatto in quel verbale. Io le chiesi di esaminare all'epoca i fatti che andavano dal maggio 2010 al maggio 2011. *Con riferimento ai fatti del maggio 2011, lei si ricorda che cosa era successo nel maggio del 2011?*

DICH CANNATA – *L'outlook negativo.*

PUBBLICO MINISTERO – Esatto. Che cosa significa l'outlook negativo? Sono a pagina 3 del verbale.

DICH CANNATA – E be', la pagina del verbale non me la posso ricordare.

PUBBLICO MINISTERO – Lo dico non a lei, ma per la difesa.

DICH CANNATA – *Allora, 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.*

PUBBLICO MINISTERO - Senta, ma lei lo condivideva questo cambio di outlook?

AVVOCATO GOLINO – C'è opposizione.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, questa è la domanda precisa che ha fatto il Pubblico Ministero la volta scorsa.

AVVOCATO GOLINO – Esatto, ed era valutativa la volta scorsa ed è valutativa...

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...

AVVOCATO GOLINO – Presidente, però forse...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, non l'ho capita la risposta, ho capito la domanda...

PRESIDENTE – La domanda l'abbiamo fatta, l'ho fatta io, ho chiesto alla teste se ci fossero i presupposti...

PUBBLICO MINISTERO – Del cambio di outlook.

DICH CANNATA – *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 – *Certo, ma ripeto, la sua opinione per noi è importante, dottoressa. Senta, dottoressa, lei conosce il comunicato stampa numero 72 del 21 maggio 2011? Quello che fu, per intenderci diramato dal Ministero dell'Economia proprio dopo questo cambio di outlook del 20 maggio 2011?*

DICH CANNATA – *Non me lo ricordo, cioè mi ricordo che ci fu un comunicato stampa, ma non me lo ricordo.*

Omissis.

PUBBLICO MINISTERO – Allora va bene, Presidente, se li abbiamo acquisiti, io ad abundantiam, visto che sono stati già ammessi, ve li ridò daccapo. Senta, dottoressa, quando il Ministro Tremonti emise il famoso comunicato numero 72 del 21 maggio 2011, contestò, in un certo senso, appunto, quel cambio di outlook.

PRESIDENTE – Lei conosce quel comunicato?

PUBBLICO MINISTERO – Lei conosce quel comunicato?

DICH CANNATA – *Allora, mi ricordo che ci fu un comunicato, ma se devo dire che so esattamente il contenuto, o che ne sono pienamente consapevole adesso, no. Dovrei rivederlo. All'epoca so che l'ho letto, quello lo lessi.*

PRESIDENTE – E allora quello glielo possiamo mostrare.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, all'interno di quel comunicato, venivano fatti dei riferimenti, che poi alimentavano un comunicato che andava, diciamo così, a smentire il cambio di outlook, riferimenti ai dati del Fondo Monetario, Commissione Europea e OCSE, che erano del tutto diversi da quelli, appunto, espressi da Standard & Poor's. Si ricorda questi documenti, se lei ce li ha forniti? Queste fonti di quel comunicato?

Omissis;

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, poiché il comunicato faceva riferimento ai dati Fondo Monetario, OCSE e Commissione, li chiesi al Ministero dell'Economia e me li fornì la dottoressa Cannata. Tutto qui.

PRESIDENTE – Va bene, ma la teste sta confermando.

DICH CANNATA – *Certo.*

PUBBLICO MINISTERO – Possiamo quindi produrli.

DICH CANNATA – Sono passati quattro anni e mezzo.

PUBBLICO MINISTERO – Se li è letti questi dati? O ce li ha trasmessi senza conoscerli?

DICH CANNATA – Quelli non sono dati, sono documenti.

PUBBLICO MINISTERO – Sono documenti. Sono documenti che contengono dati.

DICH CANNATA – Non ricordo se li ho letti tutti oppure no.

PUBBLICO MINISTERO – Eh.

DICH CANNATA – Ne conoscevo la sostanza. Se mi chiede se me li ricordo adesso.

PUBBLICO MINISTERO – No, no, volevo sapere all'epoca lei li conosceva?

DICH CANNATA – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Sì.

PRESIDENTE – Quantomeno il contenuto.

DICH CANNATA – Quantomeno il contenuto, la sostanza del contenuto.

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, giusto per capire se quel comunicato di Tremonti era campato in aria o si alimentava di dati. Questo voglio capire.

DICH CANNATA – Non credo che si facciano comunicati campati in aria.

PUBBLICO MINISTERO – Esatto.

AVVOCATO GOLINO – Però se non l'ha scritto lei, non capisco... ancora una volta.

PRESIDENTE – Ha fornito quei documenti su cui si baserebbe il comunicato di Tremonti.

PUBBLICO MINISTERO – Senta dottoressa, parliamo sempre... allora, possiamo produrre questo.

PRESIDENTE – Quelli li ha forniti in sede di informazioni o glieli ha mandati?

PUBBLICO MINISTERO – Me li ha mandati, c'è la sua firma.

DICH CANNATA – Me li aveva richiesti e glieli ho mandati.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, certo, certo.

PRESIDENTE – Va bene, non li disconosce.

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.

Omissis.

PUBBLICO MINISTERO – Dunque, alla domanda se ci fossero state nelle aste dei contraccolpi, la risposta è che lei dice sul mercato secondario, sì.

DICH CANNATA – Ma non è un'asta, mi scusi. Lei mi ha chiesto all'asta, se mi chiede...

PUBBLICO MINISTERO – Lei ha detto questo, allora benissimo, vuole spiegare questo al Tribunale? Vuole spiegare questo al Tribunale? Grazie.

DICH CANNATA – Allora, l'asta si tiene con cadenza regolare a date prefissate. Se lei mi fa la domanda se avete registrato effetti negativi sulla prima asta successiva, la prima asta successiva è avvenuta a fine mese, adesso non so quale sarà il giorno, il 28, il 29 maggio, lì questi effetti non li abbiamo visti. Quello che ho detto è che siccome probabilmente questo negative outlook era avvenuto di venerdì, presumo, perché li parlo del lunedì successivo, all'apertura dei mercati secondari, quindi del mercato secondario del lunedì, ci sono stati dei

movimenti di spread che si poteva pensare fossero attribuibili a quel fattore, perché comunque sia, diciamo, era il primo outlook negativo che veniva fuori dopo tanto tempo, e quindi una cosa che il mercato avrà registrato come un fattore di sorpresa, e certamente positivo e non negativo. Poi però, come lei ha letto, ho detto che questo momento di volatilità si è chiuso abbastanza presto, nel giro di poche ore. Quindi, se lei mi fa la domanda sull'asta, l'asta è avvenuta giorni dopo e sull'asta non l'abbiamo registrato. Poi francamente, mi lasci dire che se io adesso devo ricordare per filo e per segno quello che è successo quattro anni e mezzo fa, non...

Omissis (fogli 7-40 del verbale trascrittivo dell'udienza del 19.11.2015).

Nel solco indicato si collocano le dichiarazioni rese alla stessa udienza da Giuseppe Vegas, presidente della CONSOB dal 2011 - già vice ministro dell'Economia e vice presidente della commissione bilancio - il quale riferendo in ordine all'affidabilità creditizia dell'Italia nella primavera del 2011 ha parlato di crescita moderata, di stabilità del debito pubblico (anche se attestato a livelli alti), e di finanza pubblica che non destava particolari preoccupazioni:

omissis;

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 di attuazione, poi di controllo del mercato e anche eventualmente un'azione di carattere sanzionatorio nei confronti dei comportamenti anti giuridici.

PUBBLICO MINISTERO – Senta Presidente, che ruolo svolgono le agenzie di rating in relazione alla informazione ai mercati finanziari?

DICH VEGAS – Svolgono una agenzia di informazione, nel senso che danno un giudizio relativo alla solidità degli emittenti.

PUBBLICO MINISTERO – Alla solidità degli emittenti...?

DICH VEGAS – Emittenti che possono essere emittenti privati, società, fondi, oppure emittenti sovrani.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi Stati.

DICH VEGAS – Stati.

PUBBLICO MINISTERO – Nazioni. 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 (fogli 114-116 del verbale trascrittivo dell'udienza del 19.11.2015).

Quanto al contrasto tra i fattori posti a base del RU nella valutazione effettuata da S&P nell'*outlook* di cui si discute ("*prospettiva di rating*") - diverso dal c.d. "*credit watch*" (probabile evoluzione a breve termine di un *rating* del credito)⁶⁰ - e gli stessi fattori diversamente valutati dalle Organizzazioni nazionali e internazionali richiamate nel comunicato n. 72 del Tesoro, va in primo luogo ribadito che il contrasto non solo è stato riferito dai testi qualificati in precedenza indicati, ma l'esame dei documenti ne attesta la sussistenza, confermando la politica "sospetta", intrapresa da S&P con le azioni di *rating* nei confronti dell'Italia, posto che nel periodo temporale cui si riferisce l'imputazione ha mostrato di privilegiare i fattori negativi del Paese, enfatizzandoli e trascurando quelli positivi, sino a giungere al declassamento del 12 gennaio 2012, in relazione al quale risulta provato - per le ragioni che verranno indicate nel seguito della motivazione - un profilo di falsità idoneo ad integrare la condotta materiale del reato di manipolazione di mercato.

Nella condotta in esame, invece, in mancanza di elementi, non risultando neppure contestato nello specifico i dati che si assumono non veritieri, non si colgono informazioni decettive, idonee ad essere inquadrare negli schemi del reato di manipolazione di mercato per il quale si procede.

Va comunque rimarcato come - tranne la valutazione concorde sulla solidità del sistema bancario e finanziario - le altre Istituzioni abbiamo posto l'accento non solo sui punti di debolezza ma anche sui punti di forza del sistema economico del Paese, concludendo al più in termini di bilanciamento dei rischi, evidenziando in definitiva un quadro tale da destare sorpresa al taglio dell'*outlook* del 20 maggio del 2011.

Oltre a quanto rappresentato a beneficio dell'Italia, nel Rapporto sulla stabilità finanziaria del 2 novembre del 2011⁶¹ - che sarà oggetto di specifico esame nel seguito della motivazione -

⁶⁰ Cfr. Considerando (6) del Regolamento (UE) n. 462 del 2013.

⁶¹ Cfr. in particolare, foglio 12 del Rapporto indicato: "Nel giudizio degli investitori 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....

deve darsi atto che valutazioni positive, contrastanti con quelle più stringenti di S&P, sono state espresse dalle altre Organizzazioni internazionali richiamate nel Comunicato del Tesoro. In particolare, la Commissione Europea nell'analisi economica effettuata ("European Commission Forecast") nella primavera del 2011 (*Directorate General For Economic And Financial Affairs*), ha evidenziato i fattori di crescita dell'economia, il miglioramento della finanza pubblica e, in previsione, la diminuzione del deficit:

"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.

Una lieve crescita occupazionale

Anche a livello occupazionale l'analisi della Commissione Europea rileva una crescita anche se lieve.

Il consolidamento fiscale fa da traino

... 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 ¼ 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 ¼ % 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...".

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 nazionali.

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

Il Fondo Monetario Internazionale, nel *World Economic Outlook* di aprile 2011 ha espresso valutazioni simili a quelle della Commissione Europea, evidenziando che vi è stata una debole ripresa e che l'Italia si colloca 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".

L'OCSE nella Versione Preliminare dell'Outlook economico (*Economic Outlook Preliminary Version*) del maggio 2011, ha dato atto di una ripresa lenta, ma in crescita e del consolidamento fiscale:

"... 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...".

Ha concluso, affermando:

L'outlook è incerto, ma i rischi sono bilanciati.

In conclusione, in riferimento alla condotta in esame, potrebbe al più configurarsi la diffusione di informazioni che hanno fornito e comunque idonee a fornire, *segnali fuorvianti*, contemplata nel divieto generale di manipolazione di mercato solo nel Regolamento (UE) n. 596 del 2014 (Considerando 44) all'art. 12 lett. a) -sub i), lett. c) e lett. d) sulla manipolazione di mercato.

Alla stregua di tutte le considerazioni sin qui svolte, in ordine al fatto-reato relativo al taglio dell'*outlook*, pertanto, va emessa nei confronti di tutti gli imputati sentenza di assoluzione per insussistenza del fatto.

11. La nota di commento alla manovra finanziaria del 1° luglio 2011.

L'addebito consiste nell'aver divulgato una nota di commento alla manovra finanziaria, con l'artificio di diffondere valutazioni negative, a mercati aperti, ancor prima che il testo della manovra fosse reso ufficiale e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale:

"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 è agevole desumere dall'imputazione non viene contestata la falsità del commento, né il merito, ma solo il *timing*.

La diffusione del commento non era vietato dal Regolamento n. 1060 del 2009 e, all'epoca, non sussisteva neppure il divieto per l'agenzia di intervenire a mercati aperti, essendo stato introdotto siffatto divieto in epoca successiva ai fatti per i quali si procede con il Regolamento n. 462 del 2013, che all'allegato II - che ha modificato l'allegato III del Regolamento n. 1060 del 2009 - al punto n. 57, come aggiunto, ha previsto che "L'agenzia di rating del credito viola l'articolo 10, paragrafo 2, in combinato disposto con l'allegato I, sezione D, parte III, punto 3, quando pubblica un rating sovrano o una prospettiva di rating relativa durante l'orario di ufficio dei mercati regolamentati o meno di un'ora prima della loro apertura".

Sostiene, inoltre, il P.M. che con il Commento di cui si discute - denominato dalla stessa agenzia "unsolicited rating"- S&P ha mascherato una vera e propria azione di *rating*, attraverso cui ha declassato la manovra finanziaria correttiva del Governo, in violazione delle stringenti violazioni regolamentari in tema di affidabilità delle fonti informative (Considerando n. 35 del Regolamento n. 1060 del 2009 e art. 8 dello stesso Regolamento, nonché allegato I, Sezione D, commi 1 e 4), volte a garantire la qualità del *rating* del credito. Rimarca, appuntando l'attenzione sul *timing*, che questo "sostanziale declassamento, interviene in un momento topico e critico per l'Italia", a poco più di un mese di distanza dal taglio dell'*Outlook* sul debito sovrano; il "declassamento" interviene con un report - 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 aveva determinato l'intervento immediato della CONSOB;
- 3) in un momento in cui il testo di quel delicatissimo decreto non aveva un "crisma" di ufficialità/definitività.

Sottolinea, peraltro, che il predetto declassamento è stato "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 ne fosse seguita la procedura standard della preventiva comunicazione al Dipartimento del Tesoro, in contrasto con la normativa di settore".

Sostengono, di contro, i difensori che:

- il documento rientra nella categoria dei commenti e non quella delle azioni di *rating*;
- tali tipologie di pubblicazione, all'epoca dei fatti contestati non erano ricompresi nell'ambito di applicazione del Regolamento n. 1060 del 2009, limitato alle sole azioni di *rating*, con la conseguenza che non era neppure astrattamente possibile porre in essere "artifici informativi" attraverso (insussistenti) violazioni o elusioni di tale normativa (non applicabile);
- l'utilizzo dei commenti costituiva una prassi di mercato diffusa tra le agenzie di *rating*, inclusa S&P, disciplinata nelle *policy* interne della società già all'epoca dei fatti;
- S&P aveva utilizzato fonti pubblicamente disponibili, ivi compresa la bozza della manovra finanziaria a firma del Ministro Tremonti - che circolava in rete sin dal 28 giugno 2011 - ed attendibili;
- la clausola *standard* apposta in calce al commento rispondeva al requisito regolamentare di indicare in maniera esplicita i Paesi aventi un *rating* non sollecitato.

In punto di fatto risulta provato che il commento in oggetto⁶² è stato diffuso da Londra il giorno venerdì 1 luglio 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").

In premessa nella nota, in oggetto, è stato evidenziato:

- Il governo italiano ha introdotto ulteriori misure fiscali per il periodo 2011-2014;
- Le deboli prospettive di crescita dell'Italia rimangono il principale rischio per il piano di riduzione del debito.

Nel testo sono state indicate le ragioni che consigliavano di confermare l'*outlook* negativo per l'Italia:

"Londra, 01 Luglio 2011 - - ieri il Governo Italiano ha introdotto misure fiscali di austerità supplementari dirette a ridurre il deficit pubblico con una manovra complessiva da 47 miliardi (3% del PIL 2011) entro il 2014. Malgrado queste misure, tuttavia, riteniamo che sui piani di riduzione del debito del governo continuino a pesare consistenti rischi dovuti soprattutto alle deboli prospettive di crescita dell'Italia.

Numerose delle misure annunciate, a nostro parere, potrebbero avere un effetto benefico indiretto sulla competitività italiana: in particolare le misure per contenere gli aumenti salariali nel settore pubblico e la

⁶² Ai fini dei contatti nel documento acquisito sono indicati gli analisti Sovereign Ratings Eileen Zang e Frank Gill.

razionalizzazione pianificata del complesso sistema italiano della detrazione fiscale. Se saranno attuate le misure per anticipare l'età del pensionamento nel 2014 anziché nel 2015, come pianificato inizialmente, potrebbero rinforzare la nostra opinione che l'Italia ha passività fra le più basse in Europa legate all'invecchiamento della popolazione. Anche gli accordi stretti fra i sindacati e Confindustria sono un importante passo in avanti verso la flessibilità salariale.

Tuttavia, alla luce della debole crescita italiana (crescita media Pil pro capite meno 0.9% tra il 2005 e il 2011) e nostra opinione che saranno necessarie riforme microeconomiche e macroeconomiche molto più importanti per incentivare gli investimenti privati e adeguare i salari alla produttività. Senza tali misure, riteniamo che il potenziale economico dell'Italia non si realizzerà. Ciò implicherà una creazione di ricchezza insufficiente per conseguire un significativo declino del rapporto debito/Pil che era un alto 119% alla fine del 2010. Di conseguenza, continuiamo a credere che ci sia una probabilità su tre che il rating italiano possa essere tagliato entro i prossimi 24 mesi, come riflesso dal nostro outlook negativo.

Per quel che riguarda il pacchetto fiscale, riteniamo che l'ultimo-piano del governo sia generalmente credibile, in particolare per quel che riguarda le misure di contenimento dei salari nella pubblica amministrazione e della spesa pensionistica. Riteniamo, tuttavia, che il governo sia stato eccessivamente ottimista sui risultati attesi dalla lotta all'evasione fiscale. Anticipiamo che il governo probabilmente manterrà la sua impostazione fiscale restrittiva e risponderà ad ogni potenziale divergenza fiscale con misure aggiuntive. Il governo ha anche introdotto un pacchetto di riforme fiscali che include la semplificazione delle imposte sui redditi personali, sui servizi e sulle operazioni finanziarie, mentre aumenta l'IVA di un punto percentuale.

L'outlook negativo sull'Italia riflette l'opinione di Standard & Poor's che ci siano determinati rischi per il piano di riduzione del debito pubblico per il periodo 2011-2014 e che ci sia una probabilità su tre di un taglio del rating entro i prossimi 24 mesi. Secondo noi, i rischi sono legati ad una crescita inferiore rispetto alla nostra odierna prospettiva di crescita media del Pil pari a 1,3% durante il periodo 2011-2014. Inoltre riteniamo che uno stallo politico esteso possa contribuire ad una divergenza fiscale. Se uno di questi rischi si avverasse, il debito pubblico dell'Italia potrebbe ristagnare all'attuale elevato livello. In questo caso potremmo abbassare i rating di lungo e breve periodo sull'Italia. Dall'altra parte, se il governo riuscisse a raccogliere sostegno politico per l'attuazione delle riforme strutturali che migliorino la competitività, aprendo la strada ad una crescita economica più forte e ad una riduzione più veloce del debito, i rating potrebbero rimanere all'attuale livello".

In chiusura è stato precisato che fondandosi la valutazione non sollecitata unicamente su informazioni disponibili a livello pubblicitario avrebbe potuto escludersi la partecipazione dell'emittente; le fonti garantivano comunque gli *standard* previsti nelle *Credit Ratings information* e *Data Policy*, ma non poteva essere garantita "l'accuratezza, adeguatezza e completezza delle informazioni usate":

"Questo rating non sollecitato è stato inoltrato da Standard & Poor's. Può essere basato unicamente su informazioni disponibili a livello pubblicitario e può o meno coinvolgere la partecipazione dell'emittente.

Standard & Poor's ha utilizzato fonti di informazioni ritenute attendibili e basate su standard previsti nelle nostre *Credit Ratings Information* e *Data Policy*, ma non garantisce l'accuratezza, adeguatezza o la completezza delle informazioni usate".

Disattendendo la prospettazione del P.M., deve escludersi non solo che la valutazione di S&P nel caso di specie integri una vera e propria azione di *rating*, ma avuto riguardo all'orizzonte temporale di osservazione indicato nella nota va escluso altresì che ricorra un *credit watch*⁶³.

Trattasi, invero, della conferma dell'*outlook* negativo di recente adottato di S&P, che avrebbe dovuto comunque essere comunicato al Tesoro, poiché nel confermare il giudizio già reso, riteneva insufficiente le nuove misure del Governo, ponendo l'accento sul rischio del ristagno del debito pubblico a livelli elevati e di uno stallo politico esteso, fattori che se diventati concreti avrebbero imposto di abbassare i *rating* di lungo e breve periodo sull'Italia; solo nel caso in cui il Governo fosse riuscito ad ottenere il sostegno politico per l'attuazione delle riforme strutturali, volte "a migliorare la competitività, aprendo la strada ad una crescita economica più forte e ad una riduzione più veloce del debito, i *rating*" avrebbe potuto, infatti, essere confermato l'attuale livello dei *rating*.

Come è agevole desumere, nella motivazione si sottolinea che la riforma fiscale non era accompagnata da riforme strutturali volte a migliorare la competitività, difficili da attuare in presenza di uno stallo politico esteso.

In definitiva, trattasi sostanzialmente di un intervento che censura la riforma fiscale, il che giustifica la reazione del Tesoro e della CONSOB - che nella Relazione per la Commissione del 12 luglio 2011 aveva efficacemente rilevato che S&P non aveva ben definito i criteri in base ai quali, specialmente in presenza di nuove informazioni valutava se ricorressero i presupposti per produrre un *giudizio di rating* o un semplice *report* o *press release*⁶⁴ - e conferma il "sospetto" espresso dalla dirigente del debito pubblico dott. Maria Cannata, da un osservatorio altamente qualificato, in ordine al "pregiudizio" e alla "ipercriticità" di S&P nei confronti del nostro Paese.

La teste, infatti, ha ribadito i rilievi già mossi dal Tesoro nei confronti di S&P in merito al taglio dell'*outlook* nel precedente mese di maggio, sottolineando che aveva personalmente contestato la scorrettezza dell'intervento sulla Manovra del Governo, ancor prima che la stessa fosse ufficialmente varata, a Frank Gill nel corso di un successivo incontro a *Buxelles*,

⁶³ Come è noto la differenza tra la decisione di porre un *rating outlook* negativo, rispetto a quella di porre un *rating watch* negativo, consiste nell'orizzonte temporale del futuro cambiamento del *rating*; pur esprimendo entrambe una prospettiva di *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).

⁶⁴ Cfr. foglio 23 della Relazione di Consob acquisita nel corso dell'esame del presidente Vegas all'udienza del 19.11.2015 (foglio 132 del verbale trascrittivo).

il quale aveva giustificato la pubblicazione del Commento per le sollecitazioni di giornalisti e di economisti.

La teste ha ribadito inoltre che, proprio perché il Governo stava varando importanti misure fiscali, si era rafforzato il proprio convincimento che S&P nell'emettere i *rating* non valutasse adeguatamente i fattori positivi che l'Italia aveva il suo attivo:

omissis:

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 – Si, 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 – Ma scusi, quindi questo ha ulteriormente alimentato quella sua convinzione sul pregiudizio in negativo per l'Italia?

AVVOCATO ISOLABELLA – C'è opposizione, Presidente, su questo.

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, capitano tutte a Standard & Poor's? O forse tutte all'Italia? Cioè, perché accadeva che senza che fosse stato reso noto ufficialmente un comunicato relativo a misure di consolidamento fiscale, ci fosse stata già una stroncatura, come lei l'ha detto, di Standard & Poor's? Come poteva essere accaduto questo?

AVVOCATO GOLINO – C'è opposizione, Presidente.

PUBBLICO MINISTERO – Perché c'è opposizione? Presidente, è la risposta che ha già dato la dottoressa Cannata.

AVVOCATO ALLEVA – E allora se l'ha già data, perché rifare la domanda?

PUBBLICO MINISTERO – No, deve spiegare bene, Avvocato Alleva.

DICH CANNATA – Quello che poteva essere accaduto, anzi, quello che ci era stato dato come spiegazione qualche giorno dopo, fu che c'erano state molte richieste da parte di giornalisti, analisti finanziari eccetera, che chiedevano a Standard & Poor's come vedeva quello che era stato annunciato. E loro decisero di rispondere con questo tipo di commento immediatamente, il giorno dopo.

PRESIDENTE – Ancor prima che ci fosse l'atto.

DICH CANNATA – Ancor prima però di vedere il testo dei provvedimenti. Ecco, quello a mio avviso non era...

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 trovammo 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 perdefinire 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 - *Grazie. Vado avanti. Senta, ma dunque il fatto della stroncatura della manovra avvenne a mercati aperti?*

DICH CANNATA - Sì, avvenne intorno all'una.

PUBBLICO MINISTERO - *E si può?*

DICH CANNATA - Non c'era nessuna regolamentazione che impedisse di farlo, all'epoca. La regolamentazione è entrata nuova, che impedisce di fare questo tipo di azioni, peraltro, devo dire, riferita alle vere azioni di rating. Questo era un commento. Ancora oggi la regolamentazione sui commenti non si pronuncia e quindi è ancora tutto da vedere.

PRESIDENTE - *Ognuno fa quel che ritiene.*

DICH CANNATA - Sì. Diciamo che forse oggi c'è più cautela però su questo fronte. All'epoca non c'era nessun divieto di esprimersi a mercati aperti. La regolamentazione che introdusse il divieto per le azioni, per le rating action, è stata introdotta nel giugno del 2013.

PUBBLICO MINISTERO - *Senta, che altro le ha detto Frank Gill a quel proposito? Se lo ricorda?*

DICH CANNATA – Nient'altro, quello che ho detto adesso. Dopo che io gli replicai che però non mi sembrò un atteggiamento... non disse nulla.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi quando disse: "Da più parti ci hanno chiesto di pronunciarci comunque"...

DICH CANNATA – Sì, lui disse: "Da più parti ci hanno chiesto di dire qualcosa".

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.

Omissis.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, ma avete chiesto provvedimenti sanzionatori per questa condotta?

DICH CANNATA – Non è nei nostri poteri chiedere provvedimenti sanzionatori.

PUBBLICO MINISTERO – E che avete fatto? Lei si è arrabbiata, però si è esaurita là la vicenda? La sua arrabbiatura?

DICH CANNATA – Onestamente non ricordo, però se me l'ha chiesto l'altra volta, forse lo troverà scritto nel verbale.

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, lo trovo scritto a pagina 24, terzo rigo. La domanda è: "Da parte vostra avete chiesto alla Consob provvedimenti sanzionatori?", "No, noi abbiamo chiesto semplicemente alla Consob di valutare se questo comportamento fosse illegittimo o in qualche modo sanzionabile. Noi francamente non lo sappiamo. Io ho semplicemente segnalato al Presidente Vegas se aveva visto questo comunicato. Non mi aveva visto e mi ha detto: "Va be', allora adesso vediamo e li convochiamo".

DICH CANNATA – E sì, allora feci una telefonata, probabilmente.

PUBBLICO MINISTERO – Ah bene.

DICH CANNATA – Era tutto quello che potevo fare.

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 chieda 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"?

Omissis;

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.

AVVOCATO GOLINO – Comunque stiamo parlando di un'asta ipotetica.

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

Omissis;

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. Mel'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?*

AVVOCATO ALLEVA – Presidente, le dispiace interrompere questo cahiers de doléances e lasciare alla dottoressa dare la sua risposta?

PUBBLICO MINISTERO – *Sì, certo, vogliamo una risposta.*

PRESIDENTE – Ha inteso, Pubblico Ministero, ha inteso.

DICH CANNATA – *Perché a me è sembrato che quando noi rappresentavamo i progressi che erano stati fatti, le misure intraprese...*

PRESIDENTE – Non venivano apprezzati.

DICH CANNATA – *Da loro venivano tenuti in pochissima considerazione. Quindi, allora in quel colloquio che noi abbiamo avuto...*

PRESIDENTE – Quello che ha detto prima.

DICH CANNATA – *... nel luglio del 2011, io sì, era una cosa formale, però era una chiacchierata, non sapevo che ogni parola che dovevo usare, dovesse essere perfetta, liscia, non pensavo di dover parlare come un libro stampato. Quindi...*

PRESIDENTE – Non è che deve parlare come un libro stampato, però lei riveste un ruolo istituzionale e parla davanti ad un Pubblico Ministero.

DICH CANNATA – *Va bene, io rivesto un ruolo istituzionale, per me parlare al vento vuol dire che noi esponiamo le nostre ragioni, dall'altra 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.

PRESIDENTE – E all'inizio ha detto il perché.

DICH CANNATA – Esatto.

PRESIDENTE - Noi abbiamo inteso.

DICH CANNATA – Magari l'espressione è un po' colloquiale, però non è...

PUBBLICO MINISTERO – Ma quella espressione è molto importante.

DICH CANNATA – Non lo so.

PRESIDENTE – Lei intendeva dire quello che ci ha spiegato adesso.

DICH CANNATA – Io intendevo dire quello che ho cercato di spiegare (cfr. fogli 40-50 del verbale trascrittivo dell'udienza del 19.11.2015).

Il presidente di CONSOB Giuseppe Vegas, nel corso della sua testimonianza alla stessa udienza, ha confermato che a seguito del Comunicato sulla manovra emanata dal Governo, il cui testo non era ancora disponibile, la CONSOB per la prima volta si era determinata a convocare la *general manager* di Milano di S&P⁶⁵, per valutare la coerenza di quell'azione con la disciplina allora esistente sul *rating*, poiché sotto il profilo degli effetti il Commento si era tradotto sostanzialmente in un giudizio di *rating*.

A seguito della convocazione avevano avuto modo di comprendere che in realtà si trattava di una sorta di *outlook*, che aveva formulato una valutazione sui probabili effetti economici della manovra:

omissis;

DICH VEGAS – Qui c'era stata, nella pronuncia di Standard & Poor's del 1° luglio del 2011 qualche livello di confusione, nel senso che quello che quello che poteva sembrare un rating, in realtà è una sorta di outlook. E fu il motivo per cui noi abbiamo...

PUBBLICO MINISTERO – No, è il contrario, quello che sembrava un outlook sostanzialmente era un rating.

PRESIDENTE – Facciamolo dire a lui.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, spieghiamo bene.

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...

⁶⁵ Cfr. nota di convocazione della *general manager* Maria Pierdicchi da parte del Presidente della CONSOB in data 1 luglio 2011 a seguito del Report di S&P in pari data.

Si precisa nella nota in oggetto: "Al riguardo, anche tenuto conto dell'andamento dei mercati finanziari nella giornata di oggi, si ritiene opportuno ricevere chiarimenti in merito alla tempistica di diffusione del suddetto Report e agli elementi informativi sulla base dei quali sono state espresse le valutazioni contenute nello stesso".

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...

PRESIDENTE - Tant'è che avete convocato...

DICH VEGAS - 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. Poi abbiamo visto, neanche troppo tempo dopo, ci siamo abituati a variazioni dello spread nell'ordine di trenta punti al giorno, cose di questo genere.

PUBBLICO MINISTERO - Però in quel momento...

DICH VEGAS - Ma all'epoca sembrò francamente tanto, e quindi ovviamente siamo rimasti sorpresi. 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 probabileffetti 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 - Ecco, però nel paragrafo di cui parlavo prima, a pagina 23, voi individuate un profilo di criticità, che poi fate, infatti, oggetto di prescrizione, e cioè? Vuole un attimo dire lei, Presidente? 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.

PUBBLICO MINISTERO – Cioè mentre le contrattazioni erano in corso, arriva...?

DICH VEGAS – E l'effetto sostanziale che abbiamo verificato quel giorno era stato questo incremento dello spread.

PUBBLICO MINISTERO – Senta Presidente, andiamo poi a pagina 30 della bozza di decisione. Il terzo capoverso dice: "Pertanto...", quelle sono, diciamo, le conclusioni. Che cosa sostanzialmente obietta, rileva, segnala la Consob?

DICH VEGAS - Nella sostanza noi in questo documento lamentiamo il fatto che non erano stati adeguatamente chiariti i criteri in base al quale viene emesso questo...

PUBBLICO MINISTERO - I criteri di valutazione.

DICH VEGAS - Criteri di valutazione.

PUBBLICO MINISTERO - E questo in che cosa si traduceva? C'è scritto qui, a pagina 30? "In un sostanziale aggiramento della normativa", lo scrivete voi.

DICH VEGAS – E' quello che ho detto prima, cioè, dal punto di vista dell'effetto concreto, che si trattasse di un rating vero e proprio, oppure di un...

AVVOCATO ALLEVA – Non è scritto così, però, non è scritto così.

PUBBLICO MINISTERO – Lo facciamo leggere.

AVVOCATO ALLEVA – Facciamo leggere il testo esatto, tutta la frase, non è scritto così.

PUBBLICO MINISTERO – Tanto sarà acquisito il documento.

AVVOCATO ALLEVA – Ecco, benissimo, sarà acquisito.

DICH VEGAS - Quindi, quello che è scritto è: "Pertanto, come emerso anche dalla recente attività di vigilanza svolta su Standard & Poor's in merito al rapporto sull'Italia in cui è stato cambiato l'outlook in negativo il 20 maggio 2011, e 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..."

PUBBLICO MINISTERO - "Al fine di evitare che situazioni di questo tipo possano determinare un sostanziale aggiramento..."

DICH VEGAS "Possano determinare sostanziale aggiramento della normativa, appare opportuno chiedere a Standard & Poor'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".

PRESIDENTE – Va bene, avete chiarito il motivo per cui...

PUBBLICO MINISTERO – Esatto.

DICH VEGAS – Esatto.

PUBBLICO MINISTERO - Senta, e quali erano le nuove informazioni che avevano quando ci fu, appunto, quella valutazione del 1° luglio 2011?

DICH VEGAS – Le nuove informazioni...

PUBBLICO MINISTERO – *Siccome lei ha detto prima che la manovra che riguardava... la manovra correttiva sul consolidamento fiscale non era ancora stata, diciamo così, resa pubblica, era ancora... non era comunicata ancora al Presidente della Repubblica, questi da dove avevano preso le informazioni? E queste informazioni avevano il crisma dell'affidabilità secondo i canoni del regolamento europeo?*

DICH VEGAS – Probabilmente le informazioni erano state prese dalla stampa.

PUBBLICO MINISTERO – *Questa metodologia risponde ai canoni del regolamento europeo che abbiamo detto prima? La affidabilità delle fonti?*

DICH VEGAS – L'affidabilità delle fonti, certo, dipende dal fatto se la stampa riferisce correttamente o meno. Quindi... può essere una fonte affidabile o non affidabile.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene.

DICH VEGAS – Questo credo che sia un giudizio relativamente soggettivo.

PUBBLICO MINISTERO – *Ho capito. Presidente, produco questa relazione per la commissione, o bozza di decisione.*

Il Tribunale ne dispone l'acquisizione al fascicolo del dibattimento (fogli 127-132 del verbale trascrittivo dell'udienza del 19.11.2015).

Ad integrazione di quanto sin qui esposto, va osservato che la CONSOB, nella nota tecnica del 9.2.2012 a seguito del *downgrading* del precedente 13 gennaio, nell'effettuare la segnalazione all'ESMA ai sensi dell'art. 31 del Regolamento n. 1060 del 2009 e successive modifiche, ha evidenziato quanto segue:

omissis;

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 Italiano⁶⁶. 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*"

⁶⁶ La diffusione di tali report secondo quanto rappresentato da S&P nel corso dell'audizione, sarebbe usuale in occasione di nuovi eventi o del mutamento del contesto informativo concernente un emittente. S&P ha sempre sottolineato che il Report in oggetto, contenente una sintetica valutazione della manovra di consolidamento fiscale allo studio da parte del Governo italiano, era stato deliberato e diffuso a mercati aperti al fine di non creare asimmetrie informative sul mercato.

Sebbene vi fosse stato un mutamento di scenario⁶⁷ 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.

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 fornite 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" (fogli 13 e 14 della Nota CONSOB allegata alla produzione documentale del P.M.; n.d.e.: le note in calce costituiscono parte integrante della Nota tecnica).

Pur a fronte dei rilievi di natura regolamentare di CONSOB, e degli ulteriori rilievi del P.M. - che ne ha condiviso il ragionamento - posto che il comunicato di S&P del 1° luglio 2011 è stato annunciato come un *outlook* negativo (*"This unsolicited ratings was initiated by standard & Poor's"*) - senza che rilevi l'utilizzo del termine *rating* associato ad *unsolicited*, poiché è evidente il riferimento all'azione di S&P, non richiesta - non contemplato nel

⁶⁷ 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 nel 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"*).

Regolamento del 2009, con la conseguenza che, per le ragioni già indicate nella disamina dell'*outlook* del maggio 2011, si sottrae a tutte le previsioni del suddetto Regolamento.

Non essendo stato contestato alcun profilo di falsità - escluso dal P.M. anche nella sua requisitoria scritta - appare superfluo affrontare il tema della idoneità fraudolenta o ingannatoria della condotta.

Gli imputati, pertanto, devono essere assolti con formula ampiamente liberatoria, per insussistenza del fatto, anche dall'addebito in discorso.

12. Il *Credit Watch* negativo del 5 dicembre del 2011.

Va premesso che S&P, dopo il Commento sull'Italia del 1 luglio 2011 - con cui aveva decretato una ulteriore bocciatura per il Paese e per le riforme adottate dal Governo, confermando l'*outlook* negativo - nonostante la reazione del Tesoro e i rilievi di natura tecnica di CONSOB, è intervenuta nei confronti dell'Italia anche il 19 settembre, ponendo il *downgrade* di un *notch* da "A+ ad A"⁶⁸.

⁶⁸ RU: Repubblica Italiana

I principali fattori di valutazione

Punti di forza

- Alto livello di PIL procapite
- Forti bilanci delle aziende e delle famiglie
- Limitati squilibri esterni

Punti deboli

- indebolimento delle prospettive di crescita reali e nominali
- a nostro parere, importanti impedimenti politici all'introduzione di riforme per incentivare la crescita
- altro debito generale netto e lordo
- limitato impegno ai tagli alla spesa nel quadro dell'attuale programma fiscale a medio termine

RATIO

L'abbassamento dei rating del credito sovrano a lungo e medio termine assegnato all'Italia riflette il nostro punto di vista circa l'indebolimento delle prospettive di crescita dell'economia italiana e la fragilità dell'azione di governo che insieme alle divergenze politiche all'interno del Parlamento continueranno, probabilmente, a limitare l'abilità del governo a rispondere in maniera decisiva alle sfide macroeconomiche interne ed esterne.

Sulla base dei nostri criteri di determinazione del rating sovrano, recentemente aggiornati, il *downgrade* è stato determinato dalle valutazioni sui "Rischi politici" e sul "debito". Non hanno, invece, influito sul *downgrade* le valutazioni relative ad altri elementi della metodologia adottata, vale a dire, struttura economica, fattori esterni e monetari.

L'andamento moderato della domanda estera, le misure di austerità adottate dal Governo e la pressione crescente sui costi di finanziamento nel settore pubblico e privato causeranno, probabilmente, a nostro parere, un indebolimento della crescita dell'economia italiana rispetto a quanto previsto nello scenario di base di maggio. Crediamo che ad oggi il ritmo ridotto dell'attività economica dell'Italia renderà difficile il raggiungimento dei nuovi obiettivi fiscali. Inoltre la risposta politica incerta alle recenti pressioni di mercato ci suggeriscono continua incertezza politica futura circa le misure da adottare per affrontare le sfide economiche dell'Italia.

Il Governo prevede che il suo programma di risanamento dei conti pubblici porterà ad un consolidamento fiscale cumulativo pari a circa 60 miliardi di euro, con i maggiori risparmi proiettati nel 2012 e 2013.

Riteniamo, tuttavia, che la proiezione del governo in termini di risparmi pari a 60 miliardi non si possa concretizzare per tre motivi fondamentali:

- in primo luogo, come descritto in seguito, riteniamo che le prospettive di crescita economica dell'Italia si stiano indebolendo;
- in secondo luogo, quasi i due terzi dei risparmi di bilancio previsti nel periodo cruciale 2011-2014 fanno affidamento su un aumento delle entrate in un paese già ad elevata pressione fiscale;
- in terzo luogo, si prevede un aumento dei tassi interesse di mercato.

Prevediamo che il livello del debito pubblico dell'Italia rimarrà il principale fattore di vulnerabilità per il rating per il prossimo futuro. Nell'ambito del nostro scenario di base (v. tabella 1) prevediamo che a fine 2011 il debito pubblico sarà pari al 117% del Pil rispetto al 100% nel 2007. Nell'ambito del nuovo scenario di base l'indebitamento netto pubblico diminuirà solo leggermente raggiungendo il 115% del PIL entro il 2014, un tasso simile a quello riportato nello scenario negativo ("DOWNSIDE") di maggio 2011. In confronto gli scenari "UPSIDE" e "DOWNSIDE" comprendono traiettorie leggermente differenti per il debito pubblico netto (v. tabelle 2 e 3).

La nostra analisi macroeconomica, inoltre, illustra le principali debolezze dell'Italia in termini di credito: anche sotto pressione, le istituzioni politiche italiane, l'incombenza dei monopoli, i lavoratori del settore pubblico, i sindacati del settore pubblico e privato, ostacolano le capacità del governo di rispondere in maniera decisiva alle difficili condizioni economiche. Per esempio l'opposizione dei sindacati alla privatizzazione di Alitalia nel 2008 ha posto fine alla previsione di un rilevamento della società da parte di AirFrance. Inoltre la resistenza esercitata in Parlamento nel luglio 2011 ha portato il Governo a rinunciare ad inserire nella sua agenda legislativa proposte per la liberalizzazione delle professioni.

Le barriere di natura non tariffaria agli investimenti diretti stranieri rappresentano, a nostro avviso, la ragione principale dei relativamente pochi investimenti stranieri in entrata. Pari al 16% del PIL si tratta di meno della metà rispetto a Francia e Germania (27%), nonostante i potenziali incrementi di efficienza derivanti dalle economie di scala nell'ambito del Mercato comune europeo.

Con le elezioni nel 2013 e la debole posizione del Governo in Parlamento, non è chiaro cosa sia possibile fare per superare l'attuale situazione di stallo fra le istituzioni politiche e il governo. Riteniamo, pertanto, che l'Italia continuerà a rimanere vulnerabile agli accresciuti rischi "negativi" ("DOWNSIDE") di natura fiscale, economica e finanziaria.

Continuiamo a valutare l'Italia come un paese ad alto reddito, con un'economia diversificata e pochi squilibri esterni nonostante le deboli prospettive di crescita. Riteniamo, inoltre, che i bilanci delle aziende e quelli delle famiglie siano relativamente solidi, il che dovrebbe consentire al governo di sfruttare il risparmio locale in modo tale da fornire un più graduale consolidamento fiscale rispetto a quello di alcuni paesi vicini all'area sud-europea. Alla fine del 2010 il settore non bancario dell'Italia rimane in una posizione creditoria sostanziale netta verso l'esterno, mentre la posizione debitoria netta verso l'esterno del settore pubblico risulta pari a 804 miliardi di euro (52% del PIL). Osserviamo che recentemente il disavanzo delle partite correnti è aumentato superando il 10% delle entrate correnti, ma prevediamo un'inversione di tendenza.

OUTLOOK

L'outlook negativo sui rating riflette l'opinione di S&P circa i rischi di raggiungimento degli obiettivi fiscali del governo nel periodo 2011-2014 e circa le incertezze relative all'attuazione puntuale delle riforme volte a favorire la crescita. A nostro parere questi rischi provocherebbero una crescita più debole di quanto finora assunto nel nostro scenario "BASE CASE" rivisto. Inoltre la paralisi politica potrebbe contribuire a ritardare risposte politiche alle nuove sfide macroeconomiche e tradursi in importanti riduzioni fiscali.

Se uno o più di questi rischi si materializzasse, il debito pubblico generale netto dell'Italia potrebbe aumentare rispetto all'attuale livello già elevato. In tal caso potremmo abbassare i rating di breve e lungo termine. Potremmo anche abbassare i rating se, contrariamente alle previsioni, il disavanzo delle partite correnti rimanesse al di sopra del 10% delle entrate correnti dopo il 2013. Ciò potrebbe verificarsi se la bilancia commerciale italiana non migliorerà o se i disavanzi continueranno a crescere a causa dell'aumento dei costi di rifinanziamento.

Nella nota tecnica del 9 febbraio 2012 - in parte già esaminata - la CONSOB ha posto l'accento sul fatto che S&P non era stata coerente ai fini della valutazione del *rating* del debito sovrano nel considerare i cinque parametri (politico, esterno, monetario, livello di indebitamento e struttura dell'economia) contemplati dalle proprie metodologie, posto che nel declassamento del 19 settembre 2011 avevano inciso il fattore politico e quello dell'elevato indebitamento, mentre il posizionamento in *credit watch* negativo del 5 dicembre 2011 era stato determinato dal peggioramento del fattore politico a livello europeo.

Va comunque precisato che nessun addebito risulta mosso agli odierni imputati, né a S&P in ordine al *downgrade* del 19 settembre.

Risulta elevata invece la contestazione in relazione al *credit watch* del 5 dicembre.

Nello specifico il PM ha contestato agli imputati la seguente condotta:

“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)”.

Dalla documentazione acquisita risulta che il RU in oggetto (*“Standard & Poor's Puts Ratings On Eurozone Sovereigns On Credit Watch With Negative Implications”*) - *“primary credit analyst”* Moritz Kraemer e Frank Gill - è stato diffuso da Francoforte, lunedì 5.12.2011.

Come già evidenziato e come risulta confermato nella nota tecnica del 30.1.2012 della Divisione Mercati della CONSOB - acquisita al fascicolo del dibattimento all'udienza del 19.11.2015 - al paragrafo 2.2, *“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*

D'altra parte, se il governo riuscisse ad ottenere il sostegno politico necessario per attuare riforme strutturali intese a promuovere la crescita, le quali a loro volta favorirebbero le prospettive di riduzione sostanziale del debito pubblico netto nel medio termine, potremmo confermare i rating al livello attuale.

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".

Ebbene, come risulta documentalmente provato, S&P in data 5 dicembre 2011 ha posto in *Credit Watch* negativo, i rating sovrani a lungo termine di 15 membri dell'Unione economica e monetaria europea (EMU o Eurozona), ritenendo che i posizionamenti dei singoli Paesi fossero imputabili alle *tensioni sistemiche dell'eurozona* che nelle ultime settimane avevano registrato un incremento tale da esercitare una pressione al ribasso sullo *standing* creditizio di tutta l'eurozona.

S&P ha ritenuto che le tensioni sistemiche fossero 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".

S&P ha fondato la revisione dei *credit watch* per i rating dell'Eurozona su tre dei cinque fattori chiave della propria metodologia di rating, pubblicate il 30 giugno del 2011⁶⁹: *the "political", "external" and "monetary" scores we assign to the governments in eurozone.*

RATINGS LIST	To	From
<u>Rating a lungo termine in CreditWatch negativo</u>		
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+

⁶⁹ *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions.*

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	<u>A/Watch Neg/A-1</u>	<u>A/Negativo/A-1</u>
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.

Nel RU dell'Italia S&P ha precisato:

- Standard & Poor's ha posto in *CreditWatch* con implicazioni negative i rating sovrani non sollecitati 'A' a lungo termine e 'A-1' a breve termine relativi alla Repubblica italiana.
- Il collocamento in *CreditWatch* è mosso dalle preoccupazioni circa il potenziale impatto sull'Italia di quello che

consideriamo l'inasprirsi dei problemi politici, finanziari e monetari all'interno dell'Unione economica e monetaria europea.

- La nostra analisi di *CreditWatch* si concentrerà su valutazioni relative agli aspetti politici, "esterni" e "monetari" assegnati all'Italia in base ai criteri da noi adottati.
- Prevediamo di concludere l'analisi non appena possibile, dopo il vertice europeo del 9 dicembre 2011

Nel rendere la motivazione analitica è stato evidenziato:

“Il collocamento in *CreditWatch* è mosso dalle preoccupazioni circa il potenziale impatto di quello che consideriamo l'inasprirsi dei problemi politici, finanziari e monetari o dell'eurozona. Nella misura in cui tali questioni interne all'eurozona limiteranno la disponibilità di credito per l'economia, le prospettive di crescita economica in Italia - e quindi le prospettive di un sostenibile calo del debito pubblico - potrebbero risultare compromesse. E' nostra opinione, inoltre, che il fatto che i politici europei non abbiano compiuto sinora alcun passo avanti nell'impedire il diffondersi della crisi finanziaria potrebbe essere indicativo delle debolezze strutturali dei processi decisionali all'interno dell'eurozona e dell'Unione europea. Quanto precede, a sua volta, alimenta la nostra opinione circa le capacità dei politici europei di adottare misure proattive e risolutive, indispensabili in periodi di stress finanziario. Stiamo quindi rivedendo la modalità di gestione della crisi del debito messa in atto nell'eurozona e le relative implicazioni ai fini della nostra opinione sull'efficacia delle decisioni politiche in Italia”. In merito ai tre fattori sui quali è stato fondato il *credit watch* sull'Italia e nell'attribuire, quindi, il relativo punteggio, S&P ha ritenuto:

- Il “punteggio politico”. A nostro avviso, in un momento di gravi perduranti sfide di natura fiscale ed economica, la coerenza, prevedibilità ed efficacia del coordinamento delle politiche tra le istituzioni all'interno dell'eurozona si sono generalmente indebolite più di quanto avessimo immaginato. Prevediamo pertanto un potenziale aumento dei rischi relativi alle prospettive crescita e stabilità finanziaria dell'Italia, pur constatando che il governo Monti, recentemente inaugurato, si è impegnato ad attuare riforme che favoriscono la crescita e a proseguire il consolidamento fiscale. In particolare, esamineremo il contesto politico in termini di: prevedibilità del quadro politico generale e risposte politiche agli attuali sviluppi (si veda "Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions", par. 40; nel presente documento, tutti richiami ai paragrafi 51 riferiscono a tale pubblicazione); efficacia dell'azione politica nell'affrontare i momenti di difficoltà economica e correggere gli squilibri economici(paragrafo 41).
- Il “punteggio esterno”. Nel caso in cui persistano gli elevati tassi debitori attuali per gli attori del settore pubblico e privato italiano, è previsto un aumento dei rischi relativi ai finanziamenti esteri. In particolare, analizzeremo il rischio di un'improvvisa stretta dei crediti interbancari transnazionali a causa della percezione di una crescente tensione nel settore finanziario (punto 76). Esamineremo inoltre la capacità fiscale dell'Italia (al livello di rating attuale) di fornire ulteriore sostegno al sistema bancario nazionale, qualora fosse richiesta ulteriore assistenza in via ufficiale.
- Il “punteggio monetario”. Analizzeremo le politiche messe a punto dalla BCE e il relativo impatto sulla situazione dei mercati finanziari, sull'economia reale e, in ultima analisi, sul merito creditizio dell'Italia (par. 107, 117 e 118) . Se dovessimo concludere che sarà, improbabile che i meccanismi politici della BCE possano rivelarsi efficaci nel mitigare gli shock economici e finanziari che, a nostro avviso, l'Italia potrebbe dover affrontare potremmo decidere di ridurre il "punteggio monetario".

E' stato previsto di concludere l'analisi dopo il vertice europeo del 9 dicembre 2011 e che in caso di modifica di uno o più "punteggi" i *rating* dell'Italia avrebbero potuto essere abbassati fino a due *notch*. Al contrario, se le preoccupazioni espresse, fossero risultate mitigate da un'adeguata azione politica, i livelli di *rating* attribuiti avrebbero potuto essere confermati.

Sostiene il P.M. che anche se il *credit watch* riguarda 15 Paesi membri dell'Eurozona, per l'Italia esso si sostanzia in un artificio temporale informativo (preannunciare il declassamento dell'Italia senza tuttavia decretarlo), concretamente idoneo ad alterare il corso dei mercati, nonostante il fattore politico positivo, poiché era stato nominato il Governo tecnico, guidato dal prof. Mario Monti.

Prospetta, inoltre, che la decisione di S&P di porre in "*Watch*" negativo i *rating* sovrani dell'eurozona rappresenta "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".

Rimarca che le tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro - evocate da S&P per giustificare la decisione di mettere 16 Paesi in *credit watch* negativo - in realtà si erano aggravate essenzialmente a causa dei ripetuti declassamenti decretati dalle agenzie di *rating*, ed in particolare dalla predetta agenzia di *rating*, come ben evidenziato da Banca d'Italia nel Bollettino Economico n. 67 del gennaio 2012, acquisito nel corso dell'istruttoria dibattimentale.

L'Italia aveva azzerato le criticità rappresentate da S&P nel precedente *downgrade* del 19.9.2011 e, pertanto, la nuova azione di *rating* negativa nei suoi confronti appariva del tutto ingiustificata ed effettuata *in maniera "selettiva e mirata" in relazione ai momenti di maggiore criticità della situazione politico-economica, con una tempistica diretta ad amplificare gli effetti negativi di analisi e previsioni e a minare l'affidabilità creditizia del Paese*".

Inoltre, l'azione decretata era assolutamente incoerente con i dati macroeconomici e con l'evoluzione del quadro politico, che avevano giustificato i precedenti declassamenti decretati nel mese di maggio (in occasione del taglio dell'*Outlook*) e nel mese di settembre 2011 (in occasione del declassamento da "A+ ad A").

S&P, in altri termini, avrebbe deciso di coinvolgere l'Italia nell'azione cumulativa di *rating* con il "pretesto" - da considerare artificio rilevante ai sensi dell'art. 185 TUF - di tensioni sistemiche dell'eurozona, in realtà concausate proprio dai ripetuti declassamenti della stessa

agenzia di rating, appuntando ancora una volta l'attenzione su elementi negativi e trascurando quelli positivi, così mostrando l'insuperabile pregiudizio nei confronti del Paese, descritto al dibattito dalla dirigente del debito pubblico, dott. Maria Cannata.

Sostengono i difensori che gli addebiti sono infondati.

In primo luogo, rilevano, che la funzione del *credit watch* non è quella di "preannunciare un declassamento senza decretarlo", come prospettato dal P.M., ma quella di porre l'attenzione su un evento rilevante ai fini di una possibile variazione del rating, costituito nel caso di specie dal *summit* europeo e dalle misure che ne sarebbero derivate.

Inoltre il *credit watch*, di cui si discute, a differenza delle precedenti azioni di *rating* non ha ad oggetto unicamente l'Italia ma l'Eurozona nel suo complesso e, pertanto la tempistica è stata dettata da un evento di assoluta importanza per la vita economica e politica dell'Eurozona, quale il Consiglio Europeo previsto per il 9 dicembre successivo, senza alcun collegamento alla situazione politica italiana e all'insediamento del Governo Monti.

All'epoca dei fatti oggetto di contestazione, inoltre, il *credit watch* non era disciplinato nel Regolamento UE n. 1060 del 2009, essendo stato introdotto solo con la riforma del maggio 2013.

S&P, comunque, all'epoca già considerava il *credit watch* quale un'azione di *rating* del credito, prevedendo che fosse decretato da un comitato di rating, fosse sottoposto all'invio del RU all'emittente, prima della pubblicazione e della comunicazione al mercato per la verifica di eventuali errori materiali o imprecisioni.

I comitati dei sedici Paesi dell'eurozona oggetto di analisi si erano tenuti, infatti, in data 1 dicembre - prima della conferenza stampa del Presidente del Consiglio, Mario Monti - proprio in vista del prossimo Consiglio Europeo.

L'agenzia aveva pubblicato, quindi, tre documenti per comunicare al mercato le ragioni di quel *credit watch*: a) il *Research Update* di carattere generale (*Standard & Poor's Puts Ratings On Eurozone Sovereigns On Credit Watch With Negative Implications*); b) il *Credit FAQ*; c) il *Research Update* specifico per l'Italia (*Italy's unsolicited 'A/A-1' rating placet on credit watch negative*)⁷⁰.

Alla luce degli *stress* sistemici rilevati nell'Eurozona - "al punto da esercitare ormai una pressione negativa sul merito creditizio dell'eurozona nel suo complesso", S&P aveva quindi posto sotto osservazione, in relazione a ciascuno dei sedici Paesi coinvolti, tre dei cinque punteggi rilevati (punteggio politico, punteggio esterno e punteggio monetario), specificando

⁷⁰ Cfr. allegati n. 58, 59 e 60 della produzione documentale dei difensori in data 9 settembre 2016.

in relazione all'Italia le implicazioni del potenziale impatto *“dell'inasprirsi dei problemi politici, finanziari e monetari all'interno dell'eurozona”*

In particolare, per l'Italia S&P evidenziava due fattori che la caratterizzavano rispetto agli altri paesi dell'Eurozona: l'alto livello di debito pubblico⁷¹ e i ridottissimi tassi di crescita del Paese.

Il debito pubblico, nel 2011 era ritornato ai massimi storici (continuando peraltro ad aumentare negli anni successivi) e pesava come un “macigno” sull'Italia, rendendo la situazione particolarmente delicata, poiché era evidente che, in una situazione di congelamento dei mercati, rifinanziare un debito enorme come quello dell'Italia obbligava il Tesoro a corrispondere tassi di interesse onerosissimi, come riferito dal prof. Panizza nel corso della sua testimonianza all'udienza del 15.9.2016.

Quanto al fattore crescita, l'Italia, al pari degli altri Paesi dell'Eurozona era di fronte ad un rischio di recessione, come riferito dal prof. Zingales, illustrando la *slide* n. 55 nel corso della sua testimonianza all'udienza del 2 dicembre 2016.

Tale rischio, oltre ad essersi concretizzato, era largamente percepito in Europa nell'autunno del 2011, tanto che la Commissione europea nel formulare le previsioni per il 2011/2013 aveva rimarcato che *“la crescita è un treno fermo”*.

In conclusione, secondo i difensori, la valutazione di S&P appariva corretta sia nel merito che in ordine alla tempistica.

Le valutazioni di merito erano coerenti e in linea con quelle espresse dalle altre organizzazioni e dai rappresentanti della comunità politica-finanziaria dell'epoca e, peraltro, erano state già anticipate dal comportamento del mercato.

In costanza dell'alto livello del debito pubblico e del saggio di crescita negativo, peraltro confermato anche dal Ministro Padoan, nel corso della sua testimonianza all'udienza del 10 dicembre del 2015, era assolutamente irrilevante che il *credit watch* fosse intervenuto il giorno dopo la conferenza stampa del Presidente del Consiglio Mario Monti, i cui progressi economici erano stati considerati da S&P.

Il P.M., in definitiva, secondo la prospettazione dei difensori, avendo considerato il *credit watch* *“un artificio temporale-informativo concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati finanziari”*, era caduto nell'errore di ritenere causa della crisi ciò che in realtà, ne rappresentava solo il termometro.

⁷¹ Cfr. credit FAQ prodotto all'udienza del 9 settembre del 2015.

Le autorità di vigilanza CONSOB ed ESMA (la seconda competente dal 1 luglio del 2011), infine, non avevano rilevato alcun illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate o manipolazione di mercato.

A questo punto della trattazione e dopo aver sinteticamente esposto i rilievi dei difensori all'assunto accusatorio, per quel che rileva al fine di valutare la sussistenza o meno dell'addebito, va ribadito che il *credit watch* non era affatto contemplato nel Regolamento UE n. 1060 del 2009, essendo stato introdotto nel successivo Regolamento n. 462 del 2013, sul presupposto che nel "*frattempo l'attuale crisi del debito sovrano ... aveva evidenziato la necessità di rivedere i requisiti di trasparenza e procedurali, nonché la tempistica di pubblicazione inerente in modo specifico ai rating sovrani*" (considerando n. 1).

Va osservato che nel predetto considerando è stato sottolineato il tema della tempistica con particolare riferimento ai *rating* sovrani, proprio per scongiurare azioni ed interventi incontrollati da parte delle agenzie di *rating* nei confronti degli Stati sovrani, con *effetti prociclici*, che aggravano sicuramente le situazioni economiche recessive e determinano pressioni speculative sugli *spread* dei debiti sovrani⁷².

Nel considerando n. 7 è stata enunciata in maniera chiara la rilevanza delle prospettive di rating per investitori ed emittenti e l'assoluta analogia degli effetti a quella dei rating del credito, con conseguente necessità di estendere anche alle prospettive di rating tutti i requisiti del Regolamento n. 1060 del 2009, volti a garantire l'accuratezza, la trasparenza e l'assenza di conflitti di interesse e le disposizioni correlate:

(7) La rilevanza delle prospettive di rating per investitori ed emittenti e i loro effetti sui mercati sono analoghi a quelli dei rating del credito. Pertanto, è opportuno che tutti i requisiti di cui al regolamento (CE) n. 1060/2009 che mirano a garantire l'accuratezza, la trasparenza e l'assenza di conflitti di interesse delle attività di rating si applichino anche alle prospettive di rating. In base all'attuale prassi di vigilanza, una serie di disposizioni di tale regolamento si applicano anche alle prospettive di rating. Il presente regolamento dovrebbe chiarire le regole e garantire la certezza del diritto introducendo una definizione di prospettive di rating e chiarendo quali siano le disposizioni specifiche che si applicano a queste ultime. È opportuno che la definizione di prospettive di rating includa anche i giudizi relativi alla probabile evoluzione a breve termine di un rating del credito, comunemente nota come «credit watch».

⁷² Cfr. sul punto anche la testimonianza del prof. Tremonti, ai fogli 76 e segg. del verbale trascrittivo dell'udienza del 24.9.2015; la testimonianza del prof. Padoan, ai fogli 9 e segg. del verbale trascrittivo dell'udienza del 10.12.2015; le dichiarazioni dall'attuale Presidente della Banca Centrale Europea dott. 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, ai fogli 11-13 sul danno provocato al mercato dalle "*dichiarazioni frequenti, contraddittorie, parzialmente corrette e parzialmente scorrette*" delle agenzie di rating, con effetti negativi sul processo di rifinanziamento dell'economia: fogli 14-21 sulla reputazione delle agenzie di rating, sull'affidabilità dei loro giudizi e sulla opportunità di creare un'agenzia di rating europea.

L'art. 3 al paragrafo a lett. w), quindi, ha inserito la "prospettiva di rating" ("rating outlook"), la cui previsione è contenuta nell'art. 3 lett. paragrafo 1 lett. w), individuata in "un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi".

Anche la tempistica di pubblicazione ha trovato una disciplina più stringente nel Regolamento del 2013, come già ampiamente sottolineato nella parte della motivazione relativa al taglio dell'outlook del 21 maggio del 2011.

Il P.M., oltre all'artificio informativo nei termini dianzi evidenziato, non ha contestato profili specifici di falsità o di attività altrimenti ingannatoria in relazione al *credit watch* del 5 dicembre del 2011, circostanza che esime il Tribunale da valutazioni analitiche sui dati macroeconomici illustrati al dibattimento dai consulenti proff. Panizza e Zingales.

Il Tribunale ritiene, comunque, di svolgere alcune brevi considerazioni al solo fine di evidenziare che resta confermato il "sospetto" che tutti gli interventi di S&P nei confronti dell'Italia - dal taglio dell'*outlook* del 21 maggio 2011 al doppio declassamento del 13 gennaio 2012 - siano stati connotati da sicuro pregiudizio nei confronti dell'Italia, come riferito da esponenti qualificati del Tesoro e della Consob nel corso del dibattimento, perché adottati in arco temporale ristretto, con valutazioni diverse da quelle delle altre agenzie di rating e, peraltro, dopo che era stato risolto il rapporto contrattuale di S&P con l'Italia.

Ebbene, riprendendo il tema degli effetti pro-ciclici delle azioni delle agenzie di *rating*, generalmente intese, sui mercati e sulle economie recessive in particolare, non può non rilevarsi che la Banca d'Italia nel Bollettino economico n. 67 del gennaio 2012, nel paragrafo in cui sono stati analizzati i Mercati finanziari internazionali, ha evidenziato come le tensioni sul debito sovrano dell'area dell'euro si fossero aggravate risentendo non solo del deterioramento del quadro macroeconomico, ma dei ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni paesi europei da parte di talune agenzie di rating:

omissis:

"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. I corsi dei titoli di Stato hanno risentito dell'incertezza sui meccanismi di gestione della crisi e del peggioramento delle prospettive di crescita dell'area dell'euro. L'avversione al rischio degli investitori ha accentuato il *flight-to-quality* e i deflussi di capitali dalle economie emergenti. I mercati azionari e delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, caratterizzati da un'elevata volatilità, hanno penalizzato i titoli del comparto bancario. 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" (foglio 14 Bollettino Economico n. 67, Gennaio 2012).

Come è evidente, la valutazione di Banca d'Italia - parte integrante dell'Eurosistema - è difforme da quella di S&P, avendo l'Istituto sottolineato che nonostante le "*decisioni adottate dai vertici europei del 26 ottobre e del 9 dicembre 2011*" la più importante delle agenzie di rating, negli ultimi due mesi, fosse intervenuta con *credit watch* negativi e declassamenti dell'intera eurozona:

omissis:

"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" (foglio 14 Bollettino Economico n. 67, Gennaio 2012).

Va osservato, inoltre, che CONSOB nella nota tecnica del 9 febbraio del 2012 ha sottolineato, proprio in relazione al *credit watch* del 5 dicembre del 2011, che S&P nell'introdurre il *fattore esterno* - ritenuto poi decisivo per il doppio declassamento del 13 gennaio - non avesse fornito una motivazione analitica per l'Italia, rimandando al tema della coerenza dell'applicazione delle metodologie, sollevato dalla predetta autorità di vigilanza in relazione a tutte le azioni di S&P nei confronti dell'Italia, dal taglio dell'*outlook* del 21 maggio 2011 al doppio declassamento del 13 gennaio del 2012.

Proprio con riferimento al doppio declassamento - intervenuto poco più di un mese dopo il *credit watch* in esame - l'allora vice segretario dell'OCSE, Ministro dell'Economia e delle Finanze dal 24 febbraio 2014, prof. Pier Carlo Padoan, nel corso della sua testimonianza all'udienza del 10.12.2015, ha confermato il giudizio già espresso all'epoca nel corso di una intervista rilasciata al giornalista economico del Corriere della Sera, Federico Fubini⁷³, ribadendo che - grazie alle misure di correzione degli squilibri macroeconomici e finanziari del Paese, che andavano nella direzione di irrobustire, sicuramente l'Italia (ma con l'Italia

⁷³ Cfr. articolo di stampa, allegato alla produzione documentale del P.M. del 20.1.2017.

l'intera area Euro), adottate dal Governo guidato dal prof. Monti - la direzione economica dell'Italia aveva un andamento positivo, mentre l'intervento di S&P andava nella direzione opposta.

L'Italia, dunque, aveva scontato in misura particolarmente accentuata le conseguenze della debolezza che era propria dell'area Euro.

Omissis:

PUBBLICO MINISTERO – (...) Senta, signor Ministro, nel gennaio 2012 come abbiamo detto lei rivestiva il ruolo sia di capo economista OCSE, che di vice segretario generale OCSE. In questa qualità lei rese una intervista al giornalista economico del Corriere della Sera, Federico Fubini, pubblicata domenica 15 gennaio 2012. Successivamente poi rese al sottoscritto il 14 marzo 2012 altre dichiarazioni, confermando le dichiarazioni virgolettate riportate in quell'articolo. Ora, noi adesso affrontiamo un attimo il tema di quella intervista, diciamo, di quell'articolo lì, e quindi preannuncio che produrrò questa intervista, che viene pubblicata, per l'appunto, il 15.1.2012 sul Corriere della Sera dal giornalista economico Federico Fubini, 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”. Questo il titolo elaborato da Fubini. Ecco, la domanda: la sorprese, nella sua qualità e secondo il suo punto di osservazione, il doppio declassamento dell'Italia?

DICH PADOAN – 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.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, l'agenzia di rating in questione, Standard & Poor's, osservava che l'Italia soffriva per la debolezza del Governo dell'intera area Euro. Era condivisibile questo?

DICH PADOAN – Se non ho capito male, la debolezza della governance dell'intera area Euro?

PUBBLICO MINISTERO – Guardi, la domanda che le faceva il giornalista...

DICH PADOAN – Il Governo dell'area Euro...

PUBBLICO MINISTERO – Le spiego, le spiego. Il giornalista fece questa domanda, perché adesso sto riportando esattamente le domande di Federico Fubini.

DICH PADOAN – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Per verificare un attimo e ampliare le sue risposte. “L'agenzia di rating osserva che l'Italia soffre per la debolezza del Governo dell'intera area Euro”, e lei risponde: “Anche questo lo trovo contraddittorio”. In questo senso io le chiedo di ampliare un attimo questa sua risposta.

DICH PADOAN – Dunque, se ho ben capito la domanda che faceva Fubini, la domanda si può riformulare in questo modo. C'è una situazione di debolezza dell'intera area Euro dal punto di vista del suo Governo, in effetti ricordo che a gennaio 2012 ancora non erano state introdotte molte delle riforme che avrebbero poi fortemente irrobustito la zona Euro, quindi c'era una debolezza dell'area Euro in quanto tale, non attribuibile ad un particolare Paese, mentre invece sembrava che l'Italia scontasse in misura particolarmente accentuata le conseguenze di questa debolezza che invece era propria dell'area Euro. In questo senso io immagino che si potesse parlare di contraddizione.

PUBBLICO MINISTERO – *E quindi perché declassare di due gradini?*

DICH PADOAN – Questa è la domanda che mi ponevo anch'io in quel momento.

PUBBLICO MINISTERO - Senta, questi nuovi declassamenti, dunque, sono giustificabili o no con ragionamenti tecnici?

DICH PADOAN – Ma...

PUBBLICO MINISTERO – Lei all'epoca rispose: *“E' una decisione difficilmente giustificabile”*.

PRESIDENTE -- No, la risposta, no. Chiediamo...

AVVOCATO ALLEVA – Il Pubblico Ministero faccia le domande e aspetti le risposte.

PRESIDENTE – Professore, la situazione economica dell'epoca giustificava quel declassamento?

DICH PADOAN – *Dunque, la situazione economica dell'epoca per quanto riguarda la zona Euro, giustificava un declassamento...*

PRESIDENTE – No, per l'Italia, per l'Italia.

DICH PADOAN – Sì, se posso Presidente, vorrei espandere un attimo il concetto. La situazione economica dell'epoca, che era molto seria per tutta la zona Euro, giustificava il declassamento di molti Paesi membri; aggiungo, come credo si menzionava anche nell'intervista, rendeva più difficile il Governo la zona Euro, perché indeboliva l'allora appena introdotto cosiddetto Fondo Salva Stati, nella sua prima versione, l'EFSF, e quindi paradossalmente indeboliva in qualche modo la stessa zona Euro. L'Italia in questo contesto molto difficile, proprio in quel momento stava introducendo, grazie all'opera del Governo Monti da poco insediato, misure di correzione degli squilibri macroeconomici e finanziari del Paese, che andavano nella direzione di irrobustire, sicuramente l'Italia, ma con l'Italia l'intera area Euro. Quindi da questo punto di vista tecnicamente... ho capito che il Procuratore stava insistendo sul termine tecnico. Dal punto di vista tecnico penso che sia utile semplicemente rimarcare questa cosa, che ci sono due meccanismi che interagiscono: l'aggiustamento della zona Euro nel suo complesso e l'aggiustamento dell'Italia, paese cruciale della zona Euro, individualmente. Queste due cose interagiscono e, in qualche modo, si rafforzano l'una con l'altra.

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, io faccio mia la domanda che a quel punto, proprio dopo questo suo ragionamento, faceva Fubini. Se per lei non c'è solo una spiegazione tecnica, perché Standard & Poor's è intervenuta?

DICH PADOAN – Io non ho una risposta a questa domanda.

PUBBLICO MINISTERO – All'epoca l'ha avuta una risposta...

DICH PADOAN – Ripeto, è la domanda che mi sono posto e a cui io non sono in grado di dare una risposta. Il ragionamento che stava dietro è la mia opinione, è quello che ho appena provato a riassumere adesso, l'interazione dei due livelli.

PUBBLICO MINISTERO – E allora, giusto per vedere un attimo se per caso si supera anche questo, perché a questa precisa domanda che le faceva il giornalista, lei sempre con il virgolettato, immagino che lui abbia registrato la conversazione, per aver utilizzato... dice: “Sembra – questa è la sua risposta – *sembra un’intenzione di andare in direzione opposta rispetto agli sforzi di soluzione della crisi*”. Questa era la sua risposta.

DICH PADOAN – *La mia risposta, che lei ha appena citato, con parole un po’ diverse, ribadisce quello...*

PUBBLICO MINISTERO – Si lega a quello che ha detto prima.

DICH PADOAN – *Un Paese va nella direzione dell’aggiustamento, quindi una cosa che potrei definire virtuosa; la valutazione che viene data invece va nella direzione opposta* (fogli 18-21 del verbale trascrittivo dell’udienza del 10.12.2015).

Il giorno prima del posizionamento dell’Italia in *credit watch*, insieme agli altri Stati Europei, peraltro, il neo presidente del Consiglio dei Ministri sen. prof. Mario Monti aveva indetto una conferenza stampa, cui era seguito il “Comunicato Stampa del Consiglio dei Ministri n. 5 del 4.12.2011”, volto a rendere note al Paese le misure adottate:

“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”⁷⁴.

Anche il sen. prof. Monti, nel corso della sua testimonianza resa all’udienza del 29.1.2016, ha confermato che a seguito del *credit watch* anche nei confronti dell’Italia, egli aveva manifestato “*sorpresa e stupore*”, poiché S&P era intervenuta il giorno dopo che era stato adottato il decreto “Salva Italia”.

⁷⁴ Cfr. Comunicato, allegato alla produzione documentale del P.M. all’udienza del 20.1.2017.

Dopo aver letto la motivazione del declassamento del 13 gennaio, egli aveva compreso che nella decisione di S&P era stata determinante la valutazione sulla "governance europea", circostanza confermata anche in sede di controesame:

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?*

Omissis:

DICH MONTI -- Stavamo prendendo provvedimenti molto incisivi.

PRESIDENTE -- Ma stavamo, o li avevate già presi?

DICH MONTI -- No, no, Decreta 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 sbagliata, 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...

PRESIDENTE -- Scivoloso.

DICH MONTI -- *Quello molto scivoloso della governance dell'Eurozona, stava peggiorando perché c'era un insieme inconcludente di attari e questo aspetto è stato messo in luce dall'agenzia di rating, comunque esisteva, immagino che sia questo che ha, non dico giustificato, che ha motivato l'agenzia di rating a dare quella valutazione.*

PUBBLICO MINISTERO -- Cioè, lei sta dicendo che nei due mesi di governo, del suo governo, l'agenzia ha fatto il declassamento di due gradini per problema di governance europea? E quindi che cosa c'entrava l'Italia per essere declassata di due gradini?

DICH MONTI -- No, allora, torniamo indietro ad un punto che abbiamo...

PUBBLICO MINISTERO -- Cioè, io voglio solo sapere, professore, guardi, in maniera, se può sintetica, come lei riesce a fare benissimo.

DICH MONTI -- Grazie.

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 molta.

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.

Omissis

Quindi, ricapitolando, in dicembre esco deluso dall'aver appreso del credit watch negativo dopo questa produzione di tanti provvedimenti. Anche lì non ho giudicato, però mi sono detto deluso; in gennaio il credit watch si trasforma in qualcosa di più pesante, cioè l'effettivo downgrade di due punti, però vedo il lato positivo, che mi interessava mettere in valore, quindi probabilmente dietro il dicembre, credit watch negativo, malgrado i nostri provvedimenti, c'era l'allora valutazione di questo quadro europeo che stava peggiorando (fogli 150-153 del verbale trascrittivo dell'udienza del 29.1.2016).

E' indubbio, pertanto, in presenza delle risultanze indicate che a seguito della nomina del Governo tecnico era stato oramai superato il c.d. *political gridlock*, utilizzato da S&P per giustificare sia il taglio dell'outlook del 21 maggio che il declassamento del 19.9.2011, da "A+ ad A".

Alla stregua delle considerazioni sin qui svolte, neppure in ordine al *credit watch* nei confronti dell'Italia del 5 dicembre si configura condotta penalmente rilevante.

Gli imputati, pertanto devono essere assolti dall'addebito indicato, con formula perché il fatto non sussiste, senza che rilevi che l'imputato Deven Sharma non fosse all'epoca Presidente di S&P, essendo cessato dalla carica il 23 agosto del 2011.

Come è noto, la formula assolutoria "perché il fatto non sussiste" indica la mancanza di uno degli elementi costitutivi di natura oggettiva del reato (la condotta, l'evento o il nesso di causalità) e prevale su qualsiasi altra; la formula "perché l'imputato non l'ha commesso" presuppone, invece, la prova di sussistenza di un fatto penalmente rilevante, ma dichiara l'impossibilità di attribuirne la commissione all'imputato, o perché è stata raggiunta la prova positiva della totale estraneità dell'imputato al fatto o perché manca o è insufficiente la prova del suo coinvolgimento.

La diversa formula "perché il fatto non costituisce reato", si caratterizza perché riconosce la sussistenza della materialità del fatto storico e la sua diretta riferibilità all'imputato, ma nega la punibilità per la mancanza dell'elemento soggettivo oppure per la presenza di una causa di esclusione dell'antigiuridicità (Cass. Sez. U. Sentenza n. 40049 del 29.5.2008, dep. 28.10.2008, Rv. 240815).

13. Il doppio declassamento dell'Italia del 13 gennaio 2012

Va premesso che con riferimento al doppio declassamento dell'Italia del 13 gennaio del 2011, il P.M. ha contestato profili specifici di falsità.

Nello specifico il P.M. in relazione a tale addebito ha contestato 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”.

Come è agevole desumere, nel capo di imputazione, il P.M. ha contestato la falsità del solo media release, mentre nella requisitoria scritta e nel corso della discussione orale ha contestato anche la falsità del contenuto del RU, nel testo modificato.

A foglio 174 della requisitoria scritta il P.M. ha prospettato la configurabilità di tre distinti profili di addebiti, due dei quali con connotazione di falsità, correlate rispettivamente al primo RU con il relativo comunicato e al RU, nel testo modificato a seguito della richiesta di correzione formulata dal *primary credit analyst* Renato Panichi.

- 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 investor?” in relazione alla base giustificativa del doppio declassamento del debito sovrano della Repubblica Italiana;

Il terzo profilo di addebito afferisce invece alla “incoerenza 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”.

Trattasi - come evidente - di un profilo sicuramente non idoneo a configurare il reato contestato agli odierni imputati, per le ragioni già indicate analizzando le altre contestazioni, alle quali per ragioni di sintesi si rinvia.

Quanto al secondo addebito, il P.M. sostiene che il profilo di falsità, correlato alla locuzione modificata nel Rationale, nel testo definitivo del RU - “dato l'elevato importo assoluto del debito estero” - non integra fatto nuovo, poiché l'imputazione 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".

I difensori sostengono, di contro, che trattasi di fatto nuovo che esula dalla contestazione.

Le censure sollevate dai difensori sul punto appaiono fondate.

Secondo il consolidato indirizzo interpretativo della Suprema Corte, infatti, può essere ritenuto fatto nuovo esclusivamente un accadimento del tutto difforme per le modalità essenziali dell'azione o per l'evento ovvero del tutto diverso da quello contestato.

La locuzione "fatto nuovo", di cui all'art. 518 c.p.p., non enunciato nel decreto che dispone il giudizio, concerne un accadimento del tutto difforme ed autonomo, per le modalità essenziali dell'azione o per l'evento, rispetto a quello originariamente contestato.

Per "fatto diverso", che, ai sensi dell'art. 516 c.p.p., consente la modifica dell'imputazione, deve, invece, intendersi non solo un fatto che integri una imputazione diversa, restando esso invariato, ma anche un fatto che presenti connotati materiali difformi da quelli descritti nella contestazione originaria, rendendo necessaria una puntualizzazione nella ricostruzione degli elementi essenziali del reato. Peraltro il complesso delle disposizioni che regolano il regime delle nuove contestazioni (artt. 516 e 522 c.p.p.) mira ad assicurare il contraddittorio sul contenuto sostanziale dell'accusa e quindi a garantire il pieno esercizio del diritto di difesa dell'imputato (Cass. sez. 2, sentenza n. 18868 del 10.2.2012, Rv. 252822; Cass. sez. 5, sentenza n. 2295 del 3.7.2015, Rv. 266019; Cass. sez. 5, sentenza n. 10310 del 25.8.1998, Capano, Rv. 211477; Cass. sez. 1, sentenza n. 9958 del 27.10.1997, Carelli ed altri, Rv.208935)

Ciò posto, riprendendo i temi trattati a margine del *credit watch* del 5 dicembre del 2011, in punto di fatto, con riferimento all'azione di rating in oggetto, risulta provato che a partire dalle ore 22.36 (21.36 ora di Londra) S&P pubblicava alcuni 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 *notches* (da A a **BBB+**); ugualmente di 2 *notches* veniva ridotto il rating della Spagna, Portogallo e Cipro, mentre quello degli altri Paesi veniva ridotto di un solo *notch*; tra i Paesi indicati 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.

In particolare S&P ha diffuso, nella serata del 13 gennaio, prima la *press release* con cui ha fornito le motivazioni di carattere generale dei 9 *downgrade* e degli *outlook* negativi⁷⁵; nelle ore successive ha pubblicato i *press release* per ogni Paese interessato alla decisione e, quindi, anche quello per l'Italia⁷⁶, nonché le *credit FAQ*⁷⁷.

Invero, già nel primo pomeriggio del 13 gennaio 2012 le agenzie di stampa riportavano *rumors* sui suddetti *downgrading* da parte di S&P: 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, già in corrispondenza della diffusione dei *rumors* assumevano un andamento negativo, come risulta dalla nota tecnica della Divisione Mercati della CONSOB del 21.1.2012, che ha riprodotto nel grafico a foglio 16 l'andamento dell'indice FTSE MIB nella seduta del 13 gennaio 2012 rispetto al valore di chiusura del giorno precedente, che nel corso della giornata, dalle ore 14,33 ha assunto un trend negativo, facendo registrare la *performance* peggiore tra i principali indici europei, inferiore all'indice tedesco (-0,58%) all'indice francese (-0,11%) e all'indice inglese.

A partire dalle ore 14.45 circa nella giornata del 13 gennaio l'andamento dello *spread* tra BTP e BUND ha subito un aumento deciso, passando da 482 punti base a 505 punti base (valore registrato alle ore 15.15 circa).

Successivamente lo *spread* si è ridotto, chiudendo le negoziazioni al livello di 488 punti base, come si evidenzia nel grafico a riportato a foglio 17 della stessa Nota⁷⁸.

Di contro i CDS sulla Repubblica italiana, con scadenza a 5 anni, in pari data hanno fatto registrare un *performance* positiva pari a + 1,74%, circostanza che attesta l'incremento della percezione del rischio sul titolo governativo di riferimento.

⁷⁵ Cfr. allegato n. 1 alla nota CONSOB del 30.1.2012 - 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" - acquisita al fascicolo del dibattimento all'udienza del 19.11.2015.

⁷⁶ Cfr. allegato n. 2 alla nota CONSOB.

⁷⁷ Cfr. allegato n. 3 alla Nota CONSOB.

⁷⁸ Cfr. grafico 6: andamento dello *spread* tra BPT e BUND con scadenza decennale nella seduta del 13 gennaio 2012. Fonte: Bloomberg.

Nel motivare il doppio declassamento dell'Italia S&P nel RU del 13 gennaio ("*Italy's Unsolicited Ratings Lowered To "BBB+/A-2- Outlook negative"*"), nella sintesi ha enunciato:

- S&P ha abbassato il rating non sollecitato dell'Italia di due notch da A a BBB+ e il rating a breve termine da A-1 a A -2.
- Il declassamento riflette la nostra opinione sulla crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, nonché le potenziali implicazioni negative degli stessi sulla crescita economica e, pertanto, sulle finanze pubbliche. Riteniamo che i rischi finanziari esterni siano esacerbati dall'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'eurozona.
- La prospettiva di rating di lungo termine è negativa.

Ha illustrato, quindi, l'azione di rating:

13 gennaio 2012- S&P ha abbassato il rating sovrano non sollecitato a lungo termine della Repubblica Italiana da A a BBB+. Contestualmente ha abbassato il rating sovrano non sollecitato a breve termine da A-1 a A -2. Inoltre, i rating sono stati rimossi dal CreditWatch con implicazioni negative in cui erano stati posti a in data 5 dicembre 2011. La prospettiva del rating a lungo termine è negativa.

La valutazione del rischio di trasferimento e convertibilità (T&C) per l'Italia, come per tutti i membri dell'Unione Economica e Monetaria Europea (eurozona) è AAA, e riflette il parere di S&P secondo cui la probabilità di una restrizione da parte della BCE dell'accesso di entità non sovrane alla valuta estera necessaria al rimborso del debito estremamente bassa. Ciò riflette il pieno e libero accesso alla valuta straniera di cui godono attualmente i detentori di euro, che ci attendiamo proseguire nel prevedibile futuro".

Nel c.d. Rationale ha sottolineato:

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 esarcebando, a nostro avviso, i vincoli ai finanziamenti esterni nel settore pubblico e privato in Italia.

Il declassamento dell'Italia riflette la nostra opinione secondo cui 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 e al governo italiano. Ci attendiamo che il difficile contesto legato ai finanziamenti esterni si ripercuota negativamente sull'andamento della crescita e, quindi, sulle finanze pubbliche. Osserviamo 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, accettabile per gli stessi. È 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).

La riduzione del punteggio esterno riflette, altresì, il nostro parere di una sostanziale esposizione dell'Italia a passività esterne di 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 dicembre 2011.

Nel corso del 2012 e 2013, ci attendiamo dal Tesoro italiano un probabile pagamento di rendimenti storicamente elevati a scadenze più brevi al fine di approfittare della recente impennata della curva dei rendimenti. Nel tempo, la seconda alternativa ridurrebbe, a nostro parere, uno dei punti di forza del credito in Italia. Una scadenza media relativamente lunga dei titoli di debito di oltre sette anni, un fenomeno che contribuisce a rallentare l'impatto dei rendimenti crescenti sull'andamento dei conti pubblici.

Gli esiti del summit dell'Unione europea del 9 dicembre 2011 e la successiva dichiarazione dei politici ci hanno indotto a credere che l'intesa raggiunta non abbia prodotto una svolta di portata e dimensioni tali da risolvere appieno i problemi finanziari dell'eurozona. A nostro parere, l'accordo politico non fornisce nuove risorse e flessibilità operativa sufficienti a sostenere le operazioni di salvataggio europee, né ad offrire sufficiente sostegno ai paesi dell'eurozona sottoposti a elevate pressioni di mercato.

Riteniamo altresì che l'accordo si basi su un riconoscimento solo parziale dell'origine della crisi: il fatto che l'attuale tumulto finanziario derivi principalmente dalla mancanza di disciplina fiscale della periferia dell'eurozona. A nostro parere, tuttavia, i problemi fiscali che gravano sull'eurozona sono in gran parte conseguenza di crescenti squilibri e divergenze esterne nella competitività tra il cuore dell'eurozona e la cosiddetta periferia.

Riteniamo che, in quanto tale, un processo di riforma che si basa esclusivamente sul pilastro dell'austerità fiscale rischi di dimostrarsi auto lesivo, dal momento che la domanda interna diminuisce all'aumentare dei timori dei consumatori sulla sicurezza del lavoro e sul reddito disponibile, andando ad erodere il gettito tributario nazionale.

A nostro avviso, l'efficacia, la stabilità e la prevedibilità della politica e delle istituzioni politiche europee (nelle quali l'Italia è strettamente integrata) non sono state tanto forti quanto riteniamo siano chiamate ad essere dal grave allargamento e inasprimento della crisi finanziaria dell'eurozona. Ciò nonostante non abbiamo modificato il nostro punteggio politico per l'Italia (uno dei cinque fattori chiave nei criteri di assegnazione del rating sovrano da noi pubblicati). Riteniamo che l'indebolimento dell'ambiente politico a livello europeo sia in certa misura compensato da una maggiore capacità interna dell'Italia di formulare e attuare politiche economiche di mitigazione della crisi. Ciò riflette il nostro parere di un avvenuto miglioramento del contesto politico con il governo tecnico, recentemente inaugurato, sotto la guida di Mario Monti, e le nostre attese secondo cui le misure a sostegno di una vasta crescita saranno attuate nel primo semestre 2012.

Riteniamo che i programmi per una deregolamentazione del mercato del lavoro, ivi comprese le professioni a numero chiuso, potrebbero contribuire a ristabilire la competitività italiana, consentendo potenzialmente all'Italia di conseguire gli avanzi delle partite correnti tali da rafforzare l'affidabilità creditizia del Paese. Ciò nonostante, ci aspettiamo che alcune delle ambiziose riforme dell'attuale governo incontreranno qualche opposizione. Riteniamo che ciò aumenti l'incertezza sulle prospettive di crescita e quindi le finanze pubbliche nell'ambito di un contesto finanziario ancora più difficile per le banche e il governo italiano.

I rating dell'Italia sono anche vincolati da quello che reputiamo un livello molto elevato di indebitamento del settore pubblico del Paese e una debolezza potenziale di crescita economica. I rating sono supportati dalla nostra opinione di un'economia italiana prosperosa e diversificata, la previsione di un surplus fiscale primario e considerevole risparmio nel settore privato.

Outlook

The outlook on the long-term rating on Italy is negative ...

L'aspettativa del rating a lungo termine dell'Italia è negativo, ad indicare che riteniamo sussistere almeno una possibilità su tre che il rating sia nuovamente abbassato nel corso del 2012 o 2013. In base ai nostri criteri, i rating potrebbero essere abbassati qualora un contesto macroeconomico più debole del previsto e le pressioni deflazionistiche riducano il PIL pro-capite dell'Italia; determinino la continuazione della crescita del rapporto PIL/debito pubblico; oppure portino a quello che considereremmo un prolungato peggioramento della situazione finanziaria. I rating potrebbero inoltre essere abbassati qualora osservassimo che il governo tecnico non riesca ad attuare le misure di riforma strutturale che riteniamo necessaria per favorire il potenziale di crescita, sia a causa dell'esposizione di speciali gruppi di interesse e altri soggetti, sia in seguito alla caduta del nuovo governo prima della naturale scadenza del mandato.

Al contrario, ci attendiamo che i rating possano stabilizzarsi a livelli correnti se le riforme strutturali saranno attuate integralmente e porteranno l'economia italiana ad un maggiore livello di crescita, ovvero se constateremo l'adozione di altre misure - ad esempio, importanti cessioni patrimoniali e privatizzazioni - al fine di ridurre in misura sostanziale il debito pubblico.

Nel doppio declassamento, dunque, diventa fattore determinante di rischio, quello esterno (*the external financing*), con le potenziali implicazioni negative sulla crescita economica e sulle finanze pubbliche.

In altri termini, a fronte dei tre fattori di rischio posti sotto osservazione, il declassamento dell'Italia trova la propria ragione nell'abbassamento di due punti del solo fattore esterno.

Rimangono invariati, invece, il punteggio politico ed il punteggio monetario: il primo positivo in ragione dei progressi mostrati a seguito dell'insediamento del Governo Monti e il secondo non adeguato verso il basso in nessuno dei Paesi dell'Eurozona.

Tralasciando l'addebito della coerenza della motivazione di siffatta azione di rating rispetto al *downgrade* del 19 settembre del 2011, fondata essenzialmente sullo stallo politico, superato con il Governo Monti e il corso di riforme strutturali preannunziate nel corso della conferenza stampa del 4 dicembre del 2011, sempre procedendo alla ricostruzione completa degli accadimenti, va posto l'accento sulla circostanza che il RU dell'Italia già pubblicato e comunicato ai mercati è stato modificato, eliminando il riferimento al "*financial sector debt*". Risulta infatti documentato che nel *Rationale*, a fronte della indicazione contenuta nel RU per l'Italia del 13 gennaio e nel correlato comunicato stampa in pari data, successivamente al 14.1.2012, nello stesso RU - di cui è disponibile solo il testo in lingua inglese (allegato n. 41 alla nota della CONSOB del 21.1.2012) - è stato eliminato il riferimento al settore del debito del settore bancario:

1. *Research Update January 13, 2012: "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"* (*"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"*).
2. *Research Update January 13, 2012* (allegato alla nota CONSOB del 30 gennaio 2012, di cui è disponibile solo il testo in lingua inglese): *"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"* (*"Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, dato l'elevato importo assoluto del debito estero. 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"*).

In entrambi i *Research Update*, inoltre, la crescente vulnerabilità dell'Italia è collegata ai *rischi finanziari esterni* ("*external financing risks*") e, quindi, ai vincoli ai finanziamenti esteri o esterni ("*external funding constraints*"), nel settore pubblico e privato in Italia, conseguenti all'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'eurozona.

I rischi finanziari esterni sono costituiti nel primo RU dalla **titolarità "alta" di debito estero pubblico e bancario italiano** e nel secondo RU (disponibile solo in lingua inglese) dalla **elevata quantità assoluta di debito estero**.

La motivazione dei due RU, nel resto, è identica.

Prima di analizzare il merito dell'azione di *rating* e il profilo di falsità oggetto di specifica contestazione nel capo di imputazione, correlato al debito estero del settore bancario, al fine di stigmatizzare la condotta di S&P è comunque opportuno esaminare se la "correzione" della motivazione del RU abbia natura sostanziale e capacità ingannatoria e sia idonea ad integrare il secondo profilo di falsità, attraverso il quale S&P ha fornito una nuova e diversa informazione al Mercato, anch'essa deliberatamente falsa, come sostiene il P.M. o se, invece, trattasi di una mera "*rifinitura linguistica*" del *Research Update*, intervenuta quando ormai la decisione in merito al doppio declassamento dell'Italia si era già cristallizzata, come sostengono i difensori.

Ebbene, sostengono i difensori che:

- lo scambio di mail tra Eileen Zhang e Renato Panichi rientrava nella prassi in uso a S&P a livello globale, secondo cui gli analisti sovrani condividevano con gli analisti bancari il RU relativo ad una azione di rating sovrano, in cui erano menzionate le banche;
- il colloquio tra la Zhang e il Panichi, peraltro, era stato oggetto di specifica autorizzazione da parte del dipartimento di *compliance*, poiché il Panichi non aveva preso parte al Comitato, in ragione di una potenziale situazione di conflitto di interessi, dettata dal fatto che egli fosse detentore di titoli di Stato italiani;
- l'autorizzazione al Panichi, a prendere visione del RU, era intervenuta solo dopo che il Comitato aveva deliberato il merito del rating, così evitando in radice qualsiasi influenza dello stesso sulla decisione;
- S&P dopo il suggerimento del Panichi aveva inteso garantire unicamente una coerenza linguistica tra le pubblicazioni degli analisti sovrani e quelle degli analisti bancari;
- dopo la rifinitura, alle ore 10.09 del 13 gennaio 2012, la bozza del RU, approvata dal presidente del comitato John Chambers, era stata inviata dall'analista primario Eileen Zhang, odierna imputata al MEF, per consentire all'emittente nell'arco delle successive dodici ore di formulare commenti e osservazioni al testo, che non erano però seguite;
- poco dopo l'invio del RU al MEF, Paola Valentini - responsabile della comunicazione di S&P in Italia - ne sottoponeva il testo al Panichi, il quale focalizzando la propria attenzione solo sulla prima frase del *Rationale* ("*Il declassamento riflette quello che a nostro avviso sono*

le crescenti vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esteri, dato l'elevato livello di debito pubblico e del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri"), riteneva non corretta l'informazione ai mercati e contattava nuovamente la Zhang invitandola ad apportare modifiche al testo del RU, senza averne però correttamente interpretato il significato;

- John Chambers⁷⁹ ed Eileen Zhang, nonostante l'intervento del Panichi, concordavano sulla correttezza della frase e, al solo fine di offrire una maggiore coerenza lessicale tra le

⁷⁹ John Burton Chambers, *managing director* di S&P, nel gruppo del rating sovrano - nominato presidente del comitato che ha deliberato l'azione di rating di cui si discute, dal capo del gruppo del rating sovrano (David Beers nel 2011 e Curt Moulton nel 2012) - nel corso della sua testimonianza all'udienza del 1° dicembre del 2015, pur confermando che il testo del RU era stato modificato dopo la mail di Renato Panichi, ha dichiarato che aveva in qualità di presidente del comitato autorizzato quella modifica al solo fine di rendere coerente il linguaggio con quello utilizzato nelle valutazioni del BICRA, di cui il Panichi era presidente.

Dalla testimonianza del Chambers emerge comunque che S&P in occasione del doppio declassamento dell'Italia ha emesso due RU - entrambi pubblicati - e che il comunicato stampa rispecchiava il primo RU.

Emerge, inoltre, che al MEF e al Panichi era stata inviata la bozza della prima versione del RU, modificata a seguito della mail del Panichi:

Omissis.

AVVOCATO ALLEVA - Senta, la ringrazio. Adesso vorrei andare un attimo invece alla storia in particolare del comitato che si riunì nel gennaio del 2012, per l'azione di rating relativa ai debiti sovrani dell'Eurozona. Lei ricorda questa circostanza? Si ricorda che vi fu un comitato all'inizio del 2012, che aveva per oggetto il rating dei Paesi dell'Eurozona?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Sì, lo ricordo.

AVVOCATO ALLEVA - in relazione a quel comitato, io inizierei, *mostrando al teste lo scambio famoso di mail tra Renato Panichi ed Eileen Zhang, che è relativo alla bozza del Research Update che era stato predisposto per l'Italia. Lei si ricorda se ha mai saputo o ha mai conosciuto l'esistenza di questo scambio tra Zhang e Panichi? Se l'ha mai visto? Se qualcuno gliene ha parlato?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Come potete vedere nel documento, non sono mai stato, diciamo, parte di questo scambio di e-mail. Comunque la signora Zhang portò questa e-mail alla mia attenzione, dopo e prima della pubblicazione del Research Update.

AVVOCATO ALLEVA - *Però vorrei capire bene quando, esattamente.*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Dopo la conclusione del comitato e prima della pubblicazione del Research Update.

AVVOCATO ALLEVA - *Quindi, se non capisco male, lei vide... fu informato dalla Zhang di questo scambio di opinioni, o con Panichi, dopo che il comitato aveva già votato e deliberato?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Sì, il comitato aveva votato e la decisione era quella finale.

AVVOCATO ALLEVA - *lei ricorda se quando la signora Zhang l'ha informata di questo scambio fosse già stato avvisato della decisione il Ministero dell'Economia italiano?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Chiedo scusa, se era stato informato?

AVVOCATO ALLEVA - *Da Standard&Poor's, se quando la signora Zhang lo informò di questo scambio, se il Ministero dell'Economia italiano fosse già stato informato della decisione di rating. Questa è la domanda.*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Credo che il Ministero della Finanza lo sia stato, sia stato informato.

AVVOCATO ALLEVA - *Non sa quale documento era stato inviato al Ministero del Tesoro italiano?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Sì, si trattava della bozza del Research Update.

AVVOCATO ALLEVA - Allora, io vorrei focalizzare l'attenzione sulla bozza del Research Update.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Volevo solo precisare una cosa, quando ho detto: "Credo che lo sia stato", credo che lo fosse stato, quindi precedentemente.

AVVOCATO ALLEVA - *si. Ecco, vorrei chiedere al signor Chambers quando fu preparata questa bozza e da chi fu preparata la bozza del Research Update?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - La bozza fu preparata dalla signora Zhang, nella sua qualità di analista primario e la bozza era stata sottoposta a revisioni dai membri più anziani, quindi senior del gruppo del rating in collaborazione con altri funzionari di supporto della società, quali il dipartimento che si occupa di comunicazione e il dipartimento legale.

AVVOCATO ALLEVA - *Lei ricorda se rispetto a questa bozza che era stata inviata al Ministero dell'Economia italiano ci furono delle reazioni da parte del Ministero dell'Economia al contenuto della bozza?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Credo che fosse stato inviato all'ufficio Debt, dell'ufficio del debito, che è parte del Ministero delle Finanze, non sono sicuro se ci sia un dipartimento separato...

AVVOCATO ALLEVA – E' un unico Ministero.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Lo stesso Ministero. In ogni caso...

AVVOCATO ALLEVA – Scusi, la domanda era se dopo che fu inviata questa bozza, che era quella prima dello scambio con Panichi, ci siano state, prima, durante o dopo dei commenti o delle reazioni relativi al contenuto di questa bozza da parte del Ministero dell'Economia italiano.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Non sono a conoscenza di alcuni commenti fatti precedentemente.

AVVOCATO ALLEVA – Di alcun commento, non di alcuni commenti. Mi scuso...

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì, di alcun commento.

AVVOCATO ALLEVA – Sì, perché non ne furono fatti.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Né di commenti fatti dopo, o di alcun commento fatto dopo.

AVVOCATO ALLEVA – Senta, ora tornando al merito dello scambio di e-mail tra la signora Zhang e Panichi, intanto una domanda, Panichi prese parte al comitato?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – No.

AVVOCATO ALLEVA – Perché?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Perché il signor Panichi possedeva, quindi era titolare di Bond italiani, che rappresentavano una preclusione alla sua partecipazione.

AVVOCATO ALLEVA – Però Panichi è stato consultato, diciamo, sul testo del Research Update, sul draft del Research Update.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Se può ripetere la domanda.

AVVOCATO ALLEVA – Sì, sul testo...

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Consultato quindi nel senso che gli era stato chiesto comunque un parere? Questo?

AVVOCATO ALLEVA – Gli era stato sottoposto, ecco, mettiamola così, gli era stato sottoposto il testo del Research Update. È una domanda, a Panichi era stato sottoposto il testo del Research Update?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì.

Omissis;

AVVOCATO ALLEVA – Eravamo rimasti qui, la domanda che io stavo facendo era questa: quando il Research Update, il draft del Research Update è stato sottoposto al dottor Panichi?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Dopo la conclusione del comitato.

AVVOCATO ALLEVA – Quindi, se non capisco male, il comitato si era già riunito, aveva già votato.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì, il comitato si era riunito e aveva deliberato, ed era giunto ad una conclusione finale, ad una decisione finale.

AVVOCATO ALLEVA – Quindi, dopo che la decisione, la deliberazione era stata presa, è stata mandata la bozza al Ministero dell'Economia italiano e anche all'analista bancario, dottor Panichi?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì.

AVVOCATO ALLEVA – Senta, perché è stata sottoposta, se lei se lo ricorda, la bozza di Research Update all'analista bancario dottor Panichi, che non aveva partecipato al comitato?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Il signor Panichi era responsabile del... questo è il nome, la dicitura, io adesso gliela farò ripetere e la ripeterò. Banking Industry Country Risk Analysis, l'acronimo è BICRA e nella sua qualità di analista BICRA, era responsabile di prendere visione del rischio sistemico del sistema finanziario italiano. Lui e i suoi colleghi pubblicavano relazioni relative a questo argomento ed era utile avere un linguaggio che fosse coerente, costante tra le pubblicazioni sovrane e le sue.

AVVOCATO ALLEVA – tornando al contenuto dello scambio di e-mail tra Zhang e Panichi, e visto che le fu sottoposto dalla Zhang questo scambio e raccontato, lei si ricorda qual era il contenuto, diciamo, della conversazione tra Zhang e Panichi? Della dialettica tra Zhang e Panichi?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì, era relativo alle vulnerabilità presenti nei conti finanziari, nel bilancio dei pagamenti dell'Italia.

AVVOCATO ALLEVA – Senta, adesso senza entrare troppo nel merito perché siamo già entrati, lei, quando le è stato riferito questo scambio e le è stata mostrata, diciamo, la posizione del dottor Panichi, lei ha ritenuto o ha pensato che le deduzioni del signor Panichi potessero modificare il contenuto della decisione adottata dal comitato? O, altrimenti, incidere, diciamo?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – No, i suoi commenti non erano così rilevanti, e in ogni caso il comitato era giunto ad una conclusione.

AVVOCATO ALLEVA – Ma se il comitato avesse commesso un errore e l'errore fosse stato fatto notare, avreste avuto ancora il tempo di modificare l'errore, insomma?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Il comitato aveva rappresentanza...

pubblicazioni del *Team Sovereign* e le pubblicazioni del *Team Banking*, lo stesso Chambers apportava una modifica di natura meramente stilistica all'incipit della motivazione: "*The downgrade reflects what we see as Italy's increasing vulnerabilities to external financing risks, given the high absolute amount of external debt*" ("*Il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, dato l'elevato importo assoluto del debito estero*");

- decorse le dodici ore dall'invio al MEF della bozza del RU - che conteneva la prima versione della frase ("*data l'elevata titolarità del debito pubblico e del settore finanziario*") - senza che l'emittente formulasse alcun rilievo, il RU aggiornato con la modifica lessicale prima indicata, veniva inviato al gruppo degli editor per la pubblicazione;

- il gruppo degli editor pubblicava contemporaneamente il RU, predisposto dagli analisti con la sua motivazione analitica, e il *media release* (comunicato stampa) attraverso cui veniva dato l'annuncio al pubblico della specifica azione di rating.

AVVOCATO ALLEVA - C'erano dei rappresentanti.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - All'interno del comitato c'erano rappresentanti di altri membri... no, rappresentanti o membri, adesso sono confusa. Gli chiederò di ripetere. Altri colleghi del signor Panichi, che avevano alle spalle una esperienza significativa, erano membri del comitato come osservatori, i quali informarono il comitato dei rischi sistemici relativi all'Italia, e secondo quella che è la mia progressiva esperienza presso Standard&Poor's, consistente nel fatto che io ero membro del gruppo finanziario...

AVVOCATO ALLEVA - Ero stato membro.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Ero stato membro del gruppo finanziario, e ancora ho una conoscenza diretta dei rischi sistemici e della affidabilità creditizia sovrana, quindi avevamo sufficienti informazioni per poter pervenire ad una decisione con riguardo a questo punto.

AVVOCATO ALLEVA - Quindi le osservazioni di Panichi, se non capisco male, secondo quella che era stata la vostra valutazione allora, non erano delle osservazioni di merito, o che avevano un effetto nel merito della decisione, e allora...

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Sì, i suoi commenti non erano direttamente rilevanti.

AVVOCATO ALLEVA - Tuttavia era stato poi deciso comunque di fare una qualche modifica al testo del Research Update sulla base del commento di Panichi.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Le modifiche che io ho autorizzato erano di natura stilistica e riguardavano una frase, una espressione, e due paragrafi successivi, che nel dettaglio riguardavano il rischio estero, rimasero identiche, invariate.

AVVOCATO ALLEVA - Senta, tuttavia a noi risulta che tutte e due le versioni furono pubblicate. Ora io le chiedo se vi sia stato, se lei abbia conoscenza che dopo la pubblicazione di entrambe le versioni, in particolare della prima, diciamo, versione, quella non corretta del Research Update, lei abbia mai saputo di reazioni o commenti, o critiche, o valutazioni sul contenuto che era stato modificato nella frase che lei prima ha riferito, da parte istituzioni pubbliche, finanziarie, private o anche di analisti o in ambito scientifico, in ambito economico. Se vi sia mai stato qualcuno che abbia sollevato, visto che era stata pubblicata la prima versione, se mai qualcuno nel mondo delle istituzioni finanziarie o degli analisti o dei giornalisti, abbia mai sollevato un problema di interpretazione della frase che poi era stata stilisticamente modificata.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Nessuno, che si trattasse di investitori istituzionali o che si trattasse di banche di investimento, o che si trattasse del governo italiano, o che si trattasse di alcun giornalista o qualunque altra persona, nessuno ha mai sottolineato a me la differenza tra il nostro Research Update e il nostro comunicato stampa, con riferimento al declassamento della Repubblica italiana del gennaio 2012. (fogli 11-18 del verbale trascrittivo dell'udienza del 1° dicembre del 2015).

In altri termini, i difensori sostengono che non vi sia stata la pubblicazione di due R.U., diversi nel testo uno dall'altro, ma di un solo RU e del *media release*, senza che rilevi la minima differenza stilistica tra i due documenti, peraltro, in alcun modo attribuibile agli analisti, non essendo costoro responsabili della pubblicazione né del RU, né del *media release*, da questo derivato.

Il P.M., dunque, sarebbe incorso in errore, confondendo il *Research Update* con il *media release*, il primo documento in pdf, con indice - definito "*table of contents*"- il secondo solo pagina web, circostanza che giustificerebbe la diversa data delle due copie del *media release*, depositate dallo stesso P.M., che riflette unicamente la data di stampa delle stesse.

I tre documenti, in definitiva, sarebbero stati pubblicati tutti nella stessa data, con il rilievo che le due copie del *media release* essendo state stampate dal sito europeo e dal sito americano di S&P riportano un diverso fuso orario.

La ricostruzione dei difensori sul punto non poggia sulle evidenze probatorie.

Ebbene, è lo stesso imputato Moritz Kraemer, nel corso del suo esame con l'assistenza dell'interprete, all'udienza del 27.4.2016, a smentire la ricostruzione offerta dai difensori volta a sostenere che in occasione del doppio declassamento dell'Italia il 13 gennaio del 2012 il *Research Update* sia stato unico e che agli editor, responsabili del *media release*, sia stato inviato il RU già modificato sotto il profilo meramente lessicale, avendo l'imputato partecipato anche al comitato che ha adottato l'azione di rating in esame nei confronti dell'Italia.

L'imputato Kraemer, infatti, pur sostenendo, al pari del presidente del Comitato John Burton Chambers, che le due versioni del *Research Update* erano sostanzialmente identiche e che i rilievi di Renato Panichi erano del tutto infondati, poiché formulati secondo l'ottica di un analista bancario, ha smentito la tesi che sia stato pubblicato un solo RU e che il *press o media release* abbia una sorta di autonomia contenutistica rispetto al RU, trattandosi normalmente soltanto di una copia del *Research Update*, semplicemente distribuito attraverso un canale differente:

omissis

AVVOCATO ALLEVA - *Senta, torniamo al nostro comitato di gennaio del 2012, intanto, il discorso che, come vedremo ha una sua importanza, io volevo sapere se lei può spiegare al Tribunale che cos'è il Research Update come documento, e se questo corrisponde o non corrisponde al press release, cioè al comunicato stampa; se e quando viene redatto questo documento e da chi.*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - *L'analista primario, il primary analyst redige il Research Update, questo aggiornamento della ricerca prima del comitato e contiene due elementi principali: il primo è quello che*

chiamiamo la motivazione di una determinata azione di rating; fondamentalmente spiega perché, perché facciamo una azione. Il secondo elemento è quello che chiamiamo outlook, o prospettiva, che descrive quali sono i fattori che possono portare ad innalzare o abbassare il rating in futuro. Quindi noi troviamo questi due elementi in ognuno dei Research Update di Standard&Poor's. Il comunicato stampa è normalmente è soltanto una copia del Research Update, è semplicemente distribuito attraverso un canale differente. Il Research Update è diretto agli investitori e invece il comunicato stampa va alle agenzie di stampa come ANSA, Bloomberg, Reuters. Il contenuto è lo stesso, è identico.

AVVOCATO ALLEVA - Senta, dottor Kraemer, nella nostra situazione, lei lo sa perché è oggetto di contestazione nel capo di imputazione, vi è stato, o sembra che vi sia stata, ci sono anche delle mail agli atti di questo processo, ci sia stata una certa discussione interna sulla base di uno scambio di valutazioni con specifico riferimento ad un punto, e cioè alla... uso la parola inglese, perché nella mail è scritto in inglese alla "Ownership of the financial sector debt" che fu oggetto, diciamo così, di uno scambio di mail, di una discussione tra il primary analyst Eileen Zhang e l'analista bancario Italia, Renato Panichi che, come sappiamo, non era parte del comitato per ragioni di conflitto di interessi. Lei, primo, ha memoria di questa discussione, dell'oggetto di questa discussione? Se, quindi, ricorda se vi sia stata e che vi sia stata questa discussione, questo scambio di opinioni e se è in grado di riferire a proposito dell'oggetto di questa discussione, perché questo avrebbe creato una qualche differenza tra il press release che è stato pubblicato e il Research Update che è stata redatta in quella occasione, che sembrerebbe portare un qualche aggiustamento.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Sono molte domande. Io ricordo queste conversazioni. Iniziò tutto con una dichiarazione fatta in una e-mail da parte del signor Panichi, che non era presente nel comitato, per i motivi che abbiamo già descritto, una frase contenuta nella motivazione relativa alle ragioni del declassamento. Questa frase nella sua opinione non era corretta. Secondo lui non era corretta. Questa frase si riferiva alla proprietà straniera del debito del settore finanziario. Secondo lui questo non era da considerarsi una debolezza del sistema bancario italiano. Secondo lui, la posizione esterna delle banche italiane era effettivamente buona. Ora, voglio esser molto chiaro, Renato Panichi si sbagliava su questo punto. Credo di avervi dato già un assaggio, diciamo, una idea di quella che era la situazione bancaria italiana. In sostanza i creditori stranieri non desideravano più avere delle esposizioni nei confronti dell'Italia. Nel momento in cui si tenne il comitato, le banche italiane erano state costrette a rivolgersi alla BCE per 200 miliardi di euro e più, cifra che aumentava. Adesso vi fornirò un altro numero: il debito esterno del sistema finanziario italiano alla fine del 2011 era all'incirca di 700 miliardi di euro. Credo che possiamo essere tutti d'accordo sul fatto che questo sia un numero molto elevato. È davvero un numero molto grande, è metà, diciamo, del P.I.L. italiano. Sostanzialmente le banche italiane erano debitrice nei confronti degli stranieri per un equivalente di tutto il valore che è aggiunto alla economia italiana in un periodo di sei mesi. Questo è un numero molto grande. Dire che questo non è una debolezza o un elemento di vulnerabilità, non è una affermazione corretta. Lasciate che vi spieghi perché io penso che Renato Panichi fosse di questa opinione. Ricordate che lui è un analista bancario, non un analista sovrano. Quindi lui guarda al mondo con gli occhi di un analista bancario e non di un analista sovrano. Questo mi fu chiaro quando Eileen Zhang chiese a Renato Panichi i dati che confermavano, diciamo, la sua affermazione.

AVVOCATO GOLINO - A supporto...

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - A supporto della sua affermazione. Quindi chiese a Renato Panichi di fornire i dati che avrebbero, diciamo, sostenuto la sua dichiarazione, secondo la quale questa frase era sbagliata.

PRESIDENTE – I documenti a supporto.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - I dati che lui inviò sono dati a cui un analista bancario guarderebbe analizzando, diciamo, una singola banca.

PRESIDENTE – Se il giudizio fosse limitato ad una banca.

AVVOCATO GOLINO – solo per chiarire una cosa, questi dati che vengono chiesti da Eileen Zhang, vengono chiesti con quella mail che nella traduzione iniziale nel fascicolo del Pubblico Ministero, se ricorderà, erano tradotti con numeri di telefono. E poi il perito del Tribunale ha chiarito che invece Eileen Zhang stava chiedendo i dati finanziari⁸⁰.

AVVOCATO ALLEVA - Può succedere all'interno delle traduzioni. Grazie, vada pure avanti.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Quindi i dati finanziari che lui inviò, come dire, è rilevante quando vuoi valutare Banca Intesa, per esempio. Ma non è rilevante quando effettui una valutazione sull'Italia come stato sovrano. Quello a cui bisogna guardare quando analizzi lo Stato sovrano è qualcosa di diverso. E questo è, diciamo, spiegato attraverso i nostri criteri. Credo che voi possiate vedere dai numeri che io vi ho fornito che questo era un elemento di vulnerabilità significativo, rilevante del sistema bancario italiano e, per estensione, anche di tutta l'Italia come Stato sovrano, perché, diciamo, al di là del governo stesso, il settore finanziario italiano è, diciamo, il più grande debitore finanziario... è di gran lunga il più grande debitore finanziario in Italia.

AVVOCATO ALLEVA - Chiedo scusa, can you repeat, please?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - È il più grande debitore esterno, dopo il governo. Da un punto di vista macroeconomico, questo era estremamente rilevante. Quindi la frase che secondo Renato Panichi non era corretta, è chiaramente corretta. E ricordate che questo è stato presentato comunque ai membri del comitato, sia quelli con diritto di voto che senza diritto di voto, che in totale erano all'incirca trenta. Nessuno di questi membri con diritto di voto o senza, aveva espresso l'opinione che quella frase fosse sbagliata. Questo comunicato stampa, come altri, fu inviato al Tesoro prima della pubblicazione, come descritto precedentemente. Quindi il Tesoro ne aveva presa visione, inclusa anche quella frase, e non ebbero alcun commento a riguardo; il Tesoro non era dell'idea che questo fosse sbagliato. Infatti fino al giorno d'oggi non c'è alcun investitore o mezzi di massa, o chiunque altro, o autorità di vigilanza, nessuno di questi è mai venuto da noi a dirci che questa frase è sbagliata. Quindi l'opinione di Renato Panichi è una opinione di minoranza, di una sola persona. Io sono convinto che Renato Panichi avesse voluto migliorare il prodotto, e che abbia agito in buona fede, ma credo che non avesse visto l'analisi, non avesse preso in considerazione l'analisi dello Stato sovrano, così come richiesto, e invece era incastrato della sua visione, diciamo, bancaria del mondo. Quindi la mia conclusione è che lui abbia sbagliato a scrivere quella frase e che non l'avrebbe dovuta scrivere, perché il contenuto di questa e-mail non è corretto.

AVVOCATO ALLEVA - *E allora perché poi... cioè, come spiega il fatto che ci sia stato poi, diciamo, un aggiustamento nel testo del Research Update rispetto a quello del press release, di cui sta parlando, in termini un po' più generali rispetto a quello...? Se lo sa, perché magari... lei sapeva che c'era stato un piccolo aggiustamento nel Research Update?*

⁸⁰ Va rilevato che il tema è stato già affondato dall'avv. Golino in sede di controesame del Col. D'Elia, allorché è emerso che nella fase delle indagini la frase "*I ask you the numbers on the phone*" era stata erroneamente interpretata e tradotta nel senso di ritenere che la Zhang avesse chiesto i numeri di telefono e non i numeri al telefono (cfr. fogli 65 e segg. del verbale trascrittivo dell'udienza del 24.9.2015).

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Io ho firmato la prima bozza del Research Update, che fu inviato al Tesoro, che conteneva la frase a cui i signor Panichi aveva fatto obiezione. Non ero al corrente del fatto che il testo fosse stato modificato.

AVVOCATO ALLEVA – Quando il testo è stato approvato nel comitato, era quello originario?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Si.

AVVOCATO ALLEVA - Senta, lei poi ha avuto la possibilità di vederli tutti e due? Trova che ci sia una differenza sostanziale tra questi due testi? Visto che questo è oggetto della contestazione.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Si, ho avuto modo e per questo ho anche portato le due versioni. Con il vostro permesso, se leggo le due versioni è difficile per me dire quale di questi io abbia approvato perché dicono la stessa cosa. Sono entrambi due modi di descrivere la stessa cosa, che è questo numero molto grande che vi ho presentato: più di 700 miliardi di euro, ovvero 6 mesi di P.I.L. italiano. Questo era il debito esterno del sistema bancario italiano alla fine del 2011. Questi due testi raccontano la stessa storia, descrivono gli stessi numeri, e non modificano la motivazione e non modificano alcuno dei ragionamenti effettuati dal comitato. È davvero la stessa cosa. Uno parla di – ed è quello che io ho approvato – una elevata proprietà straniera del debito, e l'altro parla di debito esterno. Questo è la stessa cosa. Dal un punto di vista economico, sono sinonimi, è la stessa cosa.

AVVOCATO ALLEVA - Ho quasi finito, qualche ulteriore precisazione un po' su tutto il discorso. La prima cosa che volevo chiederle è se lei partecipava anche agli altri comitati per il debito sovrano degli altri Stati dell'Eurozona.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – In gennaio 2012?

AVVOCATO ALLEVA - Nel gennaio 2012.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Ho partecipato a tutti i comitati.

AVVOCATO ALLEVA – E nel corso del 2011?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Ho partecipato a tutti, tranne che al comitato di settembre 2011 (esame imputato Kraemer, ai fogli 76-82 del verbale trascrittivo dell'udienza del 27.4.2016).

La ricostruzione offerta dai difensori, del resto, non risulta riscontrata né dalla produzione documentale, né dalle prove dichiarative acquisite.

Dalla produzione documentale risulta che al MEF e segnatamente all'Ufficio della dott. Maria Cannata, l'analista primario Eileen Zhang la mattina del 13 gennaio alle ore 9.09 ha trasmesso la prima versione del RU in formato pdf, completo anche nella veste grafica indicata dai difensori a foglio 393 della memoria difensiva: il *Rationale* fonda l'incremento della vulnerabilità dell'Italia ***“to external financing risks, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt”***⁸¹.

I difensori hanno prodotto, invece, il solo RU nel testo modificato a seguito dell'intervento di Renato Panichi, con allegata la traduzione giurata in lingua italiana effettuata da un loro

⁸¹ Cfr. ANNEX TWO – Email to Miss. De Simone and Cannata at the Italian Treasury, dated 13 January 2012 and timed at 0909 (GMT), con allegato il testo in inglese del RU. Produzione documentale del P.M. del 27.4.2016 (fogli 1874- 1877 del fascicolo delle indagini preliminari).

consulente, nonché il RU sulle azioni di rating relative a 16 Governi sovrani dell'eurozona e le rispettive *Credit FAQ*, con allegate le traduzioni giurate in lingua italiana, effettuate da un loro consulente⁸².

Il RU che contiene la modifica è stato estratto dalla CONSOB dal sito di S&P in data 14 gennaio, dopo che era già avvenuta la diffusione nella serata del 13 gennaio sia del *press release* di carattere generale dei nove *downgrade* e degli *outlook* negativi degli Stati, sia dei *press release*, relativi ai singoli Paesi e delle *Credit FAQ*, come rilevato dalla stessa autorità di vigilanza nella nota tecnica inviata all'ESMA, acquisita al fascicolo del dibattimento.

Nel corso della perquisizione domiciliare eseguita in data 19 gennaio 2012 presso la sede di S&P di Milano, la Polizia tributaria ha rinvenuto e sottoposto a sequestro, oltre al RU in lingua inglese sull'Italia nel testo modificato, anche il *media release* relativo all'Italia, tradotto⁸³ che, contrariamente a quanto dedotto dai difensori nella memoria conclusiva e in particolare dall'avv. Golino nel corso della discussione orale⁸⁴ è identico in tutto e per tutto,

⁸² Cfr. allegati n. 4, 14 e 15 della produzione documentale delle difese del 6.6.2016.

⁸³ Cfr. documentazione contenuta nella busta depositata dal P.M. (allegato n. 5 al verbale di perquisizione e sequestro della Polizia Tributaria di Bari).

⁸⁴ Va rilevato che il predetto difensore, nel sollevare l'eccezione di difetto di giurisdizione della Stato Italiano, proprio con riferimento al quarto addebito del capo di imputazione e, dunque, alla diffusione di notizie false, ha sostenuto che la diffusione del Comunicato stampa contenente l'asserita falsità fosse imputabile agli autori del Comunicato stesso, che ne avevano disposto la diffusione e non agli *editors*, come poi sostenuto dallo stesso difensore nella memoria scritta:

Omissis;

AVVOCATO GOLINO – Io presenterò una eccezione di carenza di giurisdizione italiana sull'ente Standard&Poor's, e dico subito, e me ne scuso, che dovrò ripercorrere alcuni dei passaggi discussi fino ad adesso, perché? Perché la mia eccezione è subordinata alla eccezione di competenza territoriale. Le spiego per quale motivo è subordinata. È subordinata perché l'eccezione di giurisdizione è fondata sul fatto, sul presupposto che voi riteniate che questo è un reato commesso interamente all'estero. E io non ritengo che questo sia un reato interamente commesso all'estero. Io ritengo che sia un reato, come ha detto l'Avvocato Alleva, commesso in Italia. Per cui non si applica l'art. 182 del T.U.F. alle condotte, che regola la giurisdizione italiana, sancisce che vi è giurisdizione italiana su condotte di reato di manipolazione del mercato o di aggio informativo, uniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, qualora attengano a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentare italiano. Quindi non è qualunque condotta all'estero, ma è una condotta che ha degli effetti in Italia. L'evento di pericolo concreto, di cui parlavamo, per cui, se si tratta di un reato di evento di pericolo concreto, è evidente – e questo ce lo dice pacificamente la Cassazione, che la competenza territoriale è a Milano. Qualora si tratti di un, invece, reato di mera condotta, dobbiamo capire dove è avvenuta la condotta rilevante. Ed io, scusate, torno ancora una volta sul capo di imputazione perché basta leggerlo. Il Pubblico Ministero contesta Standard&Poor's in maniera schematica, con un capo di imputazione fatto molto bene da un punto di vista schematico, perché dice: "Ponevano in essere una serie di artifici, artifici consistenti: a) in fase di elaborazione del rating; b) in fase di diffusione", diffusione di informazioni asseritamente false. Questa diffusione è avvenuta in quattro fasi, quattro eventi diversi, in realtà eventualmente legati dal vincolo della continuazione, perché uno è un taglio dell'outlook di maggio del 2011; il secondo artificio informativo – il Pubblico Ministero lo chiama artificio informativo, in realtà la norma è chiara, è un aggio informativo, come lo leggiamo tutti, come l'ha letto il professor Di Amato, e allora c'è una diffusione di informazioni false, o è un aggio manipolativo di tipo operativo mediante artifici, e gli artifici consistono in azioni di operazione di compravendita di titoli, fatti in modo da alterare il prezzo, ma siamo in un altro campo. Quindi il termine artificio usato nel capo di imputazione è un po' fuorviante, ma insomma, quelle che ci vengono contestate sono quattro condotte, quattro condotte separate e indipendenti di diffusione di informazioni asseritamente false, tanto indipendenti che l'indagine è partita quando ne erano state poste

non solo nel contenuto, ma anche nella veste grafica (Sintesi, Azione di *rating*, *Ratio*, *Outlook*, Criteri correlati e Ricerche), al primo RU sull'Italia (*Overview, Rating Action, Rationale, Outlook, relead Criteria and Research*), di cui riproduce fedelmente il testo, proprio come spiegato dall'imputato Moritz Kraemer nel corso del suo esame.

Il *Rationale* contiene, infatti, il riferimento alla elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore bancario: "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."

In altri termini, anche procedendo alla mera comparazione tra il *Reseach Update* pubblicato da S&P dopo l'intervento del Panichi - solo nel testo inglese e privo del riferimento al "*financial sector debt*" - e il RU inviato al MEF la mattina del 12 gennaio e, quindi, pubblicato il giorno successivo alle ore 16.44 (*Americas*) e alle ore 21.44 (*Europe*), nella versione originaria, contenente invece il riferimento al debito del settore bancario - documento non ancora eliminato dalla pagina *web* di S&P il 16 gennaio 2012 - e il testo del

solamente due, quindi che erano due diffusioni che il Pubblico Ministero di per sé vedeva come reati a sé stanti. E queste sono le prime due, maggio e luglio, tant'è vero che la perquisizione e il sequestro e l'avviso di garanzia alla società è arrivato ad agosto. Poi c'è un ulteriore creditwatch di dicembre; il quarto artificio o, rectius, la quarta diffusione di notizie false che mi viene contestata dal Pubblico Ministero avviene venerdì 13 gennaio. E, attenzione, io su questo vorrei attirare nuovamente la vostra attenzione, perché ha detto il Pubblico Ministero in replica: "Ma in realtà è stato comunicato un comunicato falso in lingua inglese e poi una traduzione irrilevante italiana". Peccato che non è questo quello che c'è scritto nel capo di imputazione. Nel capo di imputazione questo quarto autonomo artificio, rectius, diffusione di informazioni viene descritto come: "Operavano il declassamento dell'Italia; tanto facevano nonostante il responsabile bank team – eccetera eccetera - avesse segnalato in una mail – eccetera eccetera – che il giudizio dai medesimi espresso sul sistema italiano bancario fosse errato, addirittura esattamente contrario...", questa è la falsità, giudizio sul sistema bancario errato, addirittura esattamente contrario alla situazione reale, una falsità. "E li avesse per questo invitati perentoriamente a rimuovere questa informazione, rimozione avvenuta solo parzialmente e solo sul testo in lingua inglese, non invece sul testo in lingua italiana, diffuso in Italia. Allora cos'è che mi viene contestato? Mi viene contestata la falsità del comunicato italiano, perché è su quel comunicato che non viene rettificata l'informazione che Panichi chiede di rettificare". E allora richiamava il collega la sentenza "Parmalat", dove avviene la diffusione del comunicato falso? Avviene nel momento in cui viene spinto il bottone di invio della mail e il comunicato esce dalla sfera giuridica della società che diffonde il comunicato falso e viene messo a disposizione del mercato. È quello il momento. Non mi viene contestata la diffusione nel mio cassetto o al mio collega alla scrivania affianco, del comunicato. Mi viene contestata la diffusione al-di fuori della società al pubblico, di un comunicato in lingua italiana falso. Questo comunicato pacificamente e documentalmente viene inviato per il tramite di una mail sequestrata dal Pubblico Ministero, inviata da Paola Valentini a Milano. E poco importa che Paola Valentini non sia indagata o non sia imputata in questo procedimento, perché Paola Valentini è semplicemente quella che ha spinto il pulsante. Quindi il reato rimane comunque imputabile a chi? Agli autori del comunicato falso che ne hanno disposto la diffusione. Peccato che il momento di consumazione, cioè il momento di diffusione del comunicato, non può che avvenire nel momento in cui – come dice la Cassazione in diverse sentenze, non solo di "Parmalat", ma tutta una serie di sentenze successive, la diffusione non può che avvenire nel momento in cui la mail viene inviata ad una mailing list determinata di giornalisti e viene quindi... esce dalla sfera giuridica di chi la invia. Per questo motivo, il quarto artificio, la quarta condotta che mi viene contestata in via autonoma dal Pubblico Ministero si è pacificamente consumata a Milano. Ed è per questo che io mi associo alla istanza dell'Avvocato Alleva (fogli 47 e segg. del verbale trascrittivo dell'udienza del 5.3.2015).

comunicato stampa tradotto in italiano, si coglie l'assoluta sovrapposibilità non solo contenutistica ma anche grafica tra il primo RU (quello inviato al MEF) e il correlato comunicato stampa - proprio come riferito dall'imputato Moritz Kraemer - con il rilievo assorbente che dopo l'intervento del Panichi, S&P ha pubblicato un secondo RU, dal testo in lingua inglese, espungendo il riferimento al "*financial sector debt*".

Dalle mail intercorse tra il *senior analyst* esperto di *financial institutions* (Settore Bancario/Finanziario) Renato Panichi e gli imputati Eileen Zhang e Moritz Kraemer, peraltro, risulta confermato che il Panichi quando ha chiesto la correzione la mattina del 13 gennaio 2012 alle ore 11.16 AM aveva appena esaminato il RU sull'Italia, indicato come oggetto anche nella *mail*:

-----Messaggio originale-----

Da: Panichi, Renato
Inviato: 13 gennaio 2012 11.16 AM
A: Zhang, Eileen; Kraemer, Moritz
Cc: Harrison, David
Oggetto: Molto importante: RU sull'Italia
Importanza: Alta

Ciao Eileen 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?*".

Eileen, 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

Per dovere di completezza dei dati, va rilevato che dal contenuto delle mail sottoposte a sequestro - tradotte dal perito nominato dal Tribunale - risulta documentato, inoltre, che il comitato che ha deliberato il declassamento dei Paesi dell'Eurozona e dell'Italia si è tenuto in data 11 gennaio del 2012 e non il 12 gennaio dello stesso anno, come sostenuto da uno dei difensori nel corso dell'esame del teste a discarico, Myriam Fernandez De Heredia⁸⁵.

Risulta provato, infatti, che proprio la Fernandez De Heredia la mattina del 13 gennaio 2012 alle ore 09:06 ha inviato una mail a David Harrison e a Louise Lundberg e, per conoscenza a

⁸⁵ Foglio 86 del verbale trascrittivo dell'udienza del 4.5.2016, esame del teste a discarico Myriam Fernandez De Heredia.

Lars Bjorklund, con invito a prendere visione dei punteggi decisi durante il comitato dell'11 gennaio:

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

Altra *mail*, di analogo tenore, era stata già inviata la sera del 12 gennaio 2012 alle ore 22,45 da Amy M. Brown (*administrative assistant Sovereign Ratings Group Standard & Poor's-New York*) anche agli imputati Gill Frank, Kraemer Moritz e Zhang Eileen:

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, Eileen; 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.

Omissis.

Myriam Fernández De Heredia, responsabile analitico del *team* del debito sovrano e della finanza pubblica internazionale, *manager* analitico per la regione Europa, Medio Oriente e Africa - superiore di Moritz Kraemer e pari grado di John Chambers - che secondo la linea funzionale di responsabilità connessa all'analisi del debito sovrano in Europa riferiva a David Beers, responsabile globale, nel corso della sua testimonianza all'udienza del 4.5.2016, ha precisato che aveva partecipato a tutti i Comitati che avevano deliberato il declassamento dell'Italia dal mese di maggio del 2011 al mese di gennaio del 2012.

Nell'esaminare i verbali dei comitati di *rating* (denominati *Ratings Summary Record*, riassuntivi della decisione del comitato) prodotti dai difensori - richiesti senza esito dalla CONSOB nella immediatezza dei fatti a S&P's per il tramite della competente Autorità britannica F.S.A. (*Financial Service Authority*)⁸⁶ - la teste ha riferito che il verbale del

⁸⁶ Cfr. richiesta di CONSOB all'Ufficio di Relazioni Internazionali in data 17 gennaio 2012, Prot.; DME/RM 12003602, prodotta dal P.M. all'udienza del 27.4.2016.

Comitato R.S.R. (*Ratings Summary Record*), per l'Italia era stato compilato dall'analista primario Eileen Zhang e, quindi, controllato dal presidente del Comitato, John Chambers.

La teste ha riferito, inoltre, che le prime due colonne del R.S.R. - indicative del *rating* esistente (*Existing*) e del *rating* raccomandato (*Recommended*) - erano precompilate da un'unità analitica di supporto sulla base dei documenti trasmessi dall'analista primario, mentre la terza colonna, che riportava il *rating* finale, deciso dal Comitato, veniva compilata non contestualmente alla deliberazione del comitato, ma nei giorni successivi.

L'11 gennaio del 2012, peraltro, si erano tenuti ben sedici comitati, tutti mediante *conference call*, circostanza che induce a dubitare seriamente della sussistenza delle condizioni oggettive per il rispetto dei principi del Regolamento n. 1060 del 2009 e segnatamente dell'art. 8 sulle metodologie:

omissis;

AVVOCATO GOLINO – *Scusi, dottoressa Fernández, questi verbali dove sono custoditi e da chi?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - *Questi verbali sono tenuti, archiviati nei nostri archivi, si tratta di in un sistema di archiviazione elettronica. E abbiamo un apposito team di supporto, che è responsabile di archiviare, appunto, i verbali.*

PUBBLICO MINISTERO – *Presidente, vogliamo chiedere se è una firma certificata? Oltre elettronica, certificata. Visto che è preliminare...*

AVVOCATO GOLINO – *Possiamo rimandare il controesame del Pubblico Ministero?*

PUBBLICO MINISTERO – *No, ma è preliminare, giusto per poter andare avanti perché altrimenti, Presidente, sapete che se sono firme elettroniche, occorre un meccanismo di certificazione. Quale sarebbe qui...? Facciamocelo spiegare bene a noi, poveri meridionali.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - *Per capire meglio.*

AVVOCATO GOLINO - Prego.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – *I primi due fogli sono redatti in vista della riunione?*

AVVOCATO GOLINO - Il documento che lei ha di fronte a se è stato completato dopo che il comitato si è tenuto.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – *Sì, ma questi dati contenuti nei primi due fogli, sono predisposti prima della riunione dalla Zhang?*

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - *Nelle prime due colonne, dove vedere "existing" e "recommended"...*

AVVOCATO GOLINO – C'è la versione italiana, quindi esistente e raccomandato.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Esistenti e..

AVVOCATO GOLINO – No, lei ha la versione inglese.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – *Okay, esistente e raccomandato.*

AVVOCATO GOLINO – Non so voi quale state guardando?

PRESIDENTE – Io quella in italiano.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Io quella in inglese.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – *Queste due colonne sono completate prima che si svolga il comitato.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Appunto.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – E sono inviate al comitato...

PRESIDENTE – E in che data sono state compilate? In che data?

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Quindi risultano compilati quando questi? Il 6 gennaio, come si legge?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Sono inseriti a disposizione degli analisti il 6 gennaio, perché fanno parte del comitato?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Non necessariamente, perché questo documento è parte del pacchetto del comitato, ed è inviato insieme a tutti gli altri materiali che vengono messi a disposizione del comitato.

PRESIDENTE – Lei ha mai compilato? Chi lo compila materialmente questo verbale?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – L'analista primario compila questo documento. Ma il pacchetto del comitato, di cui questo documento fa parte, è compilato dalla nostra unità analitica di supporto, sulla base dei documenti che l'analista primario invia.

PRESIDENTE – E chi controlla dopo, prima della firma?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Una volta che la decisione finale sul rating e sui punteggi, una volta presa la decisione relativa al rating e al punteggio, questo viene controllato dal presidente del comitato.

AVVOCATO GOLINO - Che verrà pure a testimoniare.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Come potete vedere, in questo documento, cioè l'R.P.M. Report, dove trovare la firma del presidente.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – John Chambers.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – John Chambers, sì.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Quindi è un documento unico, compilato nello stesso momento, questo, questi tre fogli.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Può ripetere la domanda, gentilmente?

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Se il documento viene compilato dopo il comitato, integralmente, in un unico testo.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Viene completato dopo il comitato, dopo lo svolgimento del comitato. Questo, in particolare...

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Il terzo foglio.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – L'R.P.M. Report...

AVVOCATO GOLINO – E' il software dove viene custodito, praticamente.

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Questo viene invece archiviato, l'R.P.M. Report viene archiviato nel nostro Rating Wor Floor System. E le prime due pagine sono archiviate in un altro sistema, ma devono essere viste come pertinenti, riferibili allo stesso comitato.

PRESIDENTE – Quindi in definitiva, le prime due pagine sono compilate in un momento e la terza pagina dopo?

AVVOCATO GOLINO – Le prime due colonne, ha detto, Presidente. Delle prime due pagine, le prime due colonne, queste qui...

PRESIDENTE – Il 6.

AVVOCATO GOLINO – Sono il 6, perché sono il rating che già esiste e quello raccomandato. La terza colonna è quello che delibera il comitato, e quindi viene compilata successivamente.

Omissis;

PRESIDENTE – Allora, vuole chiedere se l'ultima pagina di regola viene compilata lo stesso giorno del comitato oppure nei giorni successivi?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Può essere compilata quell'ultima pagina sia nello stesso giorno in cui si è tenuto il comitato, oppure... o quel giorno oppure il giorno successivo. Ma non ad una data molto... di gran lunga successiva rispetto a quella del comitato.

PRESIDENTE - Invece il punteggio?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA - Stessa cosa, o il giorno in cui si tiene il comitato, o il giorno successivo.

PRESIDENTE – Anche il punteggio, quindi.

AVVOCATO GOLINO – Ma in quel giorno c'era solo comitato o ce n'erano diversi riuniti?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – In quel giorno si tennero sedici comitati.

PRESIDENTE - Avvocato, ma è regolare compilare la parte del verbale relativa al punteggio, che diciamo è la decisione, il giorno successivo?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì, lo è, non c'è nulla di straordinario in questo.

AVVOCATO GOLINO - Forse se spieghiamo tutti i passaggi, forse...

PRESIDENTE – Va bene, magari se spiega il meccanismo...

AVVOCATO GOLINO - C'è qualcuno che annota i punteggi durante le votazioni nel comitato?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – Sì, di solito l'analista primario prende nota, quindi anche il presidente del comitato prende nota di quella che poi sarà la decisione finale.

AVVOCATO GOLINO – Ci spiega come funziona il comitato? Io qui vedo nella seconda pagina una lista di persone.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Alla terza pagina.

AVVOCATO GOLINO – Sì, scusi, alla terza pagina vedo una lista di presenti, e sono presenti nella stessa stanza? È una conferenza telefonica? E come si fa a sapere chi c'è?

INTERPRETE DOTT.SSA CLINCA – I nostri comitati sono tenuti tramite telefono perché non siamo tutti nello stesso luogo. Come facciamo a sapere chi è presente, chi partecipa al comitato? Lo spiego adesso. Quando siamo tutti presenti al telefono, il presidente fa quello che noi chiamiamo "roll call", è una specie di appello, chiede a tutti coloro che sono al telefono di identificarsi.

L'analista primario e il presidente prendono nota di chi, diciamo, partecipa al comitato e questo si riflette in questo documento, dove potete vedere coloro che hanno votato, e anche gli osservatori, che sono quelli che partecipano al meeting, ma non votano. (fogli 83-88 del verbale trascrittivo dell'udienza del 4.5.2016).

Tralasciando l'analisi nel dettaglio degli aggiustamenti apportati dal Comitato ai fattori di rischio per l'Italia, applicando le metodologie di S&P (Sovereign Government Rating

Methodology and Assumptions, 30 giugno del 2011), su cui la teste si è diffusa⁸⁷, poiché non strettamente rilevante per verificare la sussistenza del profilo specifico di falsità oggetto di contestazione, né di quello articolato dal P.M. nella requisitoria scritta, va rimarcato che i documenti (RAMP⁸⁸, R.S.R⁸⁹ e RMP Report), prodotti dai difensori in data 6.6.2016 non confortano le dichiarazioni dei testi a discarico, poiché non risulta provato che trattasi di documenti autentici e, peraltro, le date in esse riportate non appaiono coerenti con il declassamento di cui si discute.

Ed, infatti, non solo è emerso che le misure adottate erano in sé precarie per il semplice fatto di deliberare in una sola giornata (dalle ore 14,00 alle ore 18,00)⁹⁰ - tramite *Instant Meeting Conference* e registrazione dei partecipanti (osservatori e votanti) "roll call" - il rating di ben sedici Stati sovrani, procedendo al declassamento dell'Italia, terzo Stato dell'eurozona, con tutti gli effetti conseguenti sull'indebolimento della crescita, ma anche perché il R.S.R. sull'Italia, prodotto dai difensori e analizzato dalla stessa teste reca come data del Comitato (*Proposed Committee*) quella dell'11 gennaio 2011 (Jan 11 2011), circostanza che sconfessa le stesse conclusioni del consulente tecnico, dott. Donato Eugenio Caccavella, nell'interesse di S&P Financial Service LLC, secondo cui i documenti dallo stesso acquisiti "si sono formati all'epoca riportata sugli stessi" e "non hanno subito successive modifiche".

Il consulente tecnico di S&P, peraltro, nel rassegnare le proprie conclusioni, ha rappresentato che sarebbe stato necessario, per il tempo esiguo a disposizione, "rinviare ad un successivo documento l'illustrazione dettagliata in un linguaggio divulgativo del percorso tecnico di

⁸⁷ Sull'attribuzione del punteggio all'Italia in occasione del doppio del *downgrade* del 13 gennaio 2012 ha riferito anche il teste a discarico Marie Cavanaugh - analista del debito sovrano e *managing director* - nel corso della sua testimonianza all'udienza del 29.9.2016, con l'assistenza dell'interprete Anna Clinca.

La teste, che dal RMP Report risulta aver partecipato al Comitato dell'11 gennaio - presieduto da John Chambers - come membro votante, ha giustificato l'attribuzione del punteggio del fattore esterno all'Italia (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".

In ordine alla composizione del debito esterno o estero totale ha precisato che esso comprendeva per metà il debito del settore pubblico, un terzo del settore finanziario; la residua parte era costituita dal debito del settore privato non finanziario.

Si è quindi soffermata sulla metodologia per il debito sovrano, spiegando i fattori che modificano il punteggio esterno, illustrando la Tabella del Ramp e gli aggiustamenti del paragrafo 3 del *Ratings Summary Record*, relativo al *External Risk*, riferendo sull'aggiustamento negativo per il disavanzo delle partite correnti, per concludere che - anche se il RU era stato modificato - il significato era rimasto inalterato, in linea con la tesi degli altri testi a discarico e dei consulenti.

⁸⁸ *Rating Methodology Profile* (RAMP).

⁸⁹ *Rating Summary Record* (RSR).

⁹⁰ Cfr. mail convocazione *Committee on Eurozone government*, da cui risulta:

Start: mar: 10/01/2012 14:00

End: mar: 10/01/2012 18:00.

(produzione documentale dei difensori in data 6.6.2016).

analisi svolto su tale documentazione, per poter apprezzare le caratteristiche di autenticità e integrità dei reperti in parola” versati sul CD, allegato alla relazione di consulenza.

Siffatto apprezzamento si sarebbe, invece, inspiegabilmente formato con riferimento al RAMP, al RSR e al RMP Report, senza che nessun elemento di natura logica o informatica sia stato offerto al Tribunale per verificare l’attività tecnica svolta e il pregio delle conclusioni rassegnate nella relazione di consulenza prodotta, in ordine alla integrità e autenticità degli documenti che si assume siano stati verificati e alle modalità di archiviazione di dati e documenti⁹¹.

Va sottolineato, inoltre, che dalla mail di convocazione risulta che il Comitato dei governi dell’Eurozona è stato convocato per il 10 gennaio e non per il giorno successivo, in cui avrebbe avuto luogo la *Istant Meeting Conference*.

I documenti in esame, dunque, confermano la opacità delle metodologie di S&P, che non possono esaurirsi nella prefigurazione di *ramp* o di *check list*, ma devono necessariamente includere la scelta dei dati necessari (reperimento, verifica, trattamento) e delle modalità attraverso cui essi vengono trasformati in punteggio, con attribuzione della c.d. pagella agli Stati sovrani.

Ad integrazione di quanto sin qui esposto, va rimarcato, inoltre, che tra i vari enunciati del Regolamento UE n. 1060 del 2009, applicabile *ratione temporis* ai fatti-reato per i quali si procede, oltre a quelli che raccomandano che “*le attività di rating siano condotte nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza responsabilità e correttezza gestionale affinché i rating ... indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata*” (considerando 1), che siano utilizzate metodologie “*rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida*” (considerando 23), è raccomandato che i rating del credito abbiano “*basi solide e motivate, al fine di evitare soluzioni compromissorie*” (considerando 24), che “*le informazioni utilizzate ai fini dell’assegnazione di un rating del credito siano affidabili*” (considerando 35).

Come è stato già rilevato, nella Sezione C (Disposizioni in materia di analisti di rating e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di rating del credito) è previsto il divieto per gli analisti del *rating* che siano in una situazione di conflitto di interesse - come quella in cui versava il dott. Renato Panichi - non solo di partecipare alla determinazione del rating della entità valutata, ma di influenzare tale *rating* in altro modo (Sezione C- paragrafo 2 lett. b).

⁹¹ Cfr. relazione di consulenza del dott. Donato Eugenio Caccavella e CD ad essa allegato, acquisita all’udienza del 9.6.2016, in cui sono stati altresì prodotti il R.S.R e il R.M.P. Report dianzi esaminati, già allegati alla produzione documentale depositata in Cancelleria in data 6.6.2016.

Procedendo nella trattazione, va rimarcato che la differenza tra le due versioni del RU - quella il cui testo è stato fedelmente riprodotto nel *media release* e quella di cui risulta disponibile il solo testo in lingua inglese, modificato dopo la richiesta del Panichi (“*Per favore togliete il riferimento alle banche!*”) - come è evidente non è assolutamente di carattere stilistico o lessicale come hanno dichiarato il presidente del Comitato John Chambers e l'imputato Moritz Kraemer e come sostengono i difensori degli imputati - ma ha natura sostanziale sia per ragioni di ordine logico che per il contenuto.

Il Panichi non aveva partecipato al comitato che aveva deliberato il declassamento sull'Italia, poiché versava in una situazione di conflitto di interesse e, pertanto, non avrebbe neppure avuto titolo a suggerire modifiche.

Nonostante ciò, egli chiede di condividere “*i riferimenti alle banche*” contenuti nel RU sull'Italia; viene autorizzato; legge il testo del RU e rileva che “*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*”.

Sollecita, quindi, di eliminare il riferimento alle banche, che scompare dal RU disponibile solo in lingua inglese, non per ragioni di carattere stilistico, ma perché gli analisti dubitano che quel riferimento sia coretto, anche dopo che il Panichi con successiva mail delle ore 12.17 ha trasmesso i dati “*from the AG Bicra*”, tanto che la Zhang subito dopo con *mail* delle ore 13.46 replica: “*We use the gross concept as explained on the phone*”:

From: Zhang, Eileen
Sent: venerdì 13 gennaio 2012 13.46
To: Panichi Renato; Kraemer, Moritz
CC: Harrison, David
Subject: RE: Very important Italy RU

Thank you very much for the data. We use the gross concept as explained on the phone.
Eileen

TRADUZIONE

Grazie tante per i dati. Come spiegato al telefono, noi utilizziamo la misura lorda. Molte grazie di nuovo.
Eileen

From: Renato Panichi
Sent: venerdì 13 gennaio 2012 12:17 PM
To: Zhang, Eileen; Kraemer, Moritz
CC: Harrison, David
Subject: RE: Very important Italy RU

Eileen,
from the AG BICRA, we have net external debt (so, not liabilities) on total lending (excluding credits granted by Cassa depositi e prestiti) at 14.7% at end 2010. We expect it to be slightly lower in end 2011, but for your purposes you can use 2010 data.

The gross external debt at the same date is 36% of loans.

Important to say also, although in absolute terms the banks gross external debt has remained unchanged from 2008 to Sept 2011 (about €600 BILL),

there is a clear trend in the last four years of reducing short term borrowing and increasing long term bonds and loans.

Tanks for adjusting it

Renato

TRADUZIONE

Eileen,

dall'AG BICRA, abbiamo un debito netto verso l'esterno (quindi, non passività) sui prestiti totali (esclusi i crediti concessi da Cassa Depositi e Prestiti) al 14,7% alla fine del 2010. Ci attendiamo che alla fine del 2011 sia leggermente inferiore ma ai tuoi fini puoi utilizzare i dati del 2010.

Il debito lordo verso l'estero, alla stessa data, è pari al 36% dei prestiti.

E' importante anche dire che, sebbene in termini assoluti il debito lordo verso l'estero delle banche sia rimasto invariato dal 2008 al settembre 2011 (circa €600 miliardi), negli ultimi quattro anni vi è una chiara tendenza a ridurre l'indebitamento a breve termine ed aumentare obbligazioni e prestiti a lungo termine.

Sistemalo, grazie.

*Renato*⁹².

Intanto, dopo che il precedente 11 gennaio si era già svolto il comitato e nonostante il *media release* (identico al testo originario del RU sull'Italia) la mattina del 12 gennaio (alle ore 09:09⁹³) fosse stato già inviato al MEF per consentire di formulare eventuali osservazioni o commenti al testo entro le dodici ore dalla ricezione, il RU nel testo inglese è stato modificato, fondando la valutazione del fattore *external* sull'alto ammontare del debito pubblico in mano estera (*"The downgrade reflects what we see as Italy's increasing vulnerabilities to external financing risks, given the high absolute amount of external debt"*).

S&P corregge il Razionale e utilizza una locuzione volutamente generica (*"the high absolute amount of external debt"*), che rimanda al solo debito pubblico in mano estera.

Peraltro, Renato Panichi, il cui contributo sarebbe stato irrilevante e persino errato, perché *"incastrato della sua visione, diciamo, bancaria del mondo"* - come riferito da Moritz Kraemer nel corso del suo esame - dopo essersi adoperato sollecitando l'intervento correttivo indicato, nonostante il conflitto di interessi, ha continuato a ricevere in S&P incrementi stipendiali e progressione di carriera, dallo stesso ammessi nel corso della sua testimonianza all'udienza del 29.6.2016⁹⁴.

⁹² Cfr. produzione documentale dei difensori del 6 giugno 2016.

⁹³ E non alle ore 10.09, come erroneamente indicato dai difensori a foglio 389 della memoria difensiva depositata in data 23 febbraio 2017. Dalla mail prodotta dal P.M., infatti, risulta che Eileen Zhang ha inviato alla Cannata e alla de Simone la mail con il *Media Release* in pdf il 13 January 2912 09:09.

⁹⁴ Omissis:

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - *Lei lavora ancora in Standard&Poor's?*

DICH PANICHI - *Certo.*

PRESIDENTE - *Da quanto tempo ci lavora?*

DICH PANICHI - *L'ho detto prima, quindici anni circa.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - *Ha sempre avuto gli stessi incarichi, cioè incarichi dello stesso livello in Standard&Poor's? Deve dire la verità su questo.*

La testimonianza di Renato Panichi - di cui si è in procinto di discutere - appare rilevante non solo perché fornisce la prova che S&P non adottava misure idonee a prevenire che le azioni di rating potessero essere in qualche modo influenzate dal giudizio di analisti che versavano in conflitto di interesse, ma perché chiarisce il senso delle proprie mail, dettate dal fatto che l'indebitamento estero delle banche italiane, su base netta, non era elevato, essendo stimato in misura pari al 15%, al contrario di quanto rappresentato nel RU che egli aveva appena esaminato.

Poiché il secondo profilo di falsità correlato al contenuto del RU, nella versione corretta a seguito dell'intervento di Renato Panichi, è fuori dall'imputazione e, integrando un fatto nuovo, è soggetto alla disciplina di cui all'art. 518 c.p.p., ritiene il Tribunale che a questo punto della trattazione si possa procedere all'approfondimento dell'unico profilo di falsità contestato nell'imputazione.

Solo al fine di rimarcare che la modifica del *Rationale* del RU ha carattere sostanziale e non meramente lessicale o stilistico, va osservato che la locuzione "*The foreign ownership of public and financial sector debt*" ("*La proprietà estera del debito pubblico e finanziario*") corrisponde al *debito estero* che essendo, dal punto di vista definitorio il totale di debito pubblico e privato contratto da un Paese verso creditori privati, governi ed enti pubblici di un altro o di altri Paesi, comprende oltre al debito pubblico e al debito del settore finanziario, anche quello di imprese non finanziarie e delle famiglie.

DICH PANICHI - Nei primi undici anni mi sono occupato di banche.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - Sono incarichi dello stesso livello? Lei li ha enunciati prima i suoi impegni in Standard&Poor's.

DICH PANICHI - Intende grado?

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - Sì.

DICH PANICHI - No, il grado è evoluto nel tempo.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - E' evoluto nel tempo. Quindi guadagna più oggi rispetto a prima?

DICH PANICHI - Sì.

PRESIDENTE - Vuole dire i gradi?

DICH PANICHI - I gradi, noi abbiamo...

PRESIDENTE - No, i suoi. Lei quando è entrato, è entrato in Standard&Poor's quando?

DICH PANICHI - Sono entrato in Standard&Poor's come associate, oggi sono...

PRESIDENTE - Quando?

DICH PANICHI - Fine 2001. Oggi sono senior director.

PRESIDENTE - Che livello? Quanti livelli...?

DICH PANICHI - Abbiamo associate, associate director, director e senior director. Quindi ci sono tre scatti.

PRESIDENTE - Tre scatti.

DICH PANICHI - In quindici anni.

Omissis (fogli 56 e 57 del verbale trascrittivo dell'udienza del 29.9.2016).

In generale dal punto di vista della logica economica sommare al debito pubblico quello del settore finanziario senza tenere conto delle attività dello stesso (attività che sono invece considerate nell'indicatore posizione patrimoniale netta) non appare appropriato.

Neppure appare corretto qualificare tale debito "**high**" ("**elevato**"), riferendo l'aggettivo al debito pubblico che a quello del settore finanziario: in termini assoluti il debito del settore finanziario detenuto da soggetti non residenti - come rilevato dallo stesso Panichi e come verrà ulteriormente specificato - non era affatto elevato.

Riguardo alle ripercussioni a livello sistemico, è appena il caso di anticipare che l'informazione sul settore finanziario non corrispondente alla situazione reale, considerate le molte e relevantissime funzioni del settore, ha certamente accresciuto la percezione di rischio da parte del mercato, determinando un aumento della volatilità e dello *spread*.

Il settore finanziario, infatti, ha una stretta correlazione con l'andamento del debito pubblico perché le banche detengono un'alta quota del debito pubblico.

Non va trascurato che all'epoca le banche erano i principali detentori di debito pubblico.

Le banche partecipano al mercato borsistico e, quindi, quella informazione falsa ("**high**") si riflette negativamente sul mercato determinandone una alterazione.

Va considerato, infatti, che un aumento del rischio sovrano si ripercuote negativamente sul costo e sulla disponibilità di finanziamenti alle banche attraverso molteplici canali, come risulta documentato dai rapporti di Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria e, nello specifico per quanto attiene ai fatti in esame, nel rapporto n. 2 del novembre del 2011.

Come rilevato nel documento indicato:

"In primo luogo, una caduta dei prezzi dei titoli pubblici provoca perdite sul portafoglio finanziario degli intermediari, indebolendone i bilanci e aumentandone la rischiosità. L'impatto è generalmente rilevante nel caso di un deprezzamento dei titoli nazionali, che hanno un'incidenza significativa sul capitale delle banche (...).

Le esposizioni verso gli Stati esteri sono invece solitamente contenute, anche se alcune banche dell'area dell'euro localizzate in economie con solide condizioni finanziarie mostrano esposizioni non trascurabili verso taluni dei paesi più colpiti dalla crisi del debito.

Un secondo canale di trasmissione è rappresentato dalla perdita di valore dei titoli pubblici utilizzati come collaterale per la raccolta bancaria all'ingrosso (ad esempio mediante operazioni pronti contro termine) o presso la banca centrale. Oltre a comprimere il valore delle garanzie disponibili, un innalzamento del rischio sovrano può determinare la richiesta di ricostituzione dei margini (*margin call*) o di aumenti degli scarti di garanzia (*haircuts*); in casi estremi, può portare all'esclusione dei titoli dal novero degli strumenti utilizzabili come collaterale nelle operazioni di raccolta. Nei mesi scorsi l'impatto di questo canale sulla disponibilità di finanziamenti per le banche in Grecia, Irlanda e Portogallo è stato attenuato dagli interventi della BCE, che ha adeguato i criteri per la definizione delle garanzie utilizzabili nelle proprie operazioni di rifinanziamento all'evolvere delle condizioni di mercato.

I timori sulla solvibilità di uno Stato si ripercuotono sugli intermediari anche attraverso una riduzione del valore delle garanzie pubbliche, sia esplicite sia implicite, sulle passività bancarie. I programmi di garanzie esplicite varati a seguito del dissesto di Lehman Brothers nel 2008 hanno cessato di operare nella quasi totalità dei paesi, come risulta (cfr. il riquadro: *Gli interventi a sostegno del sistema finanziario in Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2010). Nell'incontro del 26 ottobre il Consiglio europeo ha previsto la reintroduzione di garanzie per la raccolta bancaria a medio e a lungo termine, sottolineando che nelle attuali condizioni di mercato esse dovranno essere strettamente coordinate a livello europeo. Dalla fine del 2009 il valore delle garanzie implicite legate alle attese di intervento dello Stato in caso di difficoltà degli intermediari nazionali, soprattutto se di rilevanza sistemica – ha avuto un calo pronunciato nelle economie con problemi acuti di bilancio (quali Grecia, Irlanda e Portogallo); la riduzione è stata significativa anche per paesi avanzati di maggiori dimensioni, quali Germania e Italia.

Un quarto meccanismo di trasmissione dei rischi sovrani alle banche deriva dal legame che esiste tra 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 del 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 per cento degli intermediari (oltre il 60 per cento nei paesi che hanno subito molteplici declassamenti). Una riduzione del rating accresce il costo della raccolta bancaria; in casi estremi può determinare l'esclusione delle passività bancarie dal paniere di titoli acquistabili da determinate categorie di investitori (quali, ad esempio, fondi pensione e compagnie di assicurazione).

Le tensioni sul debito sovrano di un paese si possono trasmettere alle banche estere sia attraverso i legami interbancari internazionali sia attraverso le esposizioni verso i debitori privati dei paesi oggetto di tensioni. Considerando le banche delle principali economie avanzate, le esposizioni interbancarie estere nei confronti dei tre paesi europei più colpiti dalle tensioni sui titoli sovrani erano pari alla fine del secondo trimestre del 2011 a circa lo 0,2 per cento del totale degli attivi; le esposizioni nei confronti del settore privato non finanziario e quelle relative a contratti derivati, garanzie e impegni di credito erano pari all'1,6 per cento. I corrispondenti valori per le esposizioni nei confronti di Belgio, Italia e Spagna erano lo 0,7 e il 3,5 per cento, rispettivamente (...)” (fogli 18-20 del Rapporto di Bankit figure A e B ivi riprodotte).

Dopo la crisi del 2011 la quota di debito pubblico detenuta da soggetti non residenti si è molto ridotta soprattutto grazie ai programmi di acquisto della BCE tramite *Bankit*. Certamente l'esposizione al debito pubblico italiano ha costituito nel tempo uno dei principali elementi di vulnerabilità del settore (nelle fasi di pressione sullo *spread*, soffrono, nel listino azionario, tutti i titoli del settore finanziario).

Sull'andamento del debito pubblico e sulla sua sostenibilità, va premesso che da fonti ufficiali risulta che nel 1980 il rapporto debito pubblico/Pil dell'Italia era appena al 54% e che è notevolmente cresciuto negli anni successivi, sino a raggiungere il 117,2% nel 1994.

Successivamente grazie a misure di politica fiscale rigorose, il debito pubblico italiano in rapporto al Pil è andato calando fino a scendere al 99,8% nel 2007, assestandosi ai livelli della Grecia e del Giappone.

Il rapporto debito/Pil è salito di 20 punti percentuali dal 2008 al 2010, raggiungendo nel 2010 il 118,4%, il 120,1% nel 2011, il 127 % nel 2012 e il 127,9% nel 2013⁹⁵.

Ma il fatto che il debito sia andato continuamente aumentando dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 non è una peculiarità italiana: in tutta l'area euro il debito è aumentato, passando dal 64,9% del 2007 al 92,1% del 2014.

E' innegabile, dunque, che nel periodo considerato il debito pubblico fosse sicuramente elevato.

Il declassamento dell'Italia però anche nel RU modificato non è stato fondato sulla crescita del debito pubblico, bensì sulla elevata quantità assoluta di debito estero a fine 2011 e con il rischio di essere rifinanziato a breve termine sul mercato.

A proposito del *debito estero*, va rilevato che a fronte del valore assoluto ritenuto alto ("*the high absolute amount of external debt*") da S&P nel RU modificato, l'allora Governatore di Banca d'Italia, Ignazio Visco nella presentazione del Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del mese di novembre del 2011 ha definito contenuto il debito estero ("*contenuto debito estero*"), indicandolo come uno degli elementi di forza dell'economia italiana, al pari della tendenza al riequilibrio dei conti pubblici, del basso indebitamento privato e dell'assenza di squilibri sul mercato immobiliare.

Non mancava di sottolineare nella presentazione il Governatore che "*il sistema bancario italiano non è fonte di instabilità. La sua posizione patrimoniale è solida...*".

Va chiarito, inoltre, che i dati riassunti nella tavola a foglio 13 del Rapporto di Banca d'Italia in esame, utilizzati dal P.M. per sottolineare che nel 2011 l'economia italiana presentava importanti punti di forza, sono dati a consuntivo e non costituiscono previsioni come adombrato dai difensori, poiché nel Rapporto in nota alla tavola indicata è specificato che: a) 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; b) le previsioni per il 2012 e per il 2013 (FMI, *Fiscal Monitor*, settembre 2011) si fondano su

⁹⁵ Cfr. Tabella 2. Quadro di valutazione della procedura per gli squilibri macroeconomici per il 2010, a foglio 4 della Relazione della Commissione Europea del 14.2.2012 (Relazione sul meccanismo di allerta - Relazione preparata conformemente agli articoli 3 e 4 del regolamento sulla prevenzione la correzione degli squilibri macroeconomici), nonché Tabelle indicatori di sostenibilità finanziaria Rapporti sulla stabilità finanziaria Banca d'Italia del 2010, 2011 e 2013.

valori di consuntivo per il 2010 precedenti quest'ultimo aggiornamento; e) la quota relativa all'area dell'euro si riferisce al 2010.

Del resto, confrontando la stessa tavola (1.1) a foglio 10 del Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 3 aprile 2012 risulta che i dati a consuntivo sull'Italia del 2011, non erano disponibili all'atto del declassamento del 13 gennaio 2012, posto che trattasi di dati ricavati da fonti rese note successivamente.

In nota alla tavola da ultimo indicata è specificato, infatti, che: a) i dati a consuntivo 2011 per i paesi europei sono tratti da Eurostat, *Newsrelease euroindicators*, 23 aprile 2012; b) 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; c) le previsioni dell'FMI per l'Italia differiscono dalle stime ufficiali del Governo (cfr. il riquadro: *La dinamica del debito pubblico dell'Italia*); d) i dati relativi alla quota di debito pubblico detenuta da non residenti nel 2011 (in percentuale del debito) sono tratti da FMI, *Fiscal Monitor*, aprile 2012.

Ne consegue che correttamente il P.M., per contestare la veridicità delle informazioni fornite da S&P ai Mercati anche con RU modificato e la capacità ingannatoria della informazione relativa al rischio dato (*given*) dall'ammontare assoluto del debito estero, ha utilizzato i dati riassunti da Banca d'Italia nelle Tabelle degli "Indicatori di sostenibilità finanziaria" - ricavati da fonti sovranazionali indicate e verificabili - non presi in considerazione dal comitato che ha abbassato il rating non sollecitato dell'Italia a 'BBB+/A-2' e la prospettiva di rating da 'A/Watch Neg /A-2', riservando all'Italia lo stesso trattamento dell'Irlanda, nel valutare l'*External Risk*.

Nel RPM Report prodotto dai difensori - richiamati i rilievi già svolti, in ordine alla veridicità del documento e alle modalità di formazione di esso - non è indicata alcuna fonte, relativamente ai dati specifici dell'Italia, che sarebbero stati esaminati in maniera approfondita per modificare il punteggio relativo all'*External Risk* (*Existing*: 3; *Recommended*: 4; *Final*: 5).

Nella parte relativa alle "Committee Conclusions", si legge: "*Most of the proposed scores carried. On the external score, upon closer examination of the data (on a remaining maturity basis versus an original maturity basis), a negative adjustment was voted for high short term external debt. On the fiscal score, a minority felt that a positive adjustment should be made for flexibility. On the monetary side, a minority felt that no negative adjustment*

should be made on the monetary score for prolonged price and wage trends, having a more optimistic view on the country's ability to improve its competitiveness in the tradable sector.

On the rating, a minority felt that one notch of flexibility should be used to raise the rating from that indicated from the matrix, believing that growth may surprise on the upside with measures to be enacted by the new government.

*See research update.*⁹⁶.

Dunque, appare fondato ipotizzare che l'aggiustamento negativo dell'Italia - giustificato dal Comitato di *rating* da un "**high short term external debt**", in mancanza di indicazioni specifiche sui dati esaminati - sia stato fondato su parametri di riferimento esclusivi dell'Eurozona, senza una stretta correlazione con la situazione reale del nostro Paese, che avrebbe meritato una analisi accurata di tutte le informazioni rilevanti per assicurare che il *rating* assegnato all'Italia provenisse da fonti affidabili (art. 8 del Regolamento UE n. 1060 del 2009), come rilevato da CONSOB.

Peraltro, confrontando il valore del debito pubblico riportato nelle due tavole, si registra una differenza di neppure due punti (nel 2010: 118,4; nel 2011: 120.1), al pari della quota detenuta dai non residenti nel 2011 (in percentuale di debito): 42,4 nella Tavola del Rapporto n. 2 di novembre 2011 e 43,7 nel Rapporto n. 3 di Aprile 2012, in base ai dati tratti da FMI resi noti in epoca successiva al declassamento dell'Italia.

I difensori pretendono, invece di fondare la correttezza dell'operato di S&P sui contributi macroeconomici dei propri consulenti, sul cui carattere scientifico sussistono plurime ragioni di dubbio e, comunque, su dati che non risultano verificati e, peraltro, non appaiono rilevanti ai fini della valutazione che il Tribunale è tenuto a compiere.

In altri, termini, il Collegio intende rimarcare che la valutazione in ordine alla capacità ingannatoria delle informazioni ai mercati - rilevante per configurare il reato di manipolazione di mercato per il quale si procede nei confronti degli odierni imputati - non richieda l'analisi globale dei dati macroeconomici dell'Eurozona e dell'Italia, che S&P e gli imputati hanno inteso offrire attraverso diversi consulenti, analisi che per fungere da supporto ad una valutazione più estesa, ove fosse stata ritenuta necessaria, avrebbe richiesto comunque approfondimenti da parte di economisti nominati dal Tribunale, per verificare la validità scientifica dei criteri e dei metodi di indagine utilizzati, posto che trattasi di complesse

⁹⁶ Cfr. RMP Report prodotto dai difensori il 6 giugno 2016.

valutazioni economiche che, per assurgere al rango di prova nel processo penale, necessitano quanto meno del confronto critico tra esperti del settore.

La Suprema Corte, peraltro, ha già avuto modo di affermare che la consulenza della difesa non costituisce un mezzo di prova che debba necessariamente essere autonomamente esaminato, ma un contributo tecnico a sostegno della difesa; non essendo di conseguenza il giudice tenuto a rispondere a tutti i rilievi del consulente, una volta che abbia spiegato in modo esauriente le ragioni del suo convincimento (Cass. sez. 4, n. 7947 del 11.4.1972, Maghini, Rv. 122439).

Il principio indicato, lungi dall'essere stato smentito, si inserisce anzi coerentemente nel costante e più generale orientamento per il quale l'onere motivazionale del giudice è soddisfatto attraverso la valutazione globale delle deduzioni delle parti, senza che sia necessario un esame dettagliato delle stesse laddove ciascun rilievo risulti disatteso dalla motivazione della sentenza, complessivamente considerata (Cass. Sez. U, n. 24 del 24.11.1999, Spina, Rv. 214794; Cass. sez. 6, n. 20092 del 4.5.2011, Schowick, Rv. 250105; Cass. sez. 1, n. 27825 del 22.5.2013, Camello, Rv. 256340; Cass. sez. 5, n. 42821 del 19.6.2014, Ganci ed altri, Rv. 262111).

E tale valutazione, nel caso di specie, è fondata sul rilievo, ritenuto decisivo e assorbente dal Collegio, della mancanza di documentazione dei dati, con puntuale indicazione delle fonti che il comitato avrebbe esaminato per attribuire l'*External Final Score* all'Italia.

Appare, pertanto, sufficiente per confutare la correttezza dell'analisi effettuata dal Comitato e affermare il carattere erroneo dell'informazione ai mercati anche attraverso la pubblicazione del RU nel testo modificato dopo la richiesta di correzione da parte dell'analista bancario Renato Panichi, richiamare il Rapporto n. 2 di novembre 2011 di Banca d'Italia, che nel descrivere i punti di forza dell'economia dell'Italia aveva sottolineato che per l'Italia la quota del debito pubblico detenuto da non residenti era all'epoca pari al 42 per cento, a fronte del 52 in media per l'area dell'euro, indicando anche gli effetti positivi del dato numerico, poiché *"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 nazionali"*.

**"L'economia italiana
presenta debolezze,
ma anche importanti
punti di forza.**

Nel giudizio degli investitori l'Italia è penalizzata dall'elevato debito pubblico e dalla bassa crescita, che riflette in ampia misura la progressiva perdita di competitività.

In assenza di misure in grado di aumentare il potenziale di sviluppo dell'economia, questa situazione potrebbe protrarsi e alla lunga accrescere significativamente il rischio sovrano. L'Italia presenta, tuttavia, numerosi elementi di forza (cfr. il riquadro: *La sostenibilità dei conti pubblici*). Inoltre, nostre elaborazioni che utilizzano come scenario di base l'evoluzione del rapporto debito/PIL incorporato nelle ultime previsioni del Governo (cfr. *Bollettino economico*, n. 66, 2011) mostrano che esso calerebbe o si stabilizzerebbe sui livelli attuali anche qualora i tassi di interesse sui titoli di Stato dovessero registrare un ulteriore, forte aumento rispetto ai valori recenti (cfr. il riquadro: *La dinamica del debito pubblico dell'Italia*).

LA SOSTENIBILITÀ DEI CONTI PUBBLICI⁹⁷.

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).

Vedi, Indicatori di sostenibilità finanziaria (in percentuale del PIL), come da tabella allegata.

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 della Germania e dell'Italia (cfr. tavola). Nel nostro paese il rapporto inizierebbe a ridursi nel 2013 (nel 2012 secondo le previsioni governative), grazie alla forte contrazione del disavanzo programmata per il prossimo biennio. Le risorse necessarie a finanziare nel 2012 il debito in scadenza e il nuovo disavanzo ammonterebbero in Italia al 23,5 per cento del PIL, un valore inferiore a quello degli Stati Uniti (30,4 per cento) e del Giappone (58,6) e di poco superiore a quello di Francia e Spagna.

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 dell'euro e 9,6 per il Regno Unito. Un indicatore analogo calcolato dall'FMI conferma la posizione favorevole dell'Italia anche rispetto a Stati Uniti e Giappone. Il risultato dell'Italia beneficia delle riforme in campo pensionistico introdotte a partire dagli anni novanta, che hanno significativamente ridotto le spese *age-related* (le quali a regime aumenterebbero di 1,5 punti percentuali di PIL rispetto a oggi, a fronte di 3,4 per il complesso dell'area). Indicazioni simili emergono da un altro indicatore

⁹⁷ Cfr. anche il riquadro *I detentori di debito pubblico e di titoli di Stato italiani*, a foglio 60 del Rapporto in esame, in cui è stato evidenziato che "nel giugno del 2011 la consistenza del debito pubblico italiano ammontava a 1.900 miliardi. La quota detenuta da non residenti, pari al 39,2 per cento (fig. A), è relativamente contenuta nel confronto internazionale (cfr. il riquadro: *La sostenibilità dei conti pubblici*)".

Indicatori di sostenibilità finanziaria
(in percentuale del PIL)

	Disavanzo pubblico			Avanzo primario			Debito pubblico		
	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	Quota detenuta da non residenti nel 2011 (in percentuale del debito)	Indicatore S2	Indice di vulnerabilità	Indicatore FMI	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	56,1	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	9,6	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

sviluppato recentemente dalla Commissione per tenere conto di informazioni aggiuntive circa la vulnerabilità di un paese a rischi macroeconomici.

L'analisi delle condizioni di un paese richiede inoltre la valutazione di fattori non specificatamente di finanza pubblica che includono, tra gli altri, l'esposizione debitoria del settore privato e la posizione netta verso l'estero. In Italia il debito finanziario complessivo di famiglie e imprese non finanziarie ammonta al 126 per cento del PIL (cfr. anche il capitolo 2), contro il 168 nell'area dell'euro, il 166 negli Stati Uniti e oltre il 200 per cento nel Regno Unito.

Per l'Italia la quota del debito pubblico detenuto da non residenti è pari al 42 per cento, 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 nazionali.

La posizione debitoria netta dell'Italia verso l'estero è pari al 24 per cento del PIL, superiore alla media nell'area dell'euro (13 per cento), ma molto inferiore a quella di Portogallo (107), Grecia (96), Irlanda (91) e Spagna (89). Dalla metà degli anni novanta l'Italia ha registrato un deterioramento dei conti con l'estero determinato principalmente dal saldo merci, in connessione con una progressiva perdita di competitività. Sulla base di nostre analisi, il disavanzo del conto corrente si ridurrebbe in misura significativa nel medio termine, riflettendo sia un andamento più favorevole dei volumi scambiati sia un miglioramento delle ragioni di scambio, penalizzate nell'ultimo biennio dai forti incrementi dei prezzi dei beni energetici" (Fogli 12,13 e 14 del Rapporto sulla stabilità finanziaria di Banca d'Italia, n. 2 novembre 2011).

Solo per dovere di completezza va osservato che l'analisi accurata dei dati, oltre che dal regolamento UE n. 1060 del 2009, più volte richiamato, era già all'epoca imposta da altra fonte comunitaria, costituita dal Regolamento (UE) n. 1176/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 novembre 2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici (Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 23.11.2011), che non solo distingue tra "squilibri" e "squilibri eccessivi" (art. 2), ma detta regole precise per la individuazione degli squilibri, prevedendo la istituzione di un meccanismo di allerta "al fine di facilitare la rapida individuazione e il monitoraggio degli squilibri" (art. 3) e un quadro di valutazione con l'insieme degli indicatori, da utilizzare come strumento per facilitare la rapida individuazione e il monitoraggio degli squilibri (art. 4).

In particolare, la norma da ultimo richiamata prevede:

"2. Il quadro di valutazione comprende un numero ristretto di indicatori macroeconomici e macrofinanziari per gli Stati membri; tali indicatori sono pertinenti, pratici, semplici, misurabili e disponibili. Esso consente una rapida individuazione degli squilibri macroeconomici che emergono a breve termine e derivanti da tendenze strutturali e a lungo termine".

All'articolo 5 è previsto inoltre l'esame approfondito per ogni singolo Paese:

"Esame approfondito

1. Tenuto debitamente conto delle discussioni in seno al Consiglio e all'Eurogruppo, di cui all'articolo 3, paragrafo 5, o in caso di inattesi e significativi sviluppi economici che richiedano un'analisi urgente ai fini del presente regolamento, la Commissione effettua un esame approfondito per ogni Stato membro che, a suo avviso, può presentare squilibri o correre il rischio di presentarli.

L'esame approfondito si fonda su un'indagine dettagliata delle circostanze specifiche per paese, compresa la diversità delle posizioni di partenza degli Stati membri; esso analizza un'ampia gamma di variabili economiche e si avvale di strumenti analitici e di dati qualitativi specifici per paese. Esso riconosce le specificità nazionali in materia di relazioni industriali e dialogo sociale".

14. Il debito del settore bancario.

Procedendo ad una disamina più approfondita del profilo di falsità oggetto di specifica contestazione nel capo di imputazione relativo al debito del settore bancario, riprendendo le considerazioni già svolte in ordine ai due RU e al Comunicato - con i correlati rilievi dei presupposti fallaci delle valutazioni del consulente informatico nominato da S&P per provare l'autenticità e veridicità del RAMP e dei verbali dei Comitati di *rating* (RSR, RPM Report) e di quello del gennaio del 2012 in particolare, va osservato che nelle conclusioni del Comitato, riportate nel RMP Report e nel *Committee Conclusions and Appeals Report - Single RPM Job* (nel testo estratto dal CD allegato alla relazione di consulenza del dott. Caccavella)⁹⁸ non vi è alcun riferimento al debito bancario, posto che "*a negative adjustment was voted for high short term external debt*".

Il riferimento compare nel primo RU dell'Italia e nel Comunicato stampa (c.d. *media release*) correlato. Viene eliminato nel secondo RU subito dopo l'intervento del Panichi.

Il fatto nella sua materialità è acclarato.

Occorre perciò valutarne la rilevanza e la idoneità ad integrare la condotta materiale del reato di manipolazione di mercato, contestato in imputazione.

Ebbene, delle *mail* di Renato Panichi si è già discusso e per i riferimenti specifici, si rinvia al paragrafo in cui è stato nel dettaglio esaminato il contenuto delle intercettazioni e delle mail.

E' opportuno pertanto esaminare le ragioni che hanno indotto il *primary credit analyst* a chiedere di espungere il riferimento alle banche dal RU e le spiegazioni sofferte che lo stesso ha offerto.

14.a La testimonianza di Renato Panichi.

Il Panichi è stato sentito al dibattimento come teste a discarico.

Egli, come è emerso all'esito dell'istruttoria svolta, pur versando in situazione di conflitto di interesse con S&P, è intervenuto nella definizione del *rating* del debito sovrano del gennaio del 2012.

⁹⁸ Lo stesso documento risulta allegato alla produzione documentale del P.M. del 6 giugno 2016.

Nel corso della sua testimonianza all'udienza del 29.9.2016, non si è limitato ad escludere di aver partecipato ai comitati di rating, ma ha ridimensionato la situazione di conflitto in cui versava, salvo poi a far pervenire dichiarazione sottoscritta, correttiva delle dichiarazioni rese sotto il vincolo del giuramento nel corso della sua deposizione.

Il rilievo appare doveroso proprio per sottolineare gli intrecci tra azionisti, *manager*, analisti, dirigenti del Tesoro, banche di affari e agenzie di *rating*, che l'istruttoria dibattimentale svolta ha fatto emergere, senza però aver consentito di delinearne in maniera definita i confini, proprio per la "reticenza" manifestata da alcuni testi, i quali avrebbero avuto, invece, il dovere di fornire una più ampia e sincera collaborazione, frenata o da interessi personali o da interessi di natura politica in un chiaro tentativo di frammentare le singole condotte, ostacolando l'accertamento dell'elemento soggettivo del reato ed ancor prima ostacolando la riconduzione ad un disegno unitario di tutte le condotte, anche di quelle antecedenti all'azione di *rating* del 13 gennaio del 2012, in un'ottica di sicuro pregiudizio per l'Italia, descritto dalla dirigente del debito pubblico dott. Maria Cannata.

In un contesto di velata, ma sostanziale, reticenza, dettata da interessi di natura personale commisti a compiacenza nei confronti di S&P - da cui hanno tratto vantaggi per la loro carriera - si collocano le testimonianze della *general manager* Maria Pierdicchi e dell'analista bancario Renato Panichi.

Ebbene, il teste, in Standard&Poor's da quindici anni, ha chiarito nei primi dodici anni si era occupato di banche e di istituzioni finanziarie, mentre negli ultimi tre anni si era occupato di corporates; nel corso della propria attività con le banche, ha svolto diversi ruoli analitici, essendo stato analista di banche italiane, spagnole, portoghesi, austriache, tedesche e dell'Europa dell'est, occupandosi anche di implementazioni della nuova metodologia sulle banche nel corso del 2011.

In particolare negli anni 2011/2012 è stato responsabile del sistema bancario italiano e del rating di alcune banche italiane, Banca Intesa e Unicredit.

Procedendo ad una valutazione, fondata sul valore dell'esperienza, deve riconoscersi che il profilo professionale del Panichi nel settore finanziario e in quello bancario è sicuramente qualificato, di talchè il suo intervento nella definizione del *Research Update* del 13 gennaio del 2012 esprime il punto di vista di un esperto di settore e, dunque, non può essere considerato ininfluenza, come sostenuto dai difensori degli imputati.

Il teste ha escluso che nell'arco temporale cui si riferiscono i fatti oggetto di contestazione avesse partecipato anche alle riunioni dei comitati del rating per il debito sovrano, versando in una situazione di *"potenziale conflitto di interesse"* poiché deteneva titoli di Stato:

omissis;

DICH PANICHI - Non partecipavo ai comitati nel 2011, 2012; vi ho partecipato fino al 2010, questo perché? Per una situazione legata ad un potenziale conflitto di interessi, si era preferito far 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. E quindi avevamo delegato un'altra persona a partecipare ai comitati del sovrano.

AVVOCATO ALLEVA – Giusto per riferire al Tribunale e per dimensionare questo conflitto di interessi, lei questo ipotetico conflitto di interessi derivava dal fatto che lei, come ha detto, era proprietario di titoli di Stato. Possiamo riferire al Tribunale, anche generalmente, di quali misure stiamo parlando?

DICH PANICHI – *Qualche migliaia di euro.*

Omissis.

Quanto al Comitato del debito sovrano sugli Stati dell'Eurozona – che si era tenuto in data 11 gennaio del 2012, deliberando il declassamento del nostro Paese, oltre che di altri quindici Paesi dell'Eurozona, il teste ha riferito che nessun analista del *team* italiano aveva partecipato al comitato *sovereign*, poiché nel team degli analisti bancari italiani non vi erano analisti *senior* ed, inoltre, il comitato non riguardava solo l'Italia, ma gran parte dei Paesi dell'Eurozona.

Egli aveva, comunque, esaminato la bozza del *Research Update*, poiché per prassi gli analisti bancari erano soliti condividere con gli analisti sovrani il comunicato relativo ad una azione di rating sul debito sovrano.

Il giovedì sera (11 gennaio) aveva inoltrato una mail all'analista sovrano Eileen Zhang, chiedendo di condividere, se presenti, i riferimenti alle banche italiane.

L'analista sovrano gli aveva risposto escludendo che ve ne fossero; si era comunque riservata di fornirgli ulteriori dettagli per telefono.

La sera avevano commentato il comunicato, condividendone il testo.

Il mattino successivo Paola Valentini, responsabile della comunicazione in Italia, aveva sottoposto alla sua attenzione il testo del comunicato ed in particolare la frase che si riferiva alle banche, che aveva esaminato, cogliendo che *"potesse creare dei fraintendimenti, delle confusioni soprattutto a livello di investitori di titoli di debito bancario"*, poiché secondo la metodologia degli analisti bancari, la titolarità estera del debito non era elevata.

Aveva ritenuto che il riferimento fosse alla esposizione elevata dello Stato, ma la lettura del testo del Comunicato avrebbe potuto ingenerare la convinzione che *“la sola esposizione delle banche verso l'estero fosse elevata. E questo invece non era corretto”*.

La situazione contingente e la particolare tensione esistente nei mercati e fra gli analisti, lo aveva indotto ad invitare l'analista sovrano a rimuovere il riferimento alle banche.

Gli erano stati richiesti i dati quantitativi a base dei rilievi che egli aveva formulato e dopo averli forniti, lo avevano informato che *“loro seguivano una metodologia diversa”*.

La mattina di venerdì non era riuscito a comunicare con l'analista sovrano per telefono, poiché vi era tensione, atteso che dovevano essere pubblicate in quella giornata tutte le azioni di rating relative all'Eurozona.

Aveva quindi inoltrato una *mail* ad Eileen Zhang.

Il Panichi ha riferito, inoltre, che la titolarità estera del debito dell'Italia era elevata, sia su base lorda che su base netta. Non era corretto, invece, affermare che la titolarità estera del debito italiano bancario fosse elevata e il testo del comunicato avrebbe potuto generare confusione soprattutto negli investitori in titoli bancari, che avrebbero potuto pensare che quella frase si riferisse solo alle banche.

Aveva, pertanto, chiesto di modificare il testo del comunicato, senza però voler sindacare l'azione di rating di un altro team, che si muoveva secondo una diversa prospettiva:

omissis:

AVVOCATO ALLEVA – Ecco, tuttavia rispetto a quella riunione di comitato, lei ebbe modo di visionare comunque la bozza di comunicato stampa e di Research Update?

DICH PANICHI – *Descrivo i passi. Diciamo che è 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. È una prassi che viene seguita in tutti i Paesi europei, quindi non solo per l'Italia. Quindi, anche in quella occasione è stata seguita quella prassi. Quindi, nella fattispecie specifica quello che ho fatto è di inviare, credo fosse giovedì sera, una mail all'analista sovrano, chiedendo di condividere, laddove ve ne fossero stati, i riferimenti alle banche italiane. L'analista sovrano mi ha risposto dicendo che non pensava ve ne fossero, ma nel caso in cui ve ne fossero stati, mi avrebbe chiamato e quindi mi ha chiesto il cellulare. Effettivamente dopo un po', non ricordo esattamente quanti minuti, comunque ci siamo sentiti nel corso della serata e lei mi ha detto alcune frasi, sulle quali non ho avuto nessuna osservazione. La mattina successiva si è recata presso la mia stanza la responsabile della comunicazione in Italia, con il testo del comunicato e mi ha sottoposto una frase che si riferiva alle banche. Ho notato questa frase e ho pensato che questa frase 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 elevato, 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 della 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 momento, teniamo presente che era un periodo di particolare tensione nei mercati, ma anche tensione presso gli analisti, 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, 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, dal mio punto di vista quella spiegazione era sufficiente e lo scambio di mail è finito lì. Ho parlato di scambio di mail, c'è da dire che questa è una dialettica normale tra analisti, normalmente avviene al telefono. Anche in quella occasione ho provato a telefonare all'analista al mattino, purtroppo non ho avuto risposta. Tenga presente che in quella giornata tutte le azioni di rating relative all'Eurozona sarebbero state pubblicate, quindi non mi sorprende il fatto che al mattino non sono riuscito a contattare l'analista, ecco perché ho dovuto inviare una mail.

AVVOCATO ALLEVA – Senta, se non capisco male, quindi, il suo scrupolo era che la parte di quella frase che era riferita al sistema finanziario, al debito del sistema finanziario italiano, potesse essere interpretata in modo non corretto, e quindi essere interpretata, diciamo, in modo tale da creare una qualche problematica di coordinamento tra voi del banking, chiamiamolo così, cioè del rating delle banche e diciamo, la visione del debito sovrano? È così?

DICH PANICHI – *Sì, specifico meglio, l'esposizione dell'Italia... siamo più precisi, 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. Quindi era proprio specifico sulle banche. Questo, ripeto, perché la nostra metodologia bancaria non considera l'esposizione, la titolarità estera del debito italiano, come elevata.*

AVVOCATO ALLEVA – Ecco, ma ci sono criteri coincidenti fra, diciamo, il sovrano e banche, cioè tra gli analisti del sovrano, oppure sono criteri diversi, secondo quello che lei conosce?

DICH PANICHI – *Ho avuto modo di approfondire anche negli ultimi giorni questo argomento, rinfrescandomi anche un po' sul... e approfondendo anche sui criteri del sovrano, che in quel momento, devo dire, non conoscevo particolarmente, non vi è un contrasto tra i due criteri, questo è molto importante da dire, perché altrimenti non avrebbe senso per un'agenzia di rating, però vi è una diversa prospettiva. Quindi, per l'analista sovrano quello che conta è l'esposizione dello Stato. Quindi, se in questa sia coinvolta, sia fatta poi da banche...*

AVVOCATO ALLEVA – Scusi, per Stato lei intende l'intero sistema.

DICH PANICHI – *Sì, perché se questo 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.*

AVVOCATO ALLEVA – 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 giustificata comunque?

DICH PANICHI – *Assolutamente nessuno dubbio. Ripeto, questo non è il nostro ruolo. Il nostro ruolo era quello di essere analisti bancari, non di andare a sindacare un'azione di rating fatta da un altro team. Per questo ci sono altre funzioni, altri ruoli all'interno di Standard&Poor's, ci sono i quality officer che fanno questo tipo di lavoro. Ripeto, il nostro coinvolgimento era per controllare il significato, per verificare il significato delle frasi dove si riferiva alle banche.*

Omissis.

In sede di controesame il teste ha confermato che non aveva partecipato al Comitato del rating sovrano e che per prassi l'analista bancario condivideva con l'analista sovrano il comunicato stampa nella parte relativa alle banche.

La sua interlocuzione era avvenuta a rating già deliberato e, quindi, non si configurava alcun conflitto di interesse, potenzialmente determinato dal fatto che egli possedeva titoli di Stato.

L'autorizzazione a controllare i riferimenti alle banche gli era stata conferita da David Harrison⁹⁹.

Ignorava se nelle *policy* fosse contemplata una previsione del genere:

Omissis;

PRESIDENTE – Il Pubblico Ministero?

PUBBLICO MINISTERO - Dottore, facciamo un approfondimento, partendo da quello che lei ha detto. Lei non ha partecipato al comitato del Sovereign?

DICH PANICHI – *No.*

PUBBLICO MINISTERO – E tuttavia è prassi che, in occasione delle deliberazioni del comitato, l'analista del Final Institution Bancario venga informato. Questo ha detto lei? O ho capito male?

DICH PANICHI - *È prassi che l'analista bancario condivida con l'analista sovrano le frasi nel comunicato stampa dove si parla di banche.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi è prassi che condivida, anche se quell'analista non può far parte del comitato perché è portatore di un conflitto di interessi? Cioè, il fatto che la prassi porti comunque a far interloquire un soggetto che non fa parte del comitato, poiché detentore di titoli di Stato dello Stato retato, questa cosa non vien meno per il fatto, diciamo, che lei non poteva partecipare comunque a quel comitato?

DICH PANICHI – *Il fatto di verificare le frasi...*

PUBBLICO MINISTERO – Cioè, lei non partecipava perché aveva i titoli di Stato.

DICH PANICHI – *Attenzione, io non partecipavo, ma vi erano delle persone all'interno del comitato sovrano, che sono analisti bancari, che comunque rappresentavano la view delle banche italiane, quello che ho detto prima...*

PUBBLICO MINISTERO – Voglio sapere, lei ha partecipato o no al comitato del Sovereign?

DICH PANICHI – *No, l'ho già detto.*

PUBBLICO MINISTERO - Perché?

⁹⁹ Dalle mail sequestrate - già esaminate - risulta che il Panichi si è rapportato direttamente con gli analisti del debito sovrano e con la *primary analyst* Eileen Zhang in particolare. Risulta, inoltre, che, quando egli aveva chiesto di condividere i riferimenti alle banche, Moritz Krameer lo aveva invitato a comunicare se avesse ottenuto una specifica autorizzazione da parte di *Compliance*.

DICH PANICHI - *Perché non potevo partecipare.*

PUBBLICO MINISTERO - E perché invece poi ha interloquito per prassi?

DICH PANICHI - *Perché l'attività di interloquire su un comunicato stampa ad azione di rating già deliberata dal comitato, non era considerata in contrasto con il fatto di possedere titoli di Stato, quindi era consentita da Standard&Poor's.*

PUBBLICO MINISTERO - Mi dice da dove lei ricava questo fatto che era consentita? Vorrei conoscere, per cortesia, il riferimento normativo nelle vostre policies, che davano la possibilità a voi di interloquire, anche se portatori di quel conflitto di interessi che li escludeva dal comitato del Sovereign.

DICH PANICHI - *L'autorizzazione veniva dai nostri manager.*

PUBBLICO MINISTERO - Quindi non c'è scritto nella policy?

DICH PANICHI - *L'autorizzazione veniva...*

PUBBLICO MINISTERO - La risposta è sì o no?

DICH PANICHI - *L'autorizzazione...*

PUBBLICO MINISTERO - C'è scritto nella policy, per quello che lei sa?

DICH PANICHI - *Per quello che io so, non lo so. L'autorizzazione veniva data dai nostri manager analitici.*

PUBBLICO MINISTERO - Quindi è una scelta che viene fatta volta a volta e caso per caso, valutando le circostanze del caso concreto?

DICH PANICHI - *Non lo so, posso nel caso della nostra situazione.*

PUBBLICO MINISTERO - Sì, nel caso suo.

DICH PANICHI - *Nel caso della nostra situazione, vi era l'autorizzazione del nostro manager analitico a fare questo tipo di controllo.*

PUBBLICO MINISTERO - Chi è che l'ha autorizzata?

DICH PANICHI - *David Harrison ha mandato una mail a tutti quanti, chiedendo di verificare. Tenga presente...*

PUBBLICO MINISTERO - No, no, finisca, di verificare che cosa?

DICH PANICHI - *Di verificare, appunto, il riferimento sulle frasi delle banche.*

PUBBLICO MINISTERO - No, io voglio sapere prima se tutti quelli che facevano parte del comitato del Sovereign sull'Italia sapevano che lei non poteva partecipare perché era portatore di un conflitto di interessi, e sapevano che poi per prassi lei era stato autorizzato comunque ad interloquire.

DICH PANICHI - *Guardi, se gli altri membri del comitato lo sapessero oppure no, questo non lo so.*

PUBBLICO MINISTERO - Quindi lei non lo sa.

DICH PANICHI - *Non lo so.*

PUBBLICO MINISTERO - Lei non sa neppure se esiste nella policy una, diciamo così, norma che vi indichi la possibilità che nella prassi si possa far interloquire qualcuno che è portatore di conflitto di interessi. Lei questo non lo sa?

DICH PANICHI - *No.*

Il teste ha precisato, inoltre, che secondo la metodologia (i c.d. *Criteria*) degli analisti bancari nella valutazione del rischio *funding* del sistema bancario lo *score* di partenza è costituito dal rapporto tra debito netto verso l'estero e provvista stabile domestica.

Nel mese di febbraio del 2012, dopo il declassamento dell'Italia, quindi, a valle dell'azione sovrana, l'analisi di settore aveva condotto ad un lieve peggioramento dello score sulla provvista delle banche italiane: nella scala da 1 a 6 prima dell'azione di rating il rischio era stato ritenuto basso (2); successivamente era stato ritenuto intermedio (3); nella valutazione vi era anche il riferimento al debito estero delle banche italiane, su base netta¹⁰⁰.

In concomitanza con l'azione di *rating* il totale del debito pubblico e del debito del settore finanziario era elevato, mentre l'indebitamento estero delle banche italiane, su base netta, non era elevato, essendo stimato in misura pari al 15%.

Con la propria *mail* aveva voluto rappresentare l'opportunità della correzione del testo per evitare che gli investitori di titoli bancari, potessero fraintendere e pensare che anche l'indebitamento estero per le banche fosse elevato, al pari dell'indebitamento estero dello Stato:

omissis;

PUBBLICO MINISTERO – Senta, andiamo avanti. Poiché la volta scorsa abbiamo sentito il professor Panizza, vostro consulente, parlare di debito netto e debito lordo, mi vuole dire qual è il riferimento nelle vostre policies al debito netto e al debito lordo, con riferimento al settore bancario? Perché io non l'ho trovato.

DICH PANICHI – *Allora, innanzitutto, se posso specificare meglio, non parliamo di policies, ma di metodologia. È molto importante per noi la distinzione, perché le policies sono una cosa, la metodologia, quella che noi chiamiamo criteria, sono un'altra cosa. Quindi in questo caso parliamo di metodologia, criteria. La metodologia relativa all'analisi del sistema bancario italiano – metodologia molto strutturata – prevede nel caso specifico del debito estero, prevede che un sistema bancario debba essere giudicato tenendo conto di due fattori. Il primo, a livello di... faccio un passo indietro, stiamo parlando della valutazione del rischio di funding di un sistema bancario. È importante come premessa – rischio di provvista – è importante come premessa perché vi sono poi altre categorie di rischio. All'interno di questa valutazione del rischio di provvista, uno dei fattori, il primo che viene considerato, è una matrice con la combinazione tra esposizione sull'estero netta, quindi debito netto verso l'estero, e provvista stabile domestica. Dalla combinazione di questi due elementi, esce fuori quello che noi chiamiamo anchor, un'ancora, cioè uno score di partenza. Questo score di partenza può essere aggiustato in base ad altri indicatori che, se vuole, le menziono. Però il riferimento al debito verso l'estero, era soprattutto – diciamo, nel caso del criterio – nel punto di partenza, nell'ancora.*

PUBBLICO MINISTERO – Allora Presidente, io chiedo al teste di provare ad essere un po' più aderente alla mia domanda, che però a questo punto riformulo perché forse non è stata chiara. La scorsa volta, come lei saprà perché avrà sicuramente magari conosciuto quello che si è detto in quest'aula, si è parlato, in relazione alla

¹⁰⁰ Per sottolineare la imprecisione del Panichi sul punto, va osservato che S&P era già intervenuta seguito al primo downgrade del 19 settembre 2011, il 18 ottobre dello stesso anno, comunicando il declassamento del BICRA (Bank Industry Country Risk) dell'Italia, portandolo da 2 a 3 (secondo una scala da 1 a 10, dove 1 equivale al migliore punteggio).

A seguito del declassamento del 13 gennaio 2012 la valutazione BICRA era stata ancora una volta aggiornata, con attribuzione del group 4.

giustificazione del downgrade, elevata titolarità estera del financial sector debt e del debito governativo, parlando, con riferimento al debito del settore bancario, di debito lordo o netto. Nel testo di Standard&Poor's non si dice "elevata titolarità del debito estero netto o lordo", e disse il professore Panizza: "Volevano significare lordo". Le chiedo, mi vuole dare un altro riferimento in cui, quando si parla di debito bancario si fa differenza tra lordo e netto e un riferimento per cui, quando non si dice niente, significa lordo e non netto? Se lei sa. Se no dice: "Non lo so".

DICH PANICHI - *Credo di non aver capito bene la domanda del Pubblico Ministero.*

PUBBLICO MINISTERO - È questa la domanda.

DICH PANICHI - *Io ho risposto in base alla metodologia delle banche, quindi la risposta che ho dato in precedenza è quella che deriva dalla metodologia che noi analisti bancari applichiamo giornalmente.*

PUBBLICO MINISTERO - Quindi per lei che cos'è il debito lordo?

DICH PANICHI - *Non ho capito bene se la sua domanda si riferisce, invece, alla metodologia seguita dal team sovrano.*

PUBBLICO MINISTERO - Guardi, le rifaccio la terza volta la domanda. Adesso le leggo la spiegazione, che forse lei conosce meglio di me, data da Standard&Poor's. "Il declassamento riflette - sto leggendo le parole testuali del comunicato stampa tradotto in italiano dalla società - *il declassamento riflette quella che riteniamo una crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante* - given, la parola inglese - *l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario*". A fronte di questo testo, noi abbiamo chiesto: "Il debito del settore bancario in mano ai residenti è dunque elevato? O non è elevato?". Perché dalla mail chiarissima - io non la voglio commentare la sua mail, perché lei ha scritto delle cose con punti esclamativi ed altro, che si commentano da soli - ma, alla luce di quella che è la sua mail, lei ritiene di dover spiegare meglio che lei si voleva riferire al debito lordo o al debito netto? Esiste questa distinzione? Se ne parla tra voi analisti bancari? Perché lei è un analista bancario che è stato chiamato ad interloquire proprio perché era esperto di banche. Allora, lei come esperto di banche, sa che sul debito bancario estero c'è una differenza tra debito netto e debito lordo? E dove se ne parla altrove?

DICH PANICHI - *Allora, da analista bancario so che vi è una differenza tra debito bancario... tra debito estero e debito lordo, in generale. Ripeto, nel caso specifico...*

PUBBLICO MINISTERO - E dove ne parla? Appunto, mi dice un altro luogo, un altro testo, un altro report, un'altra azione di rating in cui si parla di differenza tra debito bancario netto e lordo, quando si tace, per l'appunto come in questo caso, si tace e non si dice qual è l'elevata titolarità di debito lordo o netto? Mi fa un altro esempio? Mi porta un altro caso concreto che possa, diciamo così, comprovare quello che lei dice?

DICH PANICHI - *Ripeto, nella nostra analisi di analisti bancari, noi nei comitati affrontiamo spesso l'argomento indebitamento, su base lorda e su base netta verso l'estero. Ripeto, il punto nel comunicato stampa di cui si sta parlando è relativo all'intero Stato, come abbiamo detto prima, quindi alla somma di Governo, corporates, cioè aziende, banche, tutto quanto. Questo è il concetto. Se poi, signor Presidente, lei vuole, io le posso anche spiegare, per quanto, diciamo, è di mia conoscenza, la metodologia sovrana.*

Omissis:

PUBBLICO MINISTERO - Forse non siete molto attenti, ha parlato di metodologie. Allora chiedo, mi vuole dire qual è il punto, nelle metodologie, che fanno riferimento alla differenza tra debito bancario netto e lordo e me la fa vedere?

DICH PANICHI – Ripeto, io sono...

AVVOCATO ALLEVA – Quali metodologie? Vuole essere preciso lei nella domanda?

PUBBLICO MINISTERO – Alla metodologia bancaria. Non sovrana, bancaria.

AVVOCATO ALLEVA – Che non è in discussione qui, non è in discussione qui.

PUBBLICO MINISTERO – Non voglio che risponda l'Avvocato Alleva, facciamo rispondere al teste.

AVVOCATO ALLEVA – Stiamo parlando di un'altra cosa.

PUBBLICO MINISTERO – Sì, adesso arriveremo a spiegarle tutte queste cose oggi, Presidente.

DICH PANICHI – Posso rispondere, Presidente?

PRESIDENTE – Certo, per quello che sa.

DICH PANICHI – Certo.

PRESIDENTE – In base alle sue competenze.

DICH PANICHI – *Esatto. Noi analisti bancari abbiamo una nostra metodologia. Ripeto quanto detto prima, la nostra metodologia, relativamente alla valutazione del rischio di provvista, prevede una serie di step di analisi. Il primo di questi è dato dall'andare a verificare la misura in cui un sistema bancario si finanzia, a livello domestico, e la misura in cui si finanzia verso l'estero, a livello netto. Dalla risultante di questi due indicatori, sono due ratio con cui noi andiamo a misurare questo elemento, dalla risultante abbiamo, come ho detto prima, uno score, un'ancora, un punto di partenza nella nostra valutazione del rischio di provvista. Quindi, ripeto, indebitamento verso l'estero su base netta e provvista domestica stabile. Dalla combinazione dei due abbiamo uno score, un punto di partenza. Questo punto di partenza, per arrivare al rischio di provvista finale, viene poi alimentato, viene, diciamo, arricchito di alcune considerazioni a valle. Se vuole posso essere più specifico con riferimento a quello che noi abbiamo fatto, quindi il tipo di analisi che abbiamo effettuato nel corso del febbraio 2012, quindi a valle dell'azione sovrana. In quella occasione abbiamo peggiorato lo score sulla provvista delle banche italiane, quella che noi chiamiamo da rischio basso a rischio intermedio, abbiamo una scala da 1 a 6, dove 1 sta per rischio molto basso, 6 sta per rischio estremamente elevato. Quindi, nel caso dell'Italia si era prima di questa azione a 2, rischio basso, si è passati a 3, rischio intermedio. Questo peggioramento lo abbiamo effettuato perché, dopo quella valutazione iniziale che le ho menzionato prima, abbiamo considerato un altro elemento molto importante in quel momento, che era il fatto che le banche italiane avevano perso l'accesso sul mercato dei capitali. E questo è un problema per le banche italiane. È un problema, tuttavia nel contesto in cui siamo, quindi con un indebitamento verso l'estero non molto elevato, come abbiamo detto prima, contenuto, questo è andato a peggiorare il rischio di provvista, ma non così tanto. Quindi abbiamo peggiorato da rischio basso a rischio intermedio. Questo è il tipo di valutazione che abbiamo fatto con riferimento, ripeto, al rischio di provvista sulle banche italiane, in quell'occasione, in quel comitato. E dentro questo tipo di valutazione, vi era anche il riferimento al debito estero delle banche italiane, su base netta.*

PUBBLICO MINISTERO – Senta, lei ha detto, dottor Panichi, che comunque la titolarità estera del debito dell'Italia era elevata. Ho sentito bene?

DICH PANICHI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO - A che debito si sta riferendo?

DICH PANICHI – *Mi sto riferendo al totale...*

PUBBLICO MINISTERO - Titolarità estera del debito dell'Italia.

DICH PANICHI – *Mi sto riferendo al totale del debito sottoscritto fuori dall'Italia.*

PUBBLICO MINISTERO – Quale debito? Bancario o pubblico?

DICH PANICHI – *Debito... posso rispondere?*

PUBBLICO MINISTERO – Sì.

DICH PANICHI – *Debito emesso da governo, quindi Stato, banche, corporates ed altri.*

PUBBLICO MINISTERO – Va bene.

DICH PANICHI – *Ripeto, il totale, che era quello che intendeva l'analista sovrano nel suo comunicato stampa.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi... scusi, perché questa è una cosa da cui adesso partiamo con dei numeri, lei sta dicendo che secondo lei in quel momento, nel gennaio del 2012, l'Italia aveva una elevata titolarità estera di debito, sia pubblico che bancario? Me lo vuole ripetere? Me lo conferma?

DICH PANICHI – *Le confermo che l'Italia, il complesso dell'Italia aveva...*

PUBBLICO MINISTERO – Lo chiamiamo il complesso dell'Italia.

DICH PANICHI – *Totale.*

PUBBLICO MINISTERO – Il totale, cioè tra debito pubblico e debito del settore finanziario, Government Debt e Financial Sector Debt, quello che scrivono loro nel rapporto, è così?

DICH PANICHI – *Sì, è il totale, ripeto, è il totale che comprende anche alcune voci che non erano esplicitate proprio nel comunicato, scritto "corporates", che comunque per l'Italia è una parte non così rilevante, ma è comunque è un totale complessivo di tutto.*

PUBBLICO MINISTERO – Però lei in quella mail è in disaccordo su che cosa?

DICH PANICHI – *Nella mail... il mio punto in quella mail è che dalla frase, una lettura affrettata di un investitore, soprattutto bancario, che era quello che a me premeva, potesse invece...*

PUBBLICO MINISTERO – Capire che cosa?

DICH PANICHI – *Capire che invece era solo... nella frase ci si riferisse solo all'indebitamento estero delle banche. E ripeto, come ho detto prima, non era invece elevato.*

PUBBLICO MINISTERO – Perché, l'indebitamento estero delle banche italiane, era alto o era basso?

DICH PANICHI – *Ripeto, per la nostra metodologia di analisti bancari, l'indebitamento estero delle banche italiane, quindi parliamo su base netta, non era elevato.*

PUBBLICO MINISTERO – Non era elevato? Mi dice il dato? Il numero? Perché dopo glielo dico io.

DICH PANICHI – *Guardi, noi abbiamo una metodologia con dei ratio, quindi quello che all'epoca ho inviato anche all'analista sovereign, era una percentuale che utilizziamo nella nostra metodologia, che fa riferimento a debito verso l'estero e debito estero sul totale, quello che noi chiamiamo System Wide Loans, cioè il totale degli impieghi. Questa percentuale era intorno al 15%, al momento, credo fine 2010, ma ai fini di quella analisi abbiamo considerato questo numero.*

PUBBLICO MINISTERO – Benissimo. Quindi, Presidente, signori Giudici, apprendiamo che la titolarità del debito bancario estero, definito in quel rapporto high, elevata, era il 15%.

AVVOCATO ALLEVA – No, no.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, vuole spiegare, perché se non ho capito... io estraggo i numeri quando lei ha finito di spiegare bene. Da quello che sta dicendo, mi sembra di capire che lei temeva che gli investitori potessero capire, da come era formulata quella frase, che quello che era alto era la titolarità estera del debito bancario. Giusto?

PRESIDENTE – Ripeta.

DICH PANICHI – Ripeto, nel comunicato stampa si intendeva la somma, abbiamo detto prima, di tutto l'indebitamento estero, che è elevato, ripeto, era elevato all'epoca, lo è anche tuttora. Il mio punto era di evitare che un investitore di un titolo bancario, potesse fraintendere e magari dire: "Ma l'indebitamento estero per le banche è elevato", sapendo che in base alla nostra metodologia invece non lo era. Ma l'investitore bancario, allo stesso tempo, sapeva, perché era comune, che il totale dell'indebitamento estero dell'Italia era invece elevato.

PUBBLICO MINISTERO – Lei ha detto, quindi, il debito bancario detenuto all'estero ammontava in quella data al 15% circa.

AVVOCATO ALLEVA – Netto.

DICH PANICHI – Ripeto...

PUBBLICO MINISTERO – Come dice, perché tanto adesso abbiamo i dati qui.

DICH PANICHI – 15% è il ratio tra indebitamento verso l'estero netto e totale impieghi.

(...).

PUBBLICO MINISTERO – E quindi in questo senso, Presidente, faccio un riferimento... ha già detto il teste che quindi il debito bancario italiano in mano estera al 2011 era il 15%, e questo, Presidente, lo acquisiamo come dato, finora non era noto.

DICH PANICHI – Posso rettificare? Io ho detto, lo ripeto per la terza volta, il debito bancario estero netto sul totale degli impieghi era intorno al 15%.

Omissis:

Nel corso del controesame del Panichi il P.M. ha prodotto una tabella riepilogativa dei dati relativi alla esposizione del debito bancario italiano verso l'estero dal 1999 al 2011, comparata con l'esposizione dei debiti bancari di Francia, Germania e Spagna, nello stesso periodo, dalla quale risulta che nel 1999 la quota di debito bancario estera è pari al 14% dell'ammontare complessivo; nel 2000 è pari al 15%; nel 2001 è pari al 15%; nel 2002 è pari al 13%; nel 2003 è pari al 13%; nel 2004 è pari al 13%; nel 2005 è pari al 14%; nel 2006 è pari al 15%; nel 2007 è pari al 17%; nel 2008 è pari al 14%; nel 2009 è pari al 12%; nel 2010 è pari al 12%; nel 2011 è pari al 10% (Fonti OCSE e Banca d'Italia).

Gli altri paesi dell'Eurozona, come Germania, Francia e Spagna hanno tutti un debito bancario estero superiore a quello dell'Italia (nel 2010 per la Francia è pari al 30%; per la Germania è pari al 16%; per la Spagna è pari al 20%)¹⁰¹.

All'esito della produzione documentale del P.M. il teste ha confermato che il debito lordo estero delle banche all'epoca era di circa 600 miliardi, mentre l'esposizione estera netta delle banche italiane non era elevata.

¹⁰¹ Cfr. Tabella riepilogativa e Tavole OECD e Bankit allegate, acquisite (produzione documentale effettuata dal P.M. in udienza).

Quanto al debito pubblico e alle sue caratteristiche, rispondendo alle domande del P.M., il teste ha confermato che la titolarità estera del debito dell'Italia era elevata, mostrando di non essere in grado di riferire in ordine all'ammontare del debito pubblico dei non residenti.

Come risulta documentato dal verbale trascrittivo, il teste, invero, nonostante le specifiche competenze non ha fornito risposte chiare e precise in relazione alle domande che gli sono state poste dal P.M. e dal Collegio, strettamente correlate all'imputazione, in ordine all'ammontare del debito estero e di quello del settore bancario, introducendo dati più complessi di analisi in modo da ingenerare confusione, in linea con la metodologia dei consulenti degli imputati e di S&P:

Omissis:

PUBBLICO MINISTERO – Le chiedo, per poter dire che tutto il debito in mano all'estero era alto, siccome abbiamo visto che quello bancario è il 10%, quello pubblico è il 40%, meno di quello di altri Paesi dell'Eurozona, a che numeri si sta riferendo lei quando dice che era alto il debito italiano in mano estera?

PRESIDENTE – Finita la domanda?

PUBBLICO MINISTERO – Sì, c'è un punto interrogativo grande quanto una casa, Presidente.

DICH PANICHI – Posso rispondere?

PRESIDENTE – Prego.

DICH PANICHI – *In questo caso cerco di indossare gli abiti dell'analista sovrano. Anche qui abbiamo una metodologia, e una metodologia molto chiara, e per valutare il rischio estero quello che la società fa è di considerare, ripeto, il totale dell'esposizione verso l'estero su base netta, in questo caso, e lo si rapporta alle entrate di parte correnti. Questo, nella metodologia del sovrano è quello che dicevo prima per le banche, l'ancora, il punto di partenza per valutare il rischio estero. Ebbene, questo ratio per l'Italia era superiore al 200%, e nella griglia della metodologia sovrana, questo corrispondeva ad uno rischio piuttosto elevato, se ricordo bene era uno score di 4, piuttosto elevato. Per completare l'analisi che i miei colleghi hanno fatto a livello sovrano, quindi oltre a questa valutazione, vi erano poi altri fattori di aggiustamento. Uno positivo, che veniva fatto, che considerava la ricchezza, e comunque vi è in Italia per quanto riguarda, diciamo, soprattutto le famiglie; due, invece, in negativo. Il primo, che considerava il fatto che vi era tensione sui mercati interbancari in quel momento. Abbiamo detto prima che le banche italiane non facevano... non riuscivano ad accedere ai mercati. Il secondo aggiustamento negativo era dovuto al fatto che l'indebitamento a breve termine su base lorda dell'Italia era superiore al 100% delle entrate correnti nella bilancia dei pagamenti, che è un altro ratio che viene menzionato. Quindi, alla luce di questo otteniamo uno score estero per l'Italia, che era pari, se ricordo bene, a 5, su una scala da 1 a 6. Quindi, piuttosto elevato come rischio. Questo solo per ricostruire, per quanto io ne sono a conoscenza, in base alla mia conoscenza della metodologia del sovrano, quello che era successo, il tipo di ragionamento che aveva fatto l'analista all'epoca.*

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io ho fatto anche un altro approfondimento, cercando di approfondire, cercando su una banca dati, la World Banking, cioè la Banca Mondiale e di lì, Presidente, ho estratto, anche lì comparativamente, i numeri di raffronto tra la quantità di debito pubblico detenuto da residenti e non residenti ed ho predisposto per voi una tabella che porta un confronto di dodici... dal 2009, al 2011, fino a dicembre 2011

perché il downgrade è di inizio 2012, tra Italia, Stati Uniti, Gran Bretagna e Spagna. Come voi potrete rilevare, la quantità di debito pubblico in mano ai non residenti di questi quattro Paesi, è sostanzialmente sempre la stessa. L'Italia porta come non residenti il 37% addirittura, immaginate, quel dato che vi ho dato, Banca d'Italia, era riferito, come c'è scritto al 2010. Nel 2011 scende addirittura, siamo al 37%; gli Stati Uniti 36,6%; UK, Gran Bretagna 33%; Spagna 32%. Quindi un sostanziale, diciamo così, un allineamento di quantità di debito pubblico in mano a soggetti non residenti. Vi consegno quindi, anche qui, la videata con tutti i passaggi che sono stati effettuati sulla World Bank, voi potete andare sul sito, cercate "Country", ovviamente dovrete avere un po' di padronanza con l'inglese, ma non è per nulla difficile, ripeto, ci sono riuscito io, quindi ci potrete riuscire sicuramente voi. Io vi do questi dati e passo ad un'altra domanda.

AVVOCATO GOLINO – Non abbiamo capito qual era la domanda qui.

PUBBLICO MINISTERO – La domanda è se lei conosceva i dati della World Bank e se la World Bank è una banca dati a cui voi attingete.

DICH PANICHI – Io, analista bancario, normalmente non uso la World Bank come base dati.

Omissis:

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – (...). Però io, scusi se interrompo, perché il Pubblico Ministero ha fatto riferimento prima al debito estero e lei ci ha risposto sul rischio estero, che è una cosa diversa dal debito. Le ha chiesto di commentare la locuzione "debito estero" e lei rimanda al rischio estero, che è un dato più complesso di analisi, no? Quindi, una sua valutazione sui dati del Pubblico Ministero relativi al debito estero, non al rischio estero, che è cosa diversa, sarebbe opportuna.

DICH PANICHI – *Le ho già detto prima...*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – No, non ha risposto su questo.

DICH PANICHI – *Posso?*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Quello complessivo anche, sovrano.

DICH PANICHI – *Sì, come dicevo prima, il debito estero entra nella valutazione più complessiva del rischio verso l'estero perché, come dicevo, è l'ancora, quella che noi chiamiamo anchor, quindi noi facciamo un rapporto, metodologia sovrano, tra il totale del debito estero di un Paese...*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Questo ci è già chiaro, dottor Panichi...

PRESIDENTE – Ma lei lo può scorporare?

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Il Pubblico Ministero le ha detto...

DICH PANICHI – Ma noi...

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Un attimo, mi ascolti. Il Pubblico Ministero le ha detto che la locuzione usata, se la può riportare esattamente, nel comunicato...

PUBBLICO MINISTERO – Certamente, vengono usate queste parole nel comunicato.

AVVOCATO ALLEVA – In inglese, però.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Dal comunicato italiano.

PUBBLICO MINISTERO – No, uso le parole di Standard&Poor's, perché Standard&Poor's ha pubblicato...

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Un testo ufficiale italiano, è chiaro, l'aveva detto prima.

AVVOCATO ALLEVA – Che però non è capo di imputazione, per le ragioni che conosciamo, quindi io vorrei...

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io leggo quello in inglese e quello in italiano.

AVVOCATO ALLEVA – Quindi io vorrei che sia chiaro...

PUBBLICO MINISTERO – Quello in inglese “*Given the high foreign ownership of its government and financial sector debt*”. Tradotto da Standard&Poor's, “Dato...”, la famosa crescente vulnerabilità: “*Stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e del debito del settore finanziario*”.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - Non del rischio estero.

PRESIDENTE – Debito.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Si parla di debito, quindi non rimandiamo a concetti che sono estranei, sono più complessi.

DICH PANICHI – Sì, però come dicevo prima, noi quando quantifichiamo la rilevanza del debito, lo facciamo in termini relativi. Le faccio un esempio, l'Italia ha un certo importo di debito estero, ha un Paese con un certa dimensione; Cipro è un Paese che ha una dimensione molto più piccola.

PRESIDENTE – Sì, ma questo è chiaro, però...

DICH PANICHI – Io, per relativizzare l'entità del debito estero, lo devo fare con riferimento alle entrate di partite correnti, questo mi dice la mia metodologia. Poi, signor Presidente, ripeto, noi seguiamo la nostra metodologia. Se il Pubblico Ministero ha una critica alla metodologia che Standard&Poor's applica a tutti gli Stati, a tutto il mondo, perché noi abbiamo un'unica metodologia per tutti gli Stati, be', questo non so, dovrebbe vederlo con Standard&Poor's. Però stiamo parlando di una cosa diversa. Cioè, noi la metodologia la applichiamo a tutti gli Stati.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, prendiamo atto.

DICH PANICHI – Ed è la stessa. Quindi, signor Giudice, per quantificare la rilevanza del debito estero, noi utilizziamo un ratio, perché non è possibile farlo semplicemente con un valore assoluto. Questo è molto importante.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, Presidente, parlano i numeri per noi, della Banca d'Italia, dell'OCSE e della Banca Mondiale. Ma voglio andare incontro...

PRESIDENTE – Nel comunicato il riferimento, come dice il collega, al debito, “alto debito”.

PUBBLICO MINISTERO – Alto debito nelle mani estere, pubblico e bancario, pubblico e finanziario.

PRESIDENTE – Allora, lei quel dato ce lo può scorporare? Qual era? Quello è il punto. Lasci stare...

DICH PANICHI – Lei dice il valore assoluto?

PRESIDENTE – Sì.

DICH PANICHI – Ripeto, il valore assoluto possiamo calcolarlo, adesso qua ognuno ha il numero, semplicemente a ritroso, partendo da...

PRESIDENTE – E be', e non è in grado di calcolarlo?

DICH PANICHI – Qui no.

PRESIDENTE – Non l'ha mai calcolato? Non l'ha fatta mai questa verifica?

DICH PANICHI – Io sto facendo... sono in prestito, diciamo, sto rispondendo ad una domanda che dovrebbe essere data ad un analista sovrano. Però mi presto...

AVVOCATO ALLEVA – Poi ce ne sarà uno dopo.

PRESIDENTE – Ma è in grado di farlo?

DICH PANICHI – *Be', sono in grado di farlo, fino ad un certa punto. Il mio lavoro è soprattutto sulle banche. Però mi presto a questa attività di education per la Corte, però ripeto, poi sui numeri concreti, possiamo farlo, credo che non ci sia problema a ricavare questi numeri assoluti.*

PRESIDENTE – E quali sarebbero?

DICH PANICHI – Possono essere dati in un secondo momento, io in questo momento non riesco a quantificare.

PRESIDENTE – Non è in grado.

Omissis;

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, vado avanti...

DICH PANICHI – *Se posso rispondere, allora, avevo detto prima che era 200% delle entrate correnti.*

PRESIDENTE – Provi a ricavare.

DICH PANICHI – *Quindi quello che basta fare è moltiplicare le entrate correnti per 200% e otteniamo il valore assoluto. Purtroppo io non ho qui il dato sulle entrate correnti, però essendo un dato pubblico, si può ottenere tranquillamente, questo voglio dire.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – No, ma io voglio capire su questo, perché questo è un dato importante. C'è questa espressione, se la riporta nuovamente, scusi, perché non ho il testo... per comodità.

PUBBLICO MINISTERO – *“Stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario”.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Quindi questo secondo lei è un dato relativo? Cioè, che ognuno può calcolare a modo suo?

DICH PANICHI – *No, relativo vuol dire che è ...*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Siccome è una comunicazione per il pubblico quella...

PUBBLICO MINISTERO – Ma questo è il declassamento di due gradini, signor Giudice.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – E sì, un attimo, però è una comunicazione rivolta a tutti.

DICH PANICHI – *Relativo vuol dire che è il rapporto tra numeratore e denominatore.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – No, quel dato come deve essere letto? È un dato che è oggettivo?

DICH PANICHI – *Per la nostra metodologia è oggettivo.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Quindi è oggettivo per voi?

DICH PANICHI – *Certo.*

Omissis.

Quanto ai punti di forza del sistema bancario italiano all'epoca del doppio *downgrade* dell'Italia e alla la metodologia utilizzata per determinare il *rating* delle banche, il teste solo dopo un tortuoso percorso - in presenza di reiterate e sterili opposizioni del Collegio dei difensori all'esame del P.M. - ha ammesso che nel mese di novembre del 2011 lo *score* che egli stesso aveva attribuito al sistema bancario italiano, era pari a 3, in una scala da 1 a 10, dove 10 indica il punteggio più basso, con maggior rischio e 1 indica il punteggio più alto con rischio minore - indice di maggiore rischio - secondo il metodo BICRA (*Banking Industry*

Country Risk Assessment), indicatore di riferimento per la valutazione dei rischi del settore bancario di S&P¹⁰².

Il teste ha ammesso, inoltre, che all'epoca l'atteggiamento del Governo nei confronti delle banche era di tipo *supportive* e, dunque, positivo.

Ha ammesso, infine, che in soli quindici anni alle dipendenze di S&P, da *associate* alla fine del 2001 aveva assunto la qualifica di *senior director* e ancor prima quella di *associate director* e di *director*:

omissis;

PUBBLICO MINISTERO – Andiamo avanti perché adesso vediamo la loro metodologia. Senta Panichi, nel 2011 il sistema bancario italiano era in buona salute?

DICH PANICHI – *Non proprio. Diciamo che vi erano, se posso qualificare meglio la mia risposta, alcuni punti di forza del sistema bancario...*

PUBBLICO MINISTERO – Un attimo soltanto che non la stanno ascoltando. Quindi lei dice che il sistema bancario italiano nel 2011 non era in buona salute.

DICH PANICHI – *Vi erano alcuni punti di forza delle banche italiane, ma in quel momento stava emergendo, anzi stavano emergendo tre fattori nuovi che ci preoccupavano. Il primo l'ho menzionato prima, che era il fatto che il mercato dei capitali...*

PRESIDENTE – Lei un momento fa ha detto che quando si fa la valutazione, ci si riferisce a quello che è avvenuto un attimo prima, no? Per avere dei dati certi. Adesso ci parla di prospettiva. Ci faccia capire.

DICH PANICHI – *No, no, le dico le considerazioni che facevamo all'epoca, su dati comunque storici, certamente. Allora, il problema è che il mercato dei capitali si era chiuso, ed era un dato storico, diciamo, nel senso che se erano chiuse, le banche non potevano più accedere al mercato. Questa è una prima considerazione. La seconda considerazione che ci preoccupava era il fatto che lo spread, a livello di debito sovrano, era aumentato parecchio. Le spiego perché questo era un fattore di preoccupazione. Quando in un Paese aumenta lo spread, questo non vuol dire che solo il costo di indebitamento per il Governo è elevato. Purtroppo si trasmette anche alle banche, ma soprattutto si trasmette all'economia reale, quindi alle aziende, e anche alle famiglie quando fanno un mutuo. E questo per noi è un problema perché poteva impattare sulla redditività delle banche italiane. Dico questo perché nel comitato poi di febbraio non abbiamo considerato questo aspetto, per peggiorare su un altro fattore di rischio, comunque la view sulle banche italiane. Vi era un terzo aspetto che ancora abbiamo considerato, sin dalla fine del 2011, da ottobre del 2011, ed è il fatto che l'Italia stava smettendo di crescere. Noi non lo sapevamo ancora, parlavamo di crescita ridotta. In realtà, nell'ultimo trimestre del 2011 l'Italia era già entrata in recessione. Ma noi, non avendo ancora visto i numeri, continuavamo a parlare di crescita che rallenta. Ora, questo è un dato molto preoccupante per le banche, e lo*

¹⁰² Cfr. *Banks: Rating Methodology And Assumptions*, Nov. 9, 2011, prodotto dal P.M. alla stessa udienza.

Solo in epoca successiva all'abbassamento del rating sul debito sovrano italiano del 13 gennaio 2012, infatti, per la relazione esistente tra le valutazioni sulle istituzioni finanziarie e la loro Sovranità (declassata a "BBB+"), il 10 febbraio del 2012 è stata effettuata la revisione del *Bank Industry Country Risk Assessment* (BICRA) per l'Italia a Gruppo 4 da Gruppo 3, effettuata nella precedente valutazione a novembre del 2011 dal *primary analyst* Renato Panichi.

vediamo soprattutto oggi come conseguenza ultima, perché se un Paese smette di crescere, vuol dire che le aziende fanno fatica a fare profitti, vuol dire che i crediti problematici delle banche, aumentano. Purtroppo, devo dire, questo problema iniziava a nascere alla fine del 2011, e sarebbe continuato, ahimé, fino al 2015. Quindi qui stanno le tre aree che abbiamo considerato, cioè i tre fattori che abbiamo considerato in quel periodo. Dico periodo, orientativamente tra settembre 2011 e febbraio/marzo 2012. Poi ripeto, questo fattore in realtà è continuato anche nei mesi e negli anni a venire.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io adesso provo a dimostrarvi come il teste sta dando indicazioni false, assolutamente...

(...).

PUBBLICO MINISTERO – Per sollecitarvi, dopo che vi produrrò dei dati adesso, ad ammonire il teste sulle responsabilità conseguenti a falsa testimonianza. Se mi date il tempo, e se non vi allarmiamo, posso procedere...

AVVOCATO ALLEVA – No, non ci allarmiamo, però non si fa così.

PUBBLICO MINISTERO - ...con le contestazioni.

AVVOCATO ALLEVA – Perché questo è intimidatorio nei confronti del teste.

PRESIDENTE – Farà le contestazioni.

DICH PANICHI – *Posso fare una premessa prima di...? Tutto quello che le ho detto non è una mia opinione personale. È scritto in due o tre comunicati stampa, che noi abbiamo pubblicato sul sistema bancario italiano, ed è il risultato di un comitato che ha valutato. Ci tengo a precisarlo perché sembra quasi che è una mia opinione personale.*

PUBBLICO MINISTERO – No, no, adesso vedremo quello che lei ha scritto sull'Italia, perché glielo mostrerò. Presidente, tanto per cominciare, questa estate ho letto un articolo molto interessante sul Corriere della Sera, in cui un certo professor Monti, che noi abbiamo sentito in quest'aula, parlando e accusando l'attuale premier di fare delle accuse sbagliate sul sistema bancario – ho estratto questo articolo del 2 agosto 2016 – dichiara: “A parte MPS, per il quale intervenimmo, il sistema bancario italiano nel 2011 non presentava particolari problemi e non domandava aiuti”. Vi voglio ricordare, Presidente, che Monti dichiarò in quest'aula che quel rapporto di Standard&Poor's sul downgrade l'avrebbe potuto scrivere lui. E quel rapporto parlava di elevata titolarità estera del debito bancario e finanziario, e qui Monti dichiara: “Il settore bancario non aveva problemi nel 2011”. (...).

Omissis.

PUBBLICO MINISTERO – La domanda dunque era: lei questa estate ha letto quell'articolo in cui si parlava di un 2011 come un anno in cui il sistema bancario italiano, che lei professionalmente trattava come analista, era un sistema che non dava problemi e non richiedeva aiuti?

DICH PANICHI – *Non ho letto l'articolo e non mi sorprende delle dichiarazioni di politici, comunque.*

PUBBLICO MINISTERO – E' un politico Monti?

DICH PANICHI – *Che io sappia è un senatore.*

(...).

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, vado avanti perché mi devo avvicinare a quella frase che ho detto prima, di cui mi prendo tutte le responsabilità. Scusi Panichi, avete per caso una classifica che dice i sistemi bancari dei vari Paesi come stanno messi? Chi sta bene e chi sta male?

DICH PANICHI – *Abbiamo un indicatore sui sistemi bancari che si chiama BICRA.*

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, riconosce questo documento del 9 novembre 2011? Presidente, anche qui mi sono divertito a casa, mi sono messo sul sito e ho scaricato un po' di roba.

AVVOCATO ALLEVA – E' prodotto?

PUBBLICO MINISTERO – Volevo sapere se questo documento lei lo conosce. Sto mostrando, estratto dal sito Standard&Poor's, un documento datato 9 novembre 2011 intitolato "Banks rating methodology and assumptions", lei lo conosce questo documento?

DICH PANICHI – *Lo conosco, è la metodologia che viene usata per determinare il rating delle banche.*

PUBBLICO MINISTERO – Seconda domanda, dopo lo produco. Qual era il rating delle banche italiane un mese prima del vostro downgrade?

DICH PANICHI – *A quale downgrade si riferisce?*

PUBBLICO MINISTERO – Quello del 13.1.2012. Lei è un analista bancario, dovrebbe conoscerlo.

DICH PANICHI – *Sì, sono passati anche cinque anni.*

PUBBLICO MINISTERO – Adesso le rinfresco la memoria io.

DICH PANICHI – *Credo che sia intorno... che era nella categoria A, spostato poi alla categoria tripla B. Mi sto riferendo al rating delle banche che io seguivo, quindi Unicredit e Banca d'Italia.*

PUBBLICO MINISTERO – No, io le ho fatto un'altra domanda, non le banche che seguiva lei, sappiamo chi erano le banche. Le ho chiesto il metodo BICRA è un metodo che dava un punteggio da 1 a 9, dove 1 è il voto più alto, come ci insegna il professor Panizza e 9 è voto più basso ai sistemi bancari dei vari Paesi del mondo.

PRESIDENTE – Non a due banche.

PUBBLICO MINISTERO – Non a due banche, al mondo. Nel mondo il sistema bancario italiano da 1 – punteggio massimo – a 9 come stava messa l'Italia?

DICH PANICHI – *Posso rispondere?*

PRESIDENTE – Certo.

DICH PANICHI – *Solo per dire, il documento che mi ha mostrato il Pubblico Ministero non ha a che fare con il BICRA. È la metodologia per determinare il rating delle banche. Mi scuso se sono un po' pignolo, però per me è importante precisare. Quindi ora sta facendo riferimento al BICRA, che è un'altra cosa. Il BICRA è un'analisi, come dicevo prima, dei sistemi bancari. Il sistema bancario italiano era messo prima della crisi finanziaria relativamente bene; ha subito un peggioramento importante in occasione di settembre 2011, in occasione di febbraio 2012.*

PUBBLICO MINISTERO – No, non ci interessa febbraio 2012. Senta Panichi, lei mi deve fare la cortesia che deve rispondere a domande precise.

AVVOCATO ALLEVA – Ha risposto, ha risposto.

PUBBLICO MINISTERO – Io le ho chiesto: sapeva che voto aveva il 30 novembre 2011, quindi prima del 13.1.2012, quando lei si ribellò a quel downgrade con quella mail, sapeva al 30.11... non faccia quella faccia stranita.

DICH PANICHI – *Mi attribuisce...*

PUBBLICO MINISTERO – Che punteggio aveva il sistema bancario italiano? Sì o no?

PRESIDENTE – Dica, è un teste qualificato.

PUBBLICO MINISTERO – Perché sta qui la graduatoria.

PRESIDENTE – Allora, risponda, però cerchi di rispondere alle domande.

DICH PANICHI – *Sapevo lo score del sistema bancario italiano.*

PUBBLICO MINISTERO – Che score era?

PRESIDENTE – Qual era?

DICH PANICHI – *Era uno score di 3, credo.*

PUBBLICO MINISTERO – Era buono! 3! È buono!

DICH PANICHI – *Dipende sempre...*

PUBBLICO MINISTERO – Ah, dipende pure qua?

DICH PANICHI – *Dipende con chi lo confronta.*

PUBBLICO MINISTERO – Adesso dimostro, Presidente...

PRESIDENTE – Quindi lo score era 3?

DICH PANICHI – Lo score era 3 prima dell'abbassamento, signor Presidente.

PRESIDENTE – Ovvero? A novembre del 2011, abbiamo detto, è così?

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, vi produco un documento adesso, che è del 30 novembre 2011, anche questo mi sono divertito ad estrarlo dal sito di Standard&Poor's.

PRESIDENTE – Va bene, li firmi tutti.

PUBBLICO MINISTERO – In cui c'è "Standard&Poor's BICRA scores for selected countries". E qui abbiamo, Presidente, la indicazione – in effetti Panichi ci ha azzeccato – del punteggio 3.

PRESIDENTE – 3.

PUBBLICO MINISTERO – Da 1 a 9. 3 viene definito anche con una locuzione, tipo "supportive"?

DICH PANICHI – Supportive è un'altra cosa, indica l'atteggiamento del governo...

PUBBLICO MINISTERO – Io produco questo documento.

DICH PANICHI – Indica l'atteggiamento del governo a supporto delle banche in un sistema bancario. Non ha a che fare con i ratio.

(...).

PRESIDENTE – ... ha detto che era 3, coincide con quello che c'è nel documento, però stava specificando.

PUBBLICO MINISTERO – Presidente...

PRESIDENTE – Un attimo. Continui la risposta. Stava dicendo...

DICH PANICHI – *Volevo dire che la qualificazione "supportive" non stava ad indicare quanto il sistema bancario è forte oppure no, indicava se dal nostro punto di vista il governo, in caso di crisi elevate...*

PRESIDENTE – Dovevano intervenire con misure a favore delle banche.

DICH PANICHI – *Poteva intervenire oppure no, esatto.*

PRESIDENTE – E là, in quella situazione, c'erano i presupposti per intervenire oppure no?

DICH PANICHI – *No, l'aggettivo supportive sta ad indicare che in una ipotetica situazione di crisi, noi riteniamo che il governo possa intervenire. Dico questo perché all'epoca, quando abbiamo effettuato questa valutazione, vi erano alcuni sistemi bancari per i quali eravamo incerti se il governo potesse intervenire. Le faccio l'esempio, quello che hanno fatto gli Stati Uniti con Lehman Brathers. Quindi la nostra è una valutazione, quando si considerava il sistema bancario, al di là dei punti di forza, al di là dei punti di debolezza, qual è l'atteggiamento del governo. Questo è importante perché poi questo atteggiamento del governo, quando andiamo a determinare i rating delle banche, può determinare quello che noi chiamiamo uplift, cioè un*

incremento del rating, perché questo favorizza un eventuale supporto da parte del governo. Ed era abbastanza comune in alcuni Paesi anglosassoni, che avevano un rating governativo piuttosto elevato.

PRESIDENTE – Ma per noi c'era questa situazione, per l'Italia?

DICH PANICHI – *Noi consideravamo l'atteggiamento del governo italiano supportive, in base al rating dell'Italia, al rating delle principali banche, questo non era un fattore rilevante perché i rating erano più o meno allo stesso livello. Ma poteva essere invece rilevante per banche che erano in una situazione di maggiore difficoltà, rispetto alle grandi, alle più forti che conosciamo.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi, mi scusi Panichi, perché io non l'ho afferrato questo concetto. Per voi supportive significa? Che il governo?

DICH PANICHI – *Supportive significa che in caso di crisi noi crediamo che il governo possa intervenire ad aiutare la banca. Abbiamo tre qualificazioni, supportive, non supportive, uncertain.*

PUBBLICO MINISTERO – Qual è la migliore di queste situazioni?

PRESIDENTE – Supportive?

DICH PANICHI – Non userei la parola migliore, perché non stiamo parlando di gradazione, qui stiamo parlando di propensione del governo ad intervenire.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, Presidente...

DICH PANICHI – *Dico questo perché c'erano alcuni sistemi bancari in cui magari il governo era in un atteggiamento un po' ambiguo, ma i rating delle banche potevano essere invece già elevati.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – In questo caso era positivo l'atteggiamento. Era positivo? È un fattore positivo questo?

DICH PANICHI – *Se il rating del governo è elevato, può essere un fattore positivo sul rating delle banche, certo.*

PUBBLICO MINISTERO – Senta, le leggo una frase: "The BICRA for Italy is group 3, according to our criteria". Che vuol dire?

PRESIDENTE – Da dove l'ha letta?

PUBBLICO MINISTERO – Lo devo dire dopo.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Lo facciamo tradurre intanto, per il verbale?

PUBBLICO MINISTERO – Sì, esatto.

DICH PANICHI – Significa semplicemente...

PUBBLICO MINISTERO – "The BICRA for Italy is group 3, according to our criteria".

PRESIDENTE – Il teste lo traduce, che conosce l'inglese.

PUBBLICO MINISTERO – Cosa vuol dire?

DICH PANICHI – *Vuol dire che la valutazione che si attribuiva al sistema bancario italiano è 3, in base alla nostra metodologia.*

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, queste parole le ha scritte lui.

DICH PANICHI – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Produco, Presidente, perché, ripeto, potevo immaginare che ci potesse essere qualche opposizione in ordine all'acquisizione di quel documento che adesso si è fotocopiato, in cui c'è una tabella riepilogativa che fa anche dei confronti con i vari altri Paesi, no? I country selezionati. Allora io vi produco il rating che il Renato Panichi il 29 novembre 2011, quindi quarantacinque giorni prima che lui

scrivesse quella famosa mail, elaborava su Unicredit. Anche questo mi sono divertito ad estrarlo dal sito di Standard&Poor's. Chiedo scusa, per essere sicuro, io ho letto alla fine "Primary credit analyst, Renato Panichi", è lei quello? O ci sono altri Panichi Renato che lavorano per Standard&Poor's?

DICH PANICHI – *Credo solo io.*

PUBBLICO MINISTERO – E' lei. Chiedo di produrre questo documento, non a firma, ma, diciamo così, di provenienza del teste.

Omissis;

PRESIDENTE – Lei deve dire la verità.

DICH PANICHI – *Certo.*

PRESIDENTE – *Ha giurato e quindi io la sto ammonendo, si deve regolare. Questi sono dei dati, ci sono documenti d'altro canto, che lei riconosce in parte, i dati numerici sono quelli.*

DICH PANICHI – *Certo.*

PRESIDENTE – Il Pubblico Ministero le chiede, le fa delle domande e lei con calma risponde, sul presupposto che ha giurato ed è teste del Tribunale...

DICH PANICHI – *Certo.*

PRESIDENTE – ... dal momento che l'abbiamo ammesso, E cerchi di non tergiversare. Già il collega prima, in maniera più elegante di me, le ha fatto notare che lei svicola. Non deve svicolare, prima deve rispondere in maniera secca e poi deve spiegare (...).

PUBBLICO MINISTERO – Ultima domanda, proprio l'ultima, chiedere dunque al dottor Panichi se quindi ricordava quella valutazione di 3 come score nel metodo BICRA come country dell'Italia, non mi riferisco alla singola banca, quando le fu sottoposto per interlocuzione da prassi, come ha detto lei, il downgrade del gennaio del 2012. Lei prese in considerazione in quel momento che lei un mese e mezzo prima aveva dato un punteggio alto al sistema bancario italiano?

DICH PANICHI – Posso rispondere?

PRESIDENTE – Prego.

DICH PANICHI – *Confermo che lo score dell'Italia e del sistema bancario italiano era 3, e confermo anche che noi eravamo già al lavoro al momento del... anche prima del declassamento del rating sovrano, da rivedere la nostra valutazione sul sistema bancario italiano, che è avvenuta da lì a qualche giorno.*

PUBBLICO MINISTERO – Al momento non ho altre domande.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Lei lavora ancora in Standard&Poor's?

DICH PANICHI – *Certo.*

PRESIDENTE – Da quanto tempo ci lavora?

DICH PANICHI – *L'ho detto prima, quindici anni circa.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA - Ha sempre avuto gli stessi incarichi, cioè incarichi dello stesso livello in Standard&Poor's? Deve dire la verità su questo.

DICH PANICHI - Nei primi undici anni mi sono occupato di banche.

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Sono incarichi dello stesso livello? Lei li ha enunciati prima i suoi impegni in Standard&Poor's.

DICH PANICHI – *Intende grado?*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – SI.

DICH PANICHI – *No, il grado è evoluto nel tempo.*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – E' evoluto nel tempo. Quindi guadagna più oggi rispetto a prima?

DICH PANICHI – *Si.*

PRESIDENTE – Vuole dire i gradi?

DICH PANICHI – *I gradi, noi abbiamo...*

PRESIDENTE – No, i suoi. Lei quando è entrato, è entrato in Standard&Poor's quando?

DICH PANICHI – *Sono entrato in Standard&Poor's come associate, oggi sono...*

PRESIDENTE – Quando?

DICH PANICHI – *Fine 2001. Oggi sono senior director.*

PRESIDENTE – Che livello? Quanti livelli...?

DICH PANICHI – *Abbiamo associate, associate director, director e senior director. Quindi ci sono tre scatti.*

PRESIDENTE – Tre scatti.

DICH PANICHI – *In quindici anni.*

Omissis.

In sede di riesame a domanda dell'avv. Alleva, il teste ha confermato che l'impedimento era relativo alla partecipazione al comitato, precisando che gli analisti, anche se partecipano alla *conference call*, non hanno diritto di voto in un comitato *sovereign*.

Il documento prodotto dal P.M. era relativo all'attribuzione del *rating* alle banche e la valutazione del rischio Paese del settore bancario italiano in base alla metodologia BICRA (*Banking Industry Country Risk Assessment*) era stata "rivista a ribasso dal gruppo 2 al gruppo 3 (della scala; n.d.e.), a causa dell'accresciuto rischio economico per i maggiori costi di provvista".

La percentuale del debito, di cui la titolarità era all'estero, era sempre da riportare all'ammontare complessivo del debito complessivo del governo e, quindi, al debito sovrano.

Ebbene, è stato già in precedenza sottolineato che un aumento del rischio sovrano si ripercuote negativamente sul costo e sulla disponibilità di finanziamenti alle banche attraverso molteplici canali, come risulta documentato dai rapporti di Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria e, nello specifico per quanto attiene ai fatti in esame, nel rapporto n. 2 del novembre del 2011, più volte richiamato.

Del resto la circostanza che S&P abbia abbassato lo *score* per il sistema bancario Italiano da Group '3' a Group '4' nel mese di febbraio del 2012 conferma gli effetti negativi del declassamento del debito sovrano sul sistema bancario, inserendosi in quella nefasta prociclicità determinata dalle azioni di *rating*, generalmente intese.

Abilmente, dunque, e in linea con la strategia difensiva, supportata dai consulenti di parte, come emerge dal verbale di udienza, il *primary credit analyst* Renato Panichi - che ha

mentito persino sull'ammontare dei titoli di stato che egli deteneva all'atto del doppio declassamento dell'Italia il 13 gennaio del 2013, per tacere sul conflitto di interesse in cui egli versava - ha tentato di spostare l'accento sui *Criteria* e sulla *Methodology* specifiche di S&P per valutare il rischio Paese del settore bancario (BICRA) relativo all'Italia, "*Revised To Group '4' from Group '3' On Weakening Economic And Banking Industry Conditions*" solo in data 10 febbraio del 2012 e, dunque, dopo il declassamento del precedente 13 gennaio.

Risultando acclarato che S&P, nel valutare il rischio Paese relativo all'Italia prima di abbassare i rating sovrani, aveva attribuito all'Italia il punteggio '3' nella scala da 1 a 10¹⁰³, è fondato ipotizzare, che la vera ragione per cui nel RSR e nelle conclusioni del Comitato dell'11 gennaio del 2011, contenute nel RPM Report non sia stato individuato nessun fattore di rischio in relazione al "*financial sector debt*", sia costituita proprio dal fatto che il debito del settore bancario era contenuto e non costituiva fattore di rischio, posto che i due fattori di correzione negativi che hanno trovato applicazione riguardano uno la "valuta attivamente contrattata con disavanzo delle partite correnti superiore al 10 o al 20% delle entrate correnti o con debito a breve > 100% delle entrate correnti" ("*Actively traded currency with CA deficits above 10% or 20% CAR or with external > 100% CAR*") e, l'altro, il "rischio di rapido deterioramento del mercato" ("*Risk of rapid market deterioration*"), come risulta dal *Ratings Summary Record* acquisito.

Il riferimento anche all'elevato debito estero del "*financial sector debt*" compare nel primo RU sull'Italia e nel *media release* correlato, per essere eliminato dal RU già comunicato ai mercati, dopo l'intervento di Panichi.

Neppure il *Rationale* contiene uno specifico riferimento al debito estero del settore bancario e al rischio Paese del settore indicato, rivisitato solo il 10 febbraio del 2012 con nuovo BICRA sull'Italia e azioni di rating prevalentemente negative sulle banche italiane oggetto di rating da parte di S&P, non richiamato neppure nel *BICRA Revisited*, in cui l'accento sui punti di debolezza del sistema bancario è posto sugli "*squilibri economici*" dell'Italia, "*una delle principali componenti del punteggio, da 'rischio basso' a 'rischio intermedio', secondo la definizione di tali termini di cui ai nostri criteri*" e sull'affidabilità creditizia delle banche italiane:

¹⁰³ A sostegno della tesi che il Tribunale intende affermare, ovvero che la valutazione BICRA segue al declassamento, va rilevato che S&P era già intervenuta seguito al primo downgrade del 19 settembre 2011, il 18 ottobre dello stesso anno, comunicando il declassamento del BICRA (Bank Industry Country Risk) dell'Italia, portandolo da 2 a 3 (secondo una scala dove 1 equivale al migliore punteggio).

“... Riteniamo che la maggiore vulnerabilità dell'Italia verso il finanziamento esterno possa costituire un rischio per la sostenibilità della sua bilancia dei pagamenti. L'aggravamento dei problemi di natura politica, finanziaria e monetaria nell'Unione Economica e Monetaria (UEM o Eurozona) stanno, a nostro avviso, esacerbando i vincoli di provvista esterna per i settori pubblici e privati italiani. I costi di finanziamento esterno dell'Italia hanno subito una decisa impennata negli ultimi mesi e potranno restare elevati per un lungo periodo fintanto che il governo e le banche non ridurranno progressivamente i finanziamenti transfrontalieri. Riconosciamo tuttavia che gli squilibri nei prezzi degli attivi e nella costituzione della leva finanziaria si attestano in Italia ad un livello basso. A nostro avviso, tali fattori giocano un ruolo decisivo sull'affidabilità creditizia delle banche italiane”.

Nel *Razionale* della BICRA, inoltre, è stato sottolineato che il rischio di “*provvista sistematica*” per le banche italiane fosse “*cresciuto, principalmente per effetto degli effetti della crisi del debito sovrano in Europa*” e della necessità per le banche italiane di ricorrere ai finanziamenti della BCE per ottenere liquidità, evitando “*una stretta creditizia a livello nazionale*”.

E' significativo, inoltre, che nel *Razionale* BICRA, nel sottolineare il ricorso contenuto delle banche italiane alla provvista all'ingrosso a livello nazionale o transnazionale, è stato evidenziato che il fattore indicato compensa in qualche misura le preoccupazioni circa “*la provvista sistemica. I principali depositi di clienti del sistema bancario (incluse le obbligazioni collocate presso la clientela retail) coprono tra il 90% e il 100% dei prestiti alla clientela. Secondo le nostre stime le banche italiane dipendono dal debito esterno circa il 15% dei prestiti totali su base netta.*”

Tuttavia una quota significativa del debito esterno riguarda provviste che le banche estere hanno erogato alle controllate nazionali che riteniamo chiaramente meno sensibili in termini di affidabilità.

Riteniamo inoltre che il pool di attività delle banche italiane idoneo ai fini di provvista della BCE sia sufficientemente ampio da coprire le scadenze all'ingrosso del 2012. Inoltre, il governo italiano ha offerto alle banche italiane la facoltà di richiedere una garanzia statale per la provvista fornita dalla BCE a concorrenza del relativo capitale di vigilanza. La Banca d'Italia ha temporaneamente ampliato i criteri di idoneità dei crediti utilizzati a titolo di garanzia nelle operazioni di prestito con la BCE, nell'ambito delle misure di sostegno alle banche della BCE. Per quanto riguarda altri membri dell'eurozona, la nostra valutazione della provvista sistemica dell'Italia contempla la previsione che la BCE manterrà il proprio sostegno in termini di liquidità alle banche”.

La valutazione di “*rischio intermedio*” è stata mantenuta nel BICRA per il “*quadro istituzionale*” dell'Italia, che “*negli ultimi anni ha gradualmente allineato i propri standard*

normativi alle migliori prassi internazionali”, ritenendo che “l’organismo di vigilanza italiano vanta un’ottima esperienza nel gestire singole crisi bancarie”.

Infine, come ha dovuto ammettere il Panichi in sede di controesame, il governo italiano è classificato come “supportive”¹⁰⁴ rispetto al settore bancario, per la riconosciuta esperienza “nel fornire sostegno al sistema bancario in periodi di stress”¹⁰⁵.

S&P, dunque, fonda la valutazione dell’indebolimento delle condizioni economiche del settore bancario e, quindi, di “rischio intermedio” sugli “squilibri economici” e sul “rischio di provvista sistemica”, per la maggiore vulnerabilità dell’Italia verso il finanziamento esterno.

E’ riconosciuto di contro che le banche italiane dipendono dal debito esterno per coprire circa il 15% dei prestiti totali su base netta, anche se una quota significativa è costituita da provviste erogate da banche estere alle controllate italiane.

In definitiva, la quota di debito estero bancario c.d. a rischio è inferiore al 15% e, comunque, grazie ai finanziamenti della BCE - che hanno fornito liquidità alle Banche - e alla politica di tipo “supportive” del governo italiano, capace di fornire sostegno al sistema bancario, la quota del debito bancario estero non ha costituito fattore di rischio determinante nella valutazione BICRA “To Group ‘4’ from Group ‘3’ On Weakening Economic And Banking Industry Conditions”.

Ciò spiega l’imbarazzo del *primary credit analyst* Renato Panichi a fornire una ricostruzione chiara e precisa dei fatti nel corso della sua testimonianza e a fornire una spiegazione coerente della mail, artatamente fondata al dibattito sui differenti “Criteria” tra debito sovrano e debito bancario, utilizzati da S&P.

Sulla base della ricostruzione sin qui effettuata emerge con chiarezza e in maniera univoca che il debito estero del settore bancario, all’atto del doppio declassamento dell’Italia, era

¹⁰⁴ La politica di tipo “supportive” del Governo italiano e i suoi effetti sulla stabilità del sistema creditizio risulta evidenziata nell’analisi effettuata da Bankit nel Bollettino Economico n. 67 del gennaio 2012 sul settore bancario: “In un contesto caratterizzato da forti tensioni sui mercati finanziari e da crescenti difficoltà di raccolta, il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 (cfr. il riquadro: *La manovra correttiva approvata nel dicembre 2011*) ha introdotto alcune misure per la stabilità del sistema creditizio italiano. Il decreto prevede, infatti, che il Ministero dell’Economia e delle finanze possa concedere, fino al 30 giugno 2012, la garanzia dello Stato su passività delle banche italiane di nuova emissione; l’obiettivo del provvedimento è di contenere le difficoltà di raccolta delle banche e sostenere, così, la loro capacità di finanziamento dell’economia. Anche grazie a questo provvedimento, che ha reso disponibile nuovo collaterale stanziabile, il ricorso delle banche italiane al rifinanziamento presso l’Eurosistema è notevolmente aumentato, raggiungendo circa 210 miliardi di euro alla fine di dicembre (da 85 miliardi alla fine di agosto). In dicembre, anche per effetto dell’asta a tre anni, la liquidità domandata dalle banche italiane nelle operazioni di rifinanziamento presso l’Eurosistema è aumentata di 57 miliardi. Tali fondi sono stati per la maggior parte utilizzati sui mercati dagli intermediari che li hanno ottenuti e non riversati sulla deposit facility” (foglio 30).

¹⁰⁵ BICRA Italia del 10 febbraio del 2012, allegato n. 31 della produzione documentale dei difensori, del 6 giugno 2016.

“contenuto”, proprio come indicato dal governatore di *Bankit* nel Rapporto di stabilità n. 2 di novembre del 2011, e non costituiva specifico fattore di rischio per le banche.

Ecco, dunque, la spiegazione vera dell'intervento del Panichi con la sua *mail*:

-----Messaggio originale-----

Da: Panichi, Renato
Inviato: 13 gennaio 2012 11.16 AM
A: Zhang, Eileen; Kraemer, Moritz
Cc: Harrison, David
Oggetto: Molto importante: RU sull'Italia
Importanza: Alta

Ciao Eileen 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*”.

Eileen, 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

Il Comitato si era già tenuto l'11 gennaio.

Intanto la Zhang aveva già predisposto il testo del RU contenente il riferimento al *financial sector debt* e inviato la mattina del 12 gennaio, alle ore 09:09 al MEF il *media release* correlato, entrambi pubblicati il giorno successivo con il riferimento contestato dal Panichi.

Attraverso la pubblicazione è stata inviata ai mercati una comunicazione errata sui rischi finanziari esterni che avevano accresciuto la vulnerabilità dell'Italia, “*to external financing risk, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt*” (“*crescente vulnerabilità dell'Italia ai rischi finanziari esterni, stante l'elevata titolarità estera del debito governativo e di quello del settore finanziario*”).

Va osservato, inoltre, che il giudizio sul contenuto livello di debito estero del settore bancario espresso da Renato Panichi nella mail appena esaminata, confermato anche nella valutazione BICRA per l'Italia del 10 febbraio 2012, oltre che dal governatore di *Bankit* era condiviso dal presidente della Banca Centrale Europea (già Governatore della Banca d'Italia, Direttore Generale del Tesoro e presidente del *Financial Stability Board*) dott. Mario Draghi nel corso delle informazioni rese nella fase delle indagini al P.M., che ha dichiarato che il sistema bancario italiano era robusto e con un basso debito estero netto:

“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...”

Va osservato, inoltre, che in una lettera inviata al direttore del Corriere della Sera (pubblicata sul citato quotidiano il 2.8.2016), l'ex Presidente del Consiglio prof. Mario Monti afferma che il **“sistema bancario italiano nel 2011 – 13 non presentava particolari problemi e non domandava aiuti”**¹⁰⁶.

Un giudizio di sostanziale tenuta del settore bancario italiano si ricava, altresì, dalla relazione della Commissione europea (Valutazione del programma nazionale di riforma 2011 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità e del programma di stabilità aggiornato dell'Italia, 2011-2014):

4.2.1.2. Settore finanziario

I problemi dei mercati finanziari non sono indicati tra le strozzature che intralciano la crescita dell'economia italiana e non sono contemplati nel programma nazionale di riforma.

Ciononostante, anche alla luce dei previsti risultati della nuova tornata di prove di stress a livello UE pubblicati nella seconda parte del 2011, le banche italiane stanno progressivamente rafforzando la loro base patrimoniale in modo da migliorare la loro capacità di resistere agli shock negativi. Seppure in crescita dal 2007, i coefficienti patrimoniali delle grandi banche italiane, in percentuale delle attività ponderate per il rischio, sono tuttora relativamente bassi su scala internazionale (cfr. tabella VI dell'allegato). Inoltre, l'aumento dei costi di finanziamento e degli accantonamenti per perdite sui crediti ha comportato un calo della redditività. In un quadro di prospettive di crescita moderate, la redditività del settore bancario dovrebbe restare contenuta nei prossimi anni”¹⁰⁷

Anche nella successiva Relazione del 30 maggio 2012, redatta a norma dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 1176/2011 sulla prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici, si è dato atto che:

“Le banche italiane hanno reagito meglio alla crisi finanziaria rispetto alle altre banche europee, grazie al loro modello commerciale conservativo e all'assenza di una vera e propria bolla immobiliare nel paese. Tuttavia, nel contesto di una crescente avversione al rischio

¹⁰⁶ L'articolo è stato prodotto dal P.M. all'udienza del 29.9.2016 nel corso della testimonianza di Renato Panichi.

¹⁰⁷ Nella Tabella VI è indicata anche la “Proprietà estera del settore bancario (% delle attività totali): 2006:13,9; 2007: 17,4; 2008: 4,6; 2009: 13,4.

Per gli indicatori 2010-2014, cfr. Tabella C.1: Indicatori del mercato finanziario allegata alla Relazione relativa all'Italia 2016: 2010: 13,2; 2011: 13,4; 2012: 13,4; 2013: 12,4; 2014: 12,7.

generalizzata e dell'aggravarsi della crisi del debito sovrano, la minore capacità delle banche italiane di finanziarsi nei mercati implica costi di finanziamento più elevati anche per il settore privato, nonostante le decisioni della BCE di tagliare il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale di 25 punti base a novembre 2011 e nuovamente a dicembre 2011 (portandolo all'1%). I tassi di interesse più elevati pagati dalle imprese italiane rispetto ai loro concorrenti della zona euro incidono pesantemente anche sulla loro posizione competitiva. Per la posizione competitiva dell'Italia ciò è particolarmente significativo, visto il ruolo dominante tradizionalmente svolto dalle banche nel sistema finanziario italiano e dato che le imprese ricorrono in misura relativamente modesta ad altre fonti di finanziamento".

Come è evidente, nella Relazione l'accento è posto sulla minore capacità delle banche italiane di finanziare le imprese, con effetti sulla competitività di queste ultime e non sul fattore di rischio ritenuto determinante da S&P ("*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*"), contestato dal Panichi - con invito a rimuovere il riferimento alle banche, per evitare errori e distorsioni nella informazione - comunicato ai mercati e poi eliminato dal secondo RU.

L'informazione fornita ai mercati, dunque, non è solo errata, ma assume connotazione fraudolenta e idoneità ingannatoria ex art. 185 TUF, poiché fondata su un dato economico intrinsecamente falso, atteso che il debito estero del settore bancario su base netta era pari al 15% dell'ammontare complessivo,

Per le ragioni ampiamente esposte, tale quota di debito, oltre a non essere elevata nel suo valore numerico, non aveva neppure incidenza diretta sul c.d. *External Risk*.

La valutazione del Tribunale sul punto, ai fini della verifica della falsità della informazione ai mercati, non necessita dunque del supporto di carattere macroeconomico che i difensori hanno inteso fornire attraverso i propri consulenti, i cui argomenti meritano di essere brevemente analizzati al solo fine di rimarcare che il giudizio dagli stessi formulato si pone fuori dall'indicatore specifico attraverso cui è stata veicolata ai mercati la informazione falsa sull'ammontare del debito estero del settore bancario, che all'epoca non destava preoccupazione e non costituiva fattore di rischio per il Paese.

15. I consulenti degli imputati e di S&P (Resti, Panizza, Zingales, Gabbi, Anolli).

15.a Andrea Resti

Il prof. Andrea Resti, nel corso della sua testimonianza all'udienza del 9.6.2006 (descrivendo il buon governo di una famiglia nel tentativo di semplificare complessi concetti economici), in premessa si è soffermato sulle nozioni di "rischio estero" o "esterno" e di "debito estero" (*external debt*).

Procedendo ad illustrare le *slides* di cui si è avvalso per descrivere le conclusioni raggiunte, utilizzando la metodologia di S&P - abbinata a dati storici e non a mere proiezioni - per giustificare gli aggiustamenti effettuati dal Comitato, ha analizzato un indicatore di partenza, costituito dal "debito estero ristretto", di cui, però, non vi è traccia nei verbali acquisiti (RSR e RMP Report), posto che i fattori negativi del "*External Risk*" (tra l'esistente e il raccomandato) riguardano il disavanzo delle partite correnti e il rischio di rapido deterioramento del mercato.

Ebbene, valutando i fattori di rischio che hanno determinato i due aggiustamenti negativi - per quel che si ricava dal Rationale del RU e dal correlato comunicato stampa (c.d. *media release*), inviato al MEF (costituiti: il primo dal deteriorarsi del mercato in ragione della diminuzione degli affidamenti esteri e dell'aumento del costo dei medesimi¹⁰⁸; il secondo dal deficit delle partite correnti¹⁰⁹) - va rimarcato che trattasi di fattori su cui scarsa è stata l'incidenza del debito estero del settore bancario.

Il prof. Resti - della cui scarsa affidabilità già si è detto nel richiamare la sentenza Parmalat del giudice civile di Milano - infatti, dopo un tortuoso percorso di ricostruzione postuma fondata non sui documenti, ma sul "*Sovereign Government Rating Metodology And Assumption*", pubblicato da S&P in data 30 giugno 2011¹¹⁰, ha dovuto ammettere non solo che i rilievi del *primary credit analyst* Renato Panichi erano corretti ma che anche i dati che lo stesso aveva comunicato a Eileen Zhang, a Moritz Kraemer e a David Harrison erano corretti.

Per poter concludere che la valutazione di S&P fosse corretta e che la modifica del RU, dopo l'intervento del Panichi, fosse stata effettuata solo per una maggiore coerenza di linguaggio e

¹⁰⁸ "Il declassamento dell'Italia riflette la nostra opinione secondo cui i costi dei finanziamenti esteri 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 e al governo italiano. Ci attendiamo che il difficile contesto legato ai finanziamenti esteri si ripercuota negativamente sull'andamento della crescita e, quindi, sulle finanze pubbliche. Osserviamo i dati della BRI, notiamo un marcato e sostenuto declino dei crediti delle banche estere verso i prestatori italiani".

¹⁰⁹ "La riduzione del punteggio esterno riflette, altresì, il nostro parere di una sostanziale esposizione dell'Italia a passività esterne di breve termine. I nostri calcoli mostrano che il rapporto di indebitamento esterno a breve termine su scadenza residua supera il 100% delle entrate correnti".

¹¹⁰ Il documento è stato prodotto dai difensori, in lingua inglese in data 1 giugno 2016 e in lingua italiana in data 6 giugno 2016.

non configurasse errore, a fronte di un dato numerico contenuto, il predetto consulente ha dovuto sostenere che il dato in realtà non fosse “così innocuo”.

A sostegno della propria affermazione, ha richiamato le due valutazioni BICRA del 18 ottobre 2011¹¹¹ e del 10 febbraio 2012¹¹², che - nel modificare il gruppo di appartenenza dell'Italia di uno *score* in diminuzione in ciascuna delle due valutazioni - hanno, in realtà, posto l'accento sull'aumento dei costi di provvista per le banche per effetto dei rendimenti più elevati del debito sovrano e sull'indebolimento delle prospettive di crescita dell'economia del Paese a ottobre 2011 (Accresciuto Rischio Economico) e sui rischi di finanziamento estero dato l'elevato debito pubblico estero, con effetti negativi sulla capacità delle banche italiane di rinnovare il proprio debito all'ingrosso, a maggio del 2012, (Indebolimento delle Condizioni Economiche e del Settore Bancario) e non sul rischio dato da un alto debito estero del settore bancario, come comunicato ai mercati, nonostante il deciso rilievo di Renato Panichi:

omissis:

AVVOCATO ALLEVA – ... quindi il rischio estero o esterno, adesso poi questa definizione dobbiamo definitivamente chiarirla, perché si tratta di rischio estero, per la verità, già questo concetto è emerso nel corso di questo dibattito, e ora io vorrei, se fosse possibile, chiederle di affrontare questo problema su un piano squisitamente tecnico, in modo da essere il più oggettivi possibile. Che cos'è, come si definisce il rischio estero e questa definizione che cosa comporta, diciamo, in termini valutativi.

DICH RESTI – Certamente. Intanto mi scusi per il bisticcio tra estero ed esterno, ma perché il debito estero in inglese si dice external debt, estero si dice foreign, che è un aggettivo diverso, ma quando parli di debito estero dici external debt, quindi di fatto estero o estero ai nostri fini è la stessa cosa. Guardiamo il punteggio estero o estero, che dir si voglia, dobbiamo guardare un po' di dati della bilancia dei pagamenti, della posizione netta sull'estero, sono delle statistiche che possono sembrare un po' esoteriche, ma alla fine dicono un cosa molto semplice. Io dico spesso ai miei studenti che economia in greco vuol dire “governo della casa”, e quindi un bravo economista è sostanzialmente una massaia, uno che tiene d'occhio i conti e li fa quadrare. Io se mi danno della massaia non mi offendo, e sono convinto che, anzi, leggendo i fatti economici in chiave semplice, spesso riesci a capire molto di più che non affidandoti ad analisi complicate. Anche i rapporti con l'estero dell'Italia li potete leggere in maniera molto semplice. L'Italia, e ci metto tutti, ci metto il Governo, le imprese private, le nostre banche, le nostre famiglie, tutti, la famiglia Italia ha dei rapporti con l'estero. Proprio come una famiglia, dall'estero riceve delle entrate, esporta delle merci, prende degli stipendi, delle rimesse legate all'attività degli italiani, e poi naturalmente deve pagare i fornitori, come qualunque famiglia, no? L'Italia, sapete, in particolare è molto dipendente dalla importazione di materie prime, e noi abbiamo nelle nostre uscite con l'estero, il costo delle materie prime che alimentano le nostre industrie. E poi le famiglie hanno dei debiti e, per fortuna, hanno anche degli investimenti. E lo stesso vale per la famiglia Italia. Una famiglia potrebbe avere il mutuo, potrebbe

¹¹¹ Cfr. BICRA del 18 ottobre del 2011, analista primario del credito Renato Panichi (allegato n. 30 della produzione documentale dei difensori del 6.6.2016).

¹¹² Cfr. BICRA del 10 febbraio del 2012 (allegato n. 31 della produzione documentale dei difensori del 6.6.2016).

anche avere, che ne so, il conto da pagare a fine mese dal droghiere. Perché faccio questi due esempi, perché il primo è a medio/lungo termine, il secondo invece è a breve termine. E ai nostri fini questa distinzione diventa poi interessante. Per fortuna una famiglia non ha soltanto passività, ha anche delle attività. Avrà il conto in banca, avrà investito in fondi comuni, avrà... così, i suoi risparmi. E poi la famiglia che cos'ha? I gioielli della nonna, cioè la famiglia avrà dei beni talmente liquidi, talmente certi o di valore che, se necessario, se li può vendere. Fuor di metafora, i dati della bilancia dei pagamenti, sono esattamente questa cosa qua. Cioè, il sistema Italia, la famiglia Italia ha delle entrate correnti dall'estero, delle uscite correnti e questi dati li trovate in un documento di contabilità nazionale, che si chiama "Conto delle partite correnti": la differenza tra le entrate ed uscite si chiama "Saldo delle partite correnti". E poi la famiglia Italia ha debiti, passività e, per fortuna, anche investimenti. E questa cosa qua la trovate in un documento che si chiama "Posizione netta sull'estero". Abbiamo, per così dire, i gioielli della nonna nel senso che abbiamo le riserve valutarie, abbiamo riserve di oro, di valute pregiate che, se necessario, possono essere utilizzate per far fronte ai nostri pagamenti con l'estero. I dati della famiglia Italia ci sono; nei supplementi della Banca d'Italia, i supplementi al bollettino statistico della Banca d'Italia, voi potete andare a prendere il valore di queste voci. E io l'ho fatto prendendo i dati 2010, vi dico subito che sono esattamente le voci che vi ho detto. Per quanto riguarda gli investimenti, li sto facendo lampeggiare in questo momento perché voglio essere molto trasparente verso di voi, tra poco vi spiego che non ho preso tutti gli investimenti, ma ne ho preso un di cui, e vi spiegherò il perché, ma per il resto questi sono esattamente i dati che trovate sul bollettino statistico della Banca d'Italia.

Fatta questa premessa, veniamo adesso a capire come queste cifre entrano nel rating di Standard&Poor's. Anche in questo caso lo schema è lo stesso, cioè c'è un indicatore di partenza e poi rispetto a questo prima risultato, facciamo aggiustamenti positivi e aggiustamenti negativi, a seconda del ricorrere di determinate circostanze. **L'indicatore di partenza si chiama "Debito estero netto ristretto"**. E allora ho bisogno di spiegarvelo, non mi ci vuole più di un paio di minuti, che cos'è. Intanto da dove l'ho presa 'sta cosa? Una volta di più vorrei rassicurarvi, dal documento dei Criteria che era già pubblico all'epoca dei fatti, non mi sono inventato niente. Questa cosa che sto per spiegarvi è un pezzettino dei Criteria che ho riportato in questa slide. Dai dati sulla posizione netta sull'estero, noi andiamo a prendere il debito estero dell'Italia, quindi tutti i debiti che famiglie, imprese, banche e Stato hanno con non residenti, a breve o a lungo termine. Poi da questo debito lordo, per così dire, sottraiamo che cosa? Gli investimenti liquidi del settore pubblico e del settore finanziario. Come mai solo settore pubblico e settore finanziario? Perché non anche le imprese? Perché vedete, le imprese solitamente o hanno attività con l'estero, o hanno passività. Cioè, ci può essere l'impresa italiana che si finanzia emettendo obbligazioni in dollari sull'Euromercato, e ha un sacco di passività, di debiti con non residenti; ci può essere magari l'ENI, che ha le partecipazioni nelle società controllate in Arabia Saudita o in Egitto, o in Libia, e ha quindi delle attività sull'estero, ma solitamente non è la stessa società che ha attività e passività, quindi non è che può compensare. E quindi non si guarda al settore delle imprese per questo motivo. **Il settore pubblico invece sì, perché è chiaro che lo Stato può compensare attività e passività e, in qualche misura, anche il settore finanziario, perché non è sempre così, però può accadere che, per esempio, Banca Intesa abbia delle attività e delle passività verso l'estero.** Allora, dal debito lordo che cosa togliamo? Togliamo gli investimenti del settore pubblico e del settore finanziario. Attenzione però, soltanto quelli liquidi, perché se io Banca Intesa ho delle obbligazioni di Barclays, che è una banca inglese, che scadono tra dieci anni, non è che posso usarle per compensare i miei debiti, scadono tra dieci anni. Quindi bisognerebbe usare soltanto gli investimenti liquidi,

quelli che possono essere monetizzati facilmente. Scusate se vi ho rubato tempo con questa cosa, purtroppo è nei criteri e quindi io volevo riferirvela in maniera corretta. Vi dico anche che io nei dati pubblici della Banca d'Italia non ho trovato per gli investimenti del settore pubblico e del settore finanziario il dettaglio di solo quelli che sono liquidi, e quindi li ho presi tutti. Però, come vedremo, questo avrà un effetto prudenziale sul mio risultato. Questi sono i numeri che ho trovato nei bollettini della Banca d'Italia. Come vi dicevo, gli investimenti, ho preso non solo le attività liquide, ma tutti gli investimenti del settore finanziario e del settore pubblico. Adesso andiamo a costruire l'indicatore di Standard&Poor's. Standard&Poor's sostanzialmente dice: "Dimmi quant'è il debito che hai con l'estero, al netto degli investimenti liquidi della pubblica amministrazione e delle banche. E quindi, il tuo debito è 1822 miliardi, togliamo gli investimenti liquidi della pubblica amministrazione e delle banche, io in realtà li ho tolti tutti e ho tolto 688 miliardi. Per capire se è tanto o se è poco, andiamo a rapportarlo alle entrate di conto corrente, cioè tutto ciò che entra in Italia dall'estero, tutto ciò che la famiglia Italia guadagna in un intero anno. Se tu dovessi ripagare tutto il tuo debito netto, le entrate di un anno, immaginando di non consumare niente, di non importare petrolio, di non avere uscite correnti, ti basterebbero oppure no? Ecco, se fate questo calcolo vi renderete conto che non basterebbero due anni, perché siamo al 233%. E quindi ci collochiamo sulla fascia peggiore, siamo oltre il 150%, abbiamo un sacco di debito estero rispetto alle nostre entrate, e quindi i criteri ci dicono che bisogna assegnare il punteggio 4, che è il peggiore che può essere dato in questo caso. Insisto, probabilmente l'indicatore giusto è un po' di più, perché io non dovrei togliere 688, dovrei togliere di meno, limitandone l'attività liquida. È interessante, peraltro, che proprio nel Research Update pubblicato all'epoca, Standard&Poor's ci dà il suo dato ed è un dato per la verità abbastanza simile al mio. Loro fanno riferimento alla loro stima, alla loro previsione 2011, io ho usato i dati 2010, perché sono storici, sono certi, e loro parlano di 240% rispetto al mio 233% e questo francamente mi conforta, ho fatto i conti abbastanza bene. Adesso vi dovrei parlare degli aggiustamenti.

AVVOCATO ALLEVA – E parliamo degli aggiustamenti, che era la domanda che avevo in animo di farle, perché una volta fatta questa premessa, poi il problema mi pare nel percorso di, diciamo, della attribuzione del downgrading, è quello degli aggiustamenti sul punteggio. Aggiustamenti dei quali, peraltro, anche qui si è parlato, perché ci sono stati degli aggiustamenti in un senso e nell'altro e, come sappiamo, poi il downgrading si è costituito in un certo modo e dipende dagli aggiustamenti che sono fatti.

DICH RESTI – Certamente. Standard&Poor's ha fatto sia aggiustamenti positivi che aggiustamenti negativi in questo caso. Quindi devo parlarvi un attimo anche degli aggiustamenti positivo. Qual è l'aggiustamento positivo che entra in gioco. Vi ricordate che il famoso debito estero netto ristretto è il saldo tra il debito e le attività liquide del settore pubblico e del settore finanziario. Però uno potrebbe dire: "Senti, in fondo anche le partecipazioni in Libia dell'ENI, anche le attività, gli investimenti non liquidi dei settori diversi da quello pubblico e da quello finanziario, è ricchezza del Paese. E se andassimo ad aggiungerle sul lato delle attività, sul lato verde?". Be', allora per correttezza sul lato rosso aggiungiamo anche tutte le altre passività che non sono debito. Cosa è una passività che non è debito? Tipicamente le azioni. L'azione non ha un valore nominale che deve essere rimborsato, no? Non è che là compri a cento e ti ridanno cento, quindi non è debito tecnicamente, però è una passività finanziaria, se i tedeschi hanno azioni italiane. E quindi, anziché prendere soltanto il debito estero netto ristretto, prendi tutto. Prendi tutto al passivo, prendi tutto all'attivo e calcola quella che si chiama posizione netta sull'estero. Osservi un miglioramento nel momento in cui tieni conto anche di tutte le altre attività? Nel caso dell'Italia lo osservi, nel senso che il saldo è sempre negativo, però è meno negativo, migliora.

Se ci mettiamo i numeri 2010, passiamo da un saldo di 1.134 miliardi ad un saldo di 372 miliardi. È un bel miglioramento di 762 miliardi. Come sempre Standard&Poor's si dà una regola per evitare di fare le cose a capocchia, e dice: "Allora, io lo considero un miglioramento tangibile, sensibile, significativo, se è di più delle entrate correnti di un intero anno. Allora, quello sì è un miglioramento. Allora, io lo confronto con le entrate correnti, 487 miliardi, è di più, e allora in questo caso l'Italia ha diritto ad un miglioramento, perché ha della ricchezza che magari non è liquida, e che però è ricchezza del Paese verso l'estero. E a questo punto, però, veniamo agli aggiustamenti negativi. Vengono apportati due aggiustamenti negativi che vi vorrei raccontare. Il primo è legato al rischio di significativo deterioramento dei finanziamenti esteri. Cerchiamo di capire se il 12 gennaio 2012, quando il comitato di rating si riunisce, questo rischio c'è o non c'è, se ha senso parlare di un rischio di questo tipo. Standard&Poor's è dell'idea che ci sia. E perché lo dico? Perché mi sono letto la Rational, quindi la ratio pubblicata contestualmente all'annuncio del nuovo rating, come sempre succede, e si dice: "I costi di finanziamento del Paese sono cresciuti in misura significativa, quindi è un problema di costo del debito, in presenza di una riduzione dei finanziamenti internazionali alle banche e al Governo. E' vero? Allora, per quanto riguarda i costi andiamo a prendere i rendimenti dei BTP. Dato Banca d'Italia, dato storico non controvertibile. La prima sezione è il 2010, la seconda sezione è il 2011, poi ho messo anche il 2012 per completezza, ma in quel momento Standard&Poor's non lo vede il 2012, siamo all'inizio del 2012. Insomma, è innegabile che rispetto al 2010 da molti mesi l'Italia si stia caricando di nuovi titoli e del debito pubblico che vengono emessi con tassi più salati, se mi passate questa espressione un po' gergale. Quindi i costi del finanziamento del Paese sono cresciuti in misura significativa. E la riduzione dei finanziamenti internazionali alle banche e al Governo? Allora, andiamo a prendere il dato del debito verso l'estero, delle amministrazioni pubbliche e delle cosiddette istituzioni finanziarie. Istituzioni finanziarie cosa vuol dire? Che ci sono dentro sostanzialmente anche la Cassa Depositi e Prestiti, che non sposta molto, e i Fondi Comuni Monetari che non spostano molto perché i Fondi Comuni non hanno molto debito. Quindi potete pensare sia il dato delle banche. Il dato delle banche pulito da dati Banca d'Italia non esiste. Io volevo farvi vedere dei dati che fossero certi e pubblicati. Allora, che cosa succede? Succede che da giugno 2011 si osserva una riduzione piuttosto severa. Guardate la spezzata blu, siamo attorno ad un livello che fino al 2011 è tra gli 800 e gli 850 miliardi, a settembre 2011 già siamo scesi sotto il 750. Il dato dicembre 2011 Standard&Poor's non lo vede, verosimilmente, non è ancora pronto. Però Standard&Poor's ha rapporti quotidiani con gli investitori. È difficile che non sappia che questo movimento sta proseguendo. Se legge i giornali, è quantomeno probabile che lo sappia. Anche il dato delle banche segnala una flessione. Le banche sono sempre rimaste tradizionalmente tra i 600 e i 650 miliardi, ma comincia a manifestarsi una flessione anche per il sistema bancario. E poi su questa cosa ci torno, perché ho anche qualche articolo di stampa da farvi vedere, come dire, è noto agli addetti ai lavori che in quel momento (...incomprensibile...) ha un problema di finanziamenti esteri che si vanno riducendo. Allora, a me sembra che le considerazioni che Standard&Poor's fa nella Rational, francamente siano supportate dai dati. Questo aggiustamento negativo a me non sembra fuori dal mondo, a me sembra assolutamente legittimo. C'è un secondo aggiustamento negativo che scatta, e questo aggiustamento, a sua volta – vi ringrazio per l'estrema pazienza – può scattare in due casi, cioè se il deficit delle partite correnti, tra entrate e uscite della famiglia Italia è superiore al 10% delle entrate, questo già di per sé è sufficiente, oppure se i debiti esteri a breve termine sono superiori alle entrate correnti. Cioè, basta una di queste due condizioni a far scattare l'aggiustamento. Andiamo a vedere tutti e due questi indicatori, questi sono i soliti dati di bilancio dei pagamenti che ho già usato prima, quanto guadagna la famiglia Italia, quanto

paga, qual è la differenza, 54 miliardi, lo rapporto alle entrate, 487 miliardi, è superiore al 10%? Sì, algebricamente sì. Poi io non lo so le proiezioni di Standard&Poor's come fossero. Diciamo che siamo vicini al 10%, non sarebbe insensato dire che è superiore al 10%. Ma il secondo fattore, quindi il fatto che il debito a breve termine superi il 100% delle entrate correnti – che già da solo è sufficiente a far scattare il peggioramento l'abbiamo capito – viene addirittura citato da Standard&Poor's nella Rational del suo comunicato. Standard&Poor's dice: "La riduzione del punteggio esterno riflette anche la nostra opinione sulle passività estere a breve termine dell'Italia e – è molto circostanziata, dice – i nostri calcoli indicano che il quoziente tra debito estero totale a breve termine per vita residua, supera il 100% delle entrate correnti". Quindi è scattata questa penalizzazione. Sono andato a vedere se è vero, sono andato a prendere i dati disponibili in quel momento. Dovete sapere che il Tesoro, il MEF, pubblica sempre sul proprio sito la situazione del debito che scade nei mesi e negli anni successivi. Il Tesoro ha bisogno della fiducia dei mercati, e per avere la fiducia dei mercati è molto trasparente e dà ai mercati un sacco di informazioni. Questo prospettino qui, quanti debiti scadono nei prossimi dodici mesi, l'anno dopo, l'anno dopo ancora, viene pubblicato ad intervalli regolari. Io sono andato a vedere cosa c'era sul sito in quel momento lì, e c'era la situazione di quanto sarebbe andato in scadenza nei dodici mesi del 2012. Quant'era? Era 333,8 miliardi. Attenzione però, questi qui sono titoli che non necessariamente sono in tasca ai non residenti. Possono essere anche i miei BTP che ho io, cittadino italiano, depositati alla mia banca. Allora devo capire quanto di questi soldi qui fosse ascrivibile ai non residenti. E sono andato a prendere il dato della Banca d'Italia dei titoli di Stato italiani in portafoglio ai non residenti. Ho preso in questo caso il dato 2011. Voi mi potreste dire: "Eh, però non c'era ancora quel dato lì". Vi dico subito che con il dato 2010 la conclusione non cambia. Perché l'ho fatto? Perché siccome ho preso un documento del Tesoro che era stato pubblicato a fine 2011, e siccome ho appena finito di dirvi che gli investitori esteri stavano scappando perché la loro quota si riduceva, mi sembrava più corretto prendere il valore più ridotto per vedere se comunque la mia analisi era o no giusta rispetto a questo tipo di riduzione. Allora, 334 miliardi per 45% sono 150 miliardi. Questi sono i titoli, ma poi i debiti di uno Stato non sono soltanto i titoli. Posso avere debiti con le banche, posso avere debiti commerciali. Allora, andiamo a prendere il dato del debito estero totale a breve termine, preso dalle statistiche sulla posizione netta sull'estero. Attenzione, togliamo i BOT, perché i BOT sono già dentro nei 334 miliardi, non li voglio mica contare due volte. Faccio la somma e divido, come dice Standard&Poor's, per le entrate correnti. Quant'è? 122%. Quindi, avranno usato le loro simulazioni, le loro proiezioni, ma sopra il cento siamo. Allora scattano tre correttivi, e questo, diciamo, riassume quello che vi ho già detto. Un miglioramento di un punto perché abbiamo visto la posizione netta sull'estero è sensibilmente migliore del debito estero netto e ristretto. E, ahimè, due peggioramenti da un punto ciascuno, quello sul deterioramento dei finanziamenti esteri e quest'ultimo che abbiamo visto, che per brevità non sto a richiamare. Abbiamo quindi valore 4 in partenza, meno 1 perché c'è l'aggiustamento positivo, più 2 perché ci sono i due aggiustamenti negativi. Totale 5. E questo è il valore che andiamo a scrivere, completando la pagella dell'Italia.

AVVOCATO ALLEVA - Senta professore, la ringrazio, ma vede, proprio sul rischio estero si è verificata una circostanza nei fatti sulla quale io vorrei una sua opinione, perché il testo base del Research Update approvato e discusso nel comitato è, pare, leggermente diverso dal testo poi pubblicato sul sito a pagamento dell'agenzia, mentre il comunicato stampa diffuso è invece rimasto, diciamo, fedele al testo base. C'è nella sostanza una lieve modifica nel linguaggio e di questo si è parlato molto nel processo, lei ha pure assistito a delle udienze, e a me

interessa capire se lei tecnicamente, cioè sul piano squisitamente tecnico, può darci una spiegazione, una valutazione di questo?

DICH RESTI – Sì, io ho partecipato a qualche udienza quindi ho sentito un po' di discussioni su questo punto, quindi ho capito perché gli Avvocati mi hanno chiesto di guardarci dentro. Allora, questa qui è la bozza, vi ricordate? Dove si parla di elevata titolarità straniera del debito pubblico dell'Italia e del debito del settore finanziario, vengono citati separatamente, okay? Prima cosa che mi sono chiesto io prima di andare avanti è: ma è vero? Cioè, hanno detto una cosa vera o una cosa sbagliata? E allora andiamo a vedere se questa elevata titolarità straniera è vera o non è vera. Questo qui è il grafico che vi ho già fatto vedere, vi ricordate? Con la riduzione. Mettiamoci a settembre 2011, immaginando che fosse l'ultimo dato disponibile. Quant'è? 750 miliardi il debito pubblico, 600 il debito delle banche. Allora, dal punto di vista del rischio estero, cioè della sostenibilità del debito della famiglia Italia, per capire se 'sta roba qua è tanta o è poca, io la confronto con tutte le entrate che la famiglia Italia riesce a mettere insieme in un anno. Allora vado a rapportare queste cifre alle entrate correnti dell'Italia, che in un anno tira dentro rimesse per circa 500 miliardi. Allora, il debito verso l'estero, se guardiamo quello della pubblica amministrazione è una volta e mezzo le entrate correnti. Il debito delle banche, il 120% delle entrate correnti. Attenzione che si sommano queste due cose qua. Cioè, in totale è il 270%. Allora francamente a me non sembra criticabile uno che dice: "C'è una elevata titolarità straniera del debito pubblico". Cioè, stiamo parlando di quasi tre volte... debito pubblico, scusate, bancario. Stiamo parlando di quasi tre volte le tue entrate di un anno, se tu smettessi di importare petrolio, qualunque uscita verso l'estero – e non si può – entrambi questi numeri sono numeri elevati, quindi ha senso anche citarli separatamente. Questa cosa qui, tra l'altro, finisce nel comunicato stampa italiano, che – esattamente usando le stesse parole che ho usato io – parla di elevata titolarità estera del debito governativo e quello del settore finanziario. Quindi c'è la bozza, c'è il comunicato italiano, citano separatamente i due settori e, a mio modo di vedere, dicono una cosa abbastanza incontrovertibile. Su questa bozza, come l'ho capita io, ma ho guardato un po' le carte di questa cosa, si innesta una segnalazione degli analisti bancari. Voi ormai siete degli esperti, sapete che Standard&Poor's ha degli analisti per il debito pubblico, per le banche, per le imprese, eccetera. Allora, gli analisti bancari che non avevano partecipato al comitato e quindi non hanno, diciamo, concorso a questa decisione, hanno soltanto visto la bozza del comunicato, segnalano ai loro colleghi del debito sovrano che questo riferimento all'elevato livello, titolarità, insomma traducetela come volete, di debito pubblico e del settore finanziario a loro modo di vedere non è corretto. "Non è corretto dire che c'è un elevato livello di debito del settore finanziario detenuto da soggetti stranieri". Io vi ho appena fatto vedere che è il 120% delle (...incomprensibile...). Però siccome non è che gli analisti delle banche non sanno fare il loro mestiere. Ho cercato di capire cosa volevano dire. E mi ha aiutato una seconda email, perché gli analisti sovrano chiedono a quelli bancari: "Ci date dei dati, per piacere? Ci fate capire che numeri avete in testa quando dite questa cosa?". E loro mandano dei dati, e in particolare dicono: "Il debito netto verso l'estero del sistema bancario italiano è circa il 15% dei prestiti totali, il 14,7% dei prestiti totali. Questo è il dato 2010, ma ci aspettiamo che grossomodo il 2011 non cambi molto". Quindi, rispetto ai prestiti totali che le banche erogano alla economia italiana, soldi che arrivano dall'estero sono il 15%. Seconda cosa che dicono – e poi le andiamo a verificare tutte e due – seconda cosa che dicono, il debito lordo delle banche italiane verso l'estero è vero che non è molto cambiato negli ultimi anni... no, perdonatemi, sono incorso in una svista, e quando mi succede, lo

dico, chiedo di riavvolgere il nastro un secondo e sono più preciso. **Perdonatemi, questo 15% è il debito netto, cioè, quanti soldi il sistema bancario riceve dall'estero al netto degli investimenti che il sistema bancario italiano ha fatto sull'estero. Se si guardasse al lordo, dicono gli analisti, il 15 diventerebbe un 36. Secondo fatto che commenterò, invece, è relativo alla composizione del debito. Gli analisti bancari dicono: "Grossomodo il livello assoluto del debito è rimasto invariato negli ultimi tre anni, però guardate che la componente a breve termine, quindi la più rischiosa, la più volatile, quella che può svanire più rapidamente si è ridotta; quella a medio/lungo termine, più stabile, è aumentata. Quindi abbiamo due fatti da verificare: quanto incide il debito netto lordo sui prestiti che il sistema bancario italiano fa all'economia e se è vero che c'è stato questo processo in sostituzione di debito a breve e volatile, con debito a medio/lungo termine più stabile. Vediamo subito il primo fatto. Io fate conto che mi occupo di banche, il tema principale della mia attività di ricerca e di studio sono le banche, quindi le statistiche sulle banche le conosco abbastanza bene. Sono andato a prendermi le statistiche sul sistema bancario italiano 2010 che in quel momento erano disponibili. Fonte Banca d'Italia, relazione annuale e supplementi. Allora, se il sistema bancario italiano fosse un'unica grande banca, e avesse un bilancio, con l'attivo e il passivo il suo bilancio sarebbe questo qui che vi sto proiettando. **Andiamo a vedere se questa cifra, questo 15% citato nella e-mail, è coerente con i calcoli che posso rifare io a posteriori. Allora, intanto andiamo a vedere i debiti che le banche italiane hanno con l'estero. Nella colonna del passivo troviamo i depositi dei non residenti, e troviamo, ecco, purtroppo le obbligazioni, 807 miliardi mescolano sia le obbligazioni in mano agli italiani che quelle in mano all'estero, però per fortuna nelle statistiche sulla posizione netta sull'estero c'è il dettaglio, e quindi io posso stimare che di questi 807 miliardi, 160 fossero in mano ai non residenti. Statistiche ufficiali Banca d'Italia, posizione netta sull'estero. Allora, depositi 443, obbligazioni in mano ai non residenti, 160. Se voglio il dato del debito estero netto, devo togliere le attività che il sistema bancario italiano ha nei confronti dei non residenti. Allora nella colonna dell'attivo prendo i numeri in verde. Quindi i prestiti a non residenti, 187 e gli strumenti di debito di non residenti, in mano alle banche italiane. Facendo quindi passività meno attività, rapportato al totale dei prestiti a residenti, che è quel numero in nero, 2315 miliardi, ottengo – guarda un po' – proprio il 15% che avevano in mente gli analisti bancari.****

In realtà vi devo dire che se io tolgo Cassa Depositi e Prestiti, come dicono loro, trovo un 15,4. Non so perché, forse loro sono riusciti a scomutarlo anche dal numeratore, mentre io non ho i dati sul numeratore. Però scusatemi, il 15%, 15% abbondante, francamente, se posso permettermi non ci cambia molto. **Allora, cominciamo quindi con il dire che gli analisti bancari di Standard&Poor's hanno detto il vero, hanno dato un dato corretto. Però, come vi dicevo, io mi occupo di banche da un po' di anni e mi chiedo: ma prima di tutto, ha molto senso guardare il dato netto? Non lo so, e anzi vorrei dire, no, scusatemi, perché se Banca Intesa ha all'attivo dei titoli di banche inglesi o di banche cipriote, come in realtà era il caso e Unicredit ha emesso delle obbligazioni che sono in portafoglio a fondi tedeschi, le possiamo compensare queste due cose qua? No. Quindi forse ha più senso guardare il dato lordo, se voglio capire l'indebitamento verso i non residenti. E la e-mail famosa dice il 36%. Io non sono riuscito a ricostruirlo bene, però lordi erano il 36%. E poi comunque, perdonatemi, stiamo sul 15%, diciamo che è buono, che è giusto, ma secondo voi se le banche italiane dovessero ridurre gli impieghi del 15% alle imprese, perché devono restituire le passività sull'estero, perché l'estero non le finanzia più, cosa succederebbe al P.I.L. dell'Italia? Cosa succederebbe al tasso di default delle imprese italiane? Immaginatevi le piccole imprese che devono restituire il fido, perché il 15% di quei soldi lì non ci sono più. Allora, il 15% è un numero basso? **Ma sì, per carità, rispetto al 40%, rispetto al 90% è in assoluto un****

numero basso, però io francamente non mi sento di dire che è un numero così innocuo, e questo ve lo voglio dire. L'ho ritrovato quel numero lì, sono d'accordo, è calcolato bene, però a mio modo di vedere non è così rassicurante. Secondo fatto citato dagli analisti bancari, cioè la ricomposizione tra breve e medio/lungo termine, è giusto anche quello lì, sanno fare il loro mestiere. *Mi sono preso le statistiche e si vede bene che qui c'è il testo della mail, nella parte sinistra. Loro dicono: "In termini assoluti il debito lordo è rimasto invariato a circa 600 miliardi". E vero, sì da 640 a 598, è vero. "Vi è una chiara tendenza a ridurre l'indebitamento a breve termine e ad aumentare quello a medio/lungo termine". È altrettanto vero, guardate le due aree colorate, il breve termine scende da 360 a 250, il medio/lungo termine compensa, quasi compensa. Quindi anche questa affermazione qui è corretta.* Dopodiché però mi sono chiesto: ma alla luce di questo fatto, gli analisti bancari, quelli che hanno scritto questa mail, erano tranquilli rispetto al sistema bancario italiano? E in particolare rispetto a questo tema, cioè la dipendenza dall'estero, la possibilità che l'accesso al mercato fosse compromesso. Sono andato un po' a vedere che cosa hanno pubblicato in quelle settimane lì, cioè non sei mesi prima o un anno dopo, ma in quelle settimane lì. Ed è interessante, perché gli analisti bancari pubblicano un rating che si chiama BICRA, in gergo, sta per Banking Industry Credit Rating e non me lo ricordo più, ma se volete ve lo cerco, che è il rating del sistema bancario italiano, quindi non di Banca Intesa o di Unicredit, ma del sistema bancario, cioè quello di cui stiamo parlando proprio in questo momento. E il 18 ottobre 2011, quindi non un anno prima, avevano declassato il sistema bancario italiano, portando il punteggio BICRA da 2 a 3, e perché, come sempre qualunque decisione di rating ha la Rational e voi potete leggere le motivazioni, dice: "Incorpora anche la nostra opinione circa le accresciute difficoltà fronteggiate dalle banche, i costi di provvista sono cresciuti, l'accesso delle banche al mercato all'ingrosso, che è fatto, perdonatemi, soprattutto di non residenti, è chiaro che se sono banche residenti, con banche residenti è una partita giro, è un attivo e un passivo, no? Si sta restringendo.

Di più, andiamo a collocarci meno di quattro settimane dopo il downgrade. C'è un nuovo aggiornamento del BICRA, e questa volta lo peggiorano da 3 a 4. Cosa scrivono per motivare la Rational? "Riteniamo che il rischio di provvista sistemica per le banche italiane sia cresciuto. La provvista fornita dalla BCE è cresciuta fortemente", cioè la BCE ci sta mettendo una pezza, se mi passate l'espressione, posto che gli investitori di mercato, le altre banche, i fondi stanno riducendo il loro contributo, la BCE sta finanziando con delle operazioni tampone le banche italiane. Le banche italiane, lo scrivono gli analisti bancari di Standard&Poor's, hanno ampiamente perso il proprio accesso ai mercati esteri del capitale di debito. Questo riduce la loro capacità di rinnovare il debito quest'anno. E guardate, al di là delle date di questi due comunicati, il problema della difficoltà di accesso ai mercati delle banche italiane era un problema conclamato. Io ho lavorato per tanti anni all'EBA, che è l'autorità bancaria europea. Il presidente dell'EBA è una autorità di vigilanza sulle banche che lavora per la Commissione, il presidente dell'EBA è un italiano, e ho trovato questo lancio di agenzia dell'8 novembre 2011, quindi torniamo indietro un paio di mesi rispetto al downgrade, dove Enria dice chiaramente che l'accesso al finding per le banche italiane in quel momento lì è bloccato. E la stessa Banca d'Italia, quando poi nel maggio 2012 pubblica la relazione annuale sul 2011, dice: "Il 2011 ha due facce, primo semestre, secondo semestre", vedete questi due blocchetti colorati? "Nel primo semestre tutto sommato le cose sono andate in maniera abbastanza normale. Nel secondo semestre in realtà, i non residenti sono scappati, si sono ridotti i depositi, si sono ridotte le posizioni aperte presso le controparti centrali e chi ci ha messo la pezza? Il blocco verde, l'Eurosistema, la BCE, sostanzialmente. Allora, soltanto per dire che queste difficoltà di finding (*finding*; n.d.e.) cui fa riferimento la

bozza di Research Update, francamente mi sembrano abbastanza conclamate. Allora, per mettere il punto su questa vicenda, uno si chiede: "Ma chi ha ragione?". Mi rendo conto che potrebbe non soddisfarvi come risposta, però dalla loro specifica prospettiva hanno ragione tutti e due perché, tirando le somme, gli analisti sovrani vedono questo debito della pubblica amministrazione 750 miliardi e delle banche 600 miliardi, vedono che è il 150%, il 120%, totale 270% delle entrate correnti, dicono: "Oh Italia, hai un problema di forte titolarità del debito estero, sia per la pubblica amministrazione, sia per le banche!". Gli analisti bancari invece dicono: "Sì, però alla fine quanto incide sui prestiti che vengono fatti all'economia italiana? Il 15%. Be' dai, non è il 50%, non è il 70%. È un dato incoraggiante". E' un problema, secondo me, di prospettive. Peraltro questo 15%, lo richiamo una volta di più, è il dato netto. Gli stessi analisti bancari dicono che il dato lordo è il 36%, e secondo me forse ha più senso guardare al dato lordo.

Allora, come va a finire la vicenda, lo sapete. Va a finire che nel comunicato finale si decide per una redazione più neutra e si dice: "L'elevato importo assoluto del debito estero". Mi chiedete se questa frase smentisce la precedente, se apporta una sostanziale modifica? A me francamente sembra di no. A me sembra che la realtà è quella che vi ho raccontato. Qui si fa riferimento all'importo assoluto, peraltro la parola "banche" non scompare dal comunicato, perché viene citata poi qualche riga più avanti, e quindi io francamente non ci vedo una correzione di sostanza fogli 36-54 del verbale trascrittivo dell'udienza del 9.6.2016)

In sede di controesame il predetto consulente, oltre a mostrare reticenza in ordine al proprio consolidato rapporto professionale con S&P, ha dovuto ammettere che egli, utilizzando la metodologia di S&P, era giunto all'esito della propria analisi al medesimo risultato in termini di attribuzione di rating (BBB+), ma non aveva certezza che S&P avesse utilizzato gli stessi dati.

15.b Ugo Panizza

Anche il Prof. Ugo Panizza¹¹³ - che come sottolineato a verbale da uno dei difensori avrebbe "fatto la prova del nove sull'esercizio del professor Resti", si è prima diffuso sul rischio esterno, classificando l'Italia "tra i Paesi sovrani con valuta attivamente negoziata (secondo gruppo del RAMP- *Rating Metology Profile*)¹¹⁴, quindi al pari del prof. Resti è tornato sul

¹¹³ Il prof. Panizza, come risulta dal verbale di udienza e dalla produzione documentale depositata in Cancelleria dai difensori degli imputati Kraemer, Zangh e Gill e di S&P in data 9.9.2016, ha esaminato essenzialmente la situazione economica correlata al taglio dell'*outlook* - da stabile a negativo - del 21 maggio del 2011.

¹¹⁴ Cfr. Tavola 5, foglio 21 del *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, June 30, 2011*:

Tabella 5 Valutazione del punteggio esterno del rating sovrano Su una scala da 1 a 6, dal migliore al peggiore			
	Paesi sovrani con una valuta di riserva	Paesi sovrani con una valuta attivamente negoziata	Altri paesi sovrani: misura liquidità esterna del Paese
			Fabbisogno finanziario esterno/lordo (Entrate di conto corrente + riserve disponibili)

“debito netto ristretto” e sull’incidenza del disavanzo delle partite correnti nell’aggiustamento dei punteggi.

Ha fornito una definizione della nozione di “prociclicità” diversa da quella riferita dal prof. Carlo Padoan, assumendo che andrebbe correttamente intesa nel senso che sarebbe il mercato a determinare le azioni di rating (“il mercato si muove e poi l’agenzia si muove, questo un modo, in un certo senso l’agenzia risponde al mercato”) e non che il rating determina

				meno del 50%	50-100%	100-150%	Oltre il 150%
Misura dell’indebitamento esterno di un Paese: Debito (attivo) esterno netto ristretto/entrate di conto corrente (%)	Meno del (50)%	1	1	1	1	1	2
	0-(50)%	1	1	1	1	2	3
	0-50%	1	2	1	2	3	4
	50-100%	2	2	2	3	4	5
	100-150%	2	3	3	4	5	5
	150-200%	3	4	4	5	5	6
	Oltre il 200%	3	4	5	6	6	6
Fattori di correzione positivi				Fattori di correzione negativi			
<p>I seguenti fattori modificano il punteggio esterno iniziale di un livello (cfr. paragrafo 76):</p> <ul style="list-style-type: none"> Paesi che presentano una posizione esterna netta significativamente più solida. Viene effettuata una correzione quando la posizione netta degli investimenti internazionali è costantemente maggiore dell’indebitamento esterno netto ristretto per il 100% delle entrate di conto corrente, grazie a importanti asset liquidi nel settore privato non finanziario. Paesi sovrani con una valuta attivamente negoziata che presentano avanzi costanti delle partite correnti. 				<p>I seguenti fattori modificano il punteggio esterno iniziale di un livello (cfr. paragrafo 76):</p> <ul style="list-style-type: none"> Paesi esposti a un rischio di deterioramento mercato del finanziamento esterno causato da: (i) improvvisa riduzione della disponibilità di finanziamenti ufficiali, (ii) improvvisa riduzione delle linee interbancarie transfrontaliere, (iii) improvvisa perdita dei depositi dei non residenti, (iv) improvviso spostamento degli investimenti diretti esteri su investimenti azionari di portafoglio. Paesi esposti a una significativa volatilità in termini di scambi, misurata come deviazione standard dei cambi nella ragione di scambio costantemente superiore al 10%§ (a meno che il Paese non abbia una posizione attiva esterna netta superiore al 50% delle entrate di conto corrente a compensazione di questa volatilità). Paesi in cui il basso debito estero è espressione di vincoli imposti alla possibilità di contrarre debito. Paesi con incongruenze significative nei dati. Paesi con una valuta attivamente contratta con disavanzo elevato delle partite correnti (costantemente oltre il 10% delle entrate di conto corrente) o un debito esterno a breve termine importante (superiore al 100% delle entrate di conto corrente). <p>Il seguente fattore modifica il punteggio esterno iniziale di due livelli:</p> <ul style="list-style-type: none"> Paesi sovrani con una valuta attivamente contrattata con disavanzo delle partite correnti molto elevato (costantemente oltre 20% delle entrate di conto corrente). 			
<p>Il punteggio esterno è pari al punteggio iniziale, corretto per un massimo di due livelli in aumento o decremento, sulla base dell’effetto netto dei fattori di correzione sopra delineati.</p>							

l'andamento del mercato ("... *Un'altra possibile interpretazione è l'interpretazione opposta, che l'agenzia si muove ed il mercato risponde all'agenzia*"), sostenendo che la prima interpretazione sarebbe avvalorata dalla letteratura scientifica, i cui riferimenti non sono però stati indicati al Tribunale.

Non ha condiviso le valutazioni effettuate dalla CONSOB nella nota tecnica inviata all'ESMA.

Ha sostenuto erroneamente che i *rating* sono opinioni e non valutazioni, assumendo di non aver esaminato il Regolamento europeo sul *rating*.

Con riferimento al doppio *downgrade* dell'Italia e per quel che attiene in particolare al debito estero e a quello del settore bancario, al pari del prof. Resti ha dovuto ammettere che il debito estero netto del settore bancario all'atto del declassamento non era alto, ma che nel RU il riferimento fosse al debito lordo, tesi neppure sostenuta con convinzione dal prof. Resti:

omissis;

PUBBLICO MINISTERO - *Vado alla penultima domanda. Senta, professore, parliamo un attimo del debito del settore bancario. Il debito netto del settore bancario nei confronti dell'estero era alto o basso?*

DICH PANIZZA - *Il debito netto?*

DICH PANIZZA - *Sì, il debito netto del settore bancario nei confronti dell'estero, era alto o basso?*

DICH PANIZZA - *Il debito netto non era alto.*

PUBBLICO MINISTERO - *Non era alto.*

DICH PANIZZA - *Il debito lordo era alto.*

PUBBLICO MINISTERO - *Che differenza c'è tra il debito lordo bancario e il debito netto bancario?*

DICH PANIZZA - *Il debito netto è la differenza tra quanto le banche italiane hanno preso a prestito da territori esteri e quanto le banche italiani hanno prestato a territori esteri. Questa è la differenza tra debito netto. In un certo senso è se io prendo a prestito diecimila euro dal Presidente e ne presto ottomila a lei, ho un debito netto di duemila euro. Il debito lordo è il debito totale. In questo esempio è quanto ho perso a prestito dal Presidente, e in questo caso sarebbe diecimila euro.*

PUBBLICO MINISTERO - *Quindi parlare di elevata titolarità estera del debito del settore bancario, cosa vuol dire?*

DICH PANIZZA - *Vuol dire che c'è molto debito estero nel settore bancario.*

PUBBLICO MINISTERO - *Cioè, che cosa significa precisamente?*

DICH PANIZZA - *Vuol dire che le banche hanno molto debito estero.*

PUBBLICO MINISTERO - *Cioè, vuol dire che molti Bond bancari sono detenuti da investitori esteri?*

DICH PANIZZA - *Non solo Bond, ci potrebbero essere altro tipo di prestiti, però ce ne sono molti.*

PUBBLICO MINISTERO - *Scusi, ma quello che ha detto... io adesso le leggo un passo di quello che dichiara il Governatore Draghi, dal Governatore della Banca d'Italia a proposito del sistema bancario italiano. Queste dichiarazioni sono state acquisite con il consenso delle Parti, e leggo testualmente: "Il sistema bancario italiano..."*

AVVOCATO GOLINO – Scusi, in che data? Perché se sono le sommarie informazioni, sono del maggio 2010.

PUBBLICO MINISTERO – No, le sommarie informazioni sono delle gennaio 2011.

AVVOCATO GOLINO – Gennaio 2011, quindi un anno prima dei fatti contestati in cui si parla di elevato debito bancario, va bene.

PUBBLICO MINISTERO – Gennaio 2011.

AVVOCATO GOLINO – 13 gennaio 2012, esattamente un anno prima.

PUBBLICO MINISTERO – Io sto parlando di gennaio 2011, mi sto riferendo adesso all'azione di rating del gennaio 2012.

AVVOCATO GOLINO – Quindi Draghi rende a lei queste dichiarazioni un anno prima dell'azione di rating.

PUBBLICO MINISTERO – Esattamente.

AVVOCATO GOLINO – Per contestualizzare.

PUBBLICO MINISTERO – Vediamo che cosa è successo tra il 2011 e il 2012 nel settore bancario. Si parla di debito bancario nei confronti dell'estero, basso. Per essere diventato alto, come dice Standard&Poor's, in un anno, gennaio 2011, 2012 che cosa è successo? Ci dà un dato quantitativo, se c'è?

DICH PANIZZA – Guardi, il dato c'è, però non me lo ricordo, dottor Ruggiero. Però le posso dire... prima cosa vorrei... non so se il Governatore Draghi in questa affermazione si riferisce esattamente a quello che le dicevo, un debito lordo o debito netto.

PUBBLICO MINISTERO – *Debito netto del settore bancario verso l'estero, basso.*

DICH PANIZZA – Questo conferma quello che le ho detto io.

PUBBLICO MINISTERO – *E conferma anche quello che sostengo io, cioè la quantità di, diciamo così, Bond bancari di banche italiani detenuti da investitori esteri o detenuto all'estero.*

DICH PANIZZA – No, non è corretto, dottor Ruggiero.

PUBBLICO MINISTERO – Mi spieghi lei, che cos'è allora il debito estero? Abbiamo capito la differenza, però il debito governativo estero che cos'è?

DICH PANIZZA - Posso rispondere alla prima domanda e posso rispondere alla seconda domanda. Consideri due situazioni. Una situazione in cui un debito estero lordo...

PUBBLICO MINISTERO – Debito estero di chi?

DICH PANIZZA – Le banche italiane hanno un debito estero lordo di cento miliardi, dico un numero a caso, e abbiano anche prestato all'estero novanta miliardi. In questo caso il debito netto delle banche italiane rispetto all'estero è dieci. Potremmo anche considerare un caso in cui le banche italiane hanno preso a prestito dall'estero dieci miliardi e non hanno prestato nulla. Il debito netto è sempre dieci. Penso che sia d'accordo con me. Però il debito lordo è diverso, nel primo caso il debito lordo è cento miliardi, nel secondo caso dieci miliardi.

PUBBLICO MINISTERO – No, non quadrano le cose, scusi, le farà ridere la mia, diciamo così, incapacità di seguirla, però proviamo un attimo a distinguere che cos'è il debito e che cos'è il credito, perché se lei dice che le banche prestano all'estero, sono ovviamente, diciamo così, creditrici.

PUBBLICO MINISTERO – No, non quadrano le cose, scusi, le farà ridere la mia, diciamo così, incapacità di seguirla, però proviamo un attimo a distinguere che cos'è il debito e che cos'è il credito, perché se lei dice che le banche prestano all'estero, sono ovviamente, diciamo così, creditrici.

DICH PANIZZA – Esattamente.

PUBBLICO MINISTERO – *Se invece l'estero presta alle banche, le banche italiane sono creditrici. Allora noi facciamo questa valutazione, poiché nel rapporto di Standard&Poor's con il doppio declassamento del 13.1.2012 si dice che questo nasceva da una elevata titolarità estera del debito governativo e del settore finanziario bancario, quando si parla del debito, non di credito, si sta parlando, come debito del settore*

bancario, quantità di debiti delle banche italiane, verso gli investitori esteri. Cioè, quanti... facciamo un esempio, Bond, per usare una parola, quanti Bond bancari italiani fossero detenuti all'estero.

AVVOCATO GOLINO – Quindi lordi.

PUBBLICO MINISTERO – Avvocato Golino, mi faccia seguire un discorso perché poi non cogliamo il senso della domanda. E' come dire, quanto debito italiano governativo sta all'estero? Cioè, se abbiamo milletrecento miliardi di Bond italiani, quanti ce ne hanno gli italiani e quanti ce ne hanno gli stranieri? Questo è tutto. Facendo un discorso di quanto debito bancario esiste, quanta parte di debito bancario di banche italiane ce l'abbiamo noi italiani, quante obbligazioni di Banca Intesa abbiamo noi italiani e quanti ce ne hanno invece gli stranieri? Poiché il rapporto di Standard&Poor's di doppio declassamento parla di elevata titolarità estera del debito del settore bancario, si sta riferendo al netto o al lordo?

DICH PANIZZA – Be', qua c'è stato...

PUBBLICO MINISTERO – Perché parliamo di debito, non di credito. È chiaro che se le banche prestano, sono creditrici, ma qua parliamo di debito, quindi non si scherza sulle parole. Debito bancario, così come debito governativo vuol dire Bond italiani detenuti dall'estero, Bond bancari detenuti dall'estero. Allora, è debito netto o lordo?

DICH PANIZZA – Allora, il dottor Kraemer ha spiegato che la logica...

PUBBLICO MINISTERO – Lasci stare Kraemer, ci dica lei, debito bancario ad elevata titolarità estera cosa significa? Il netto o il lordo?

DICH PANIZZA – Allora, io questa frase la interpreterei, se non c'è la parola "netta", la interpreterei come lorda, se non c'è la parola "netta", la interpreterei come netta.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene.

DICH PANIZZA – Se vuole, posso spiegare anche il motivo per cui questo conta. Questo conta, se posso tornare all'esempio di prima, supponiamo che io ho preso a prestito dal Presidente diecimila euro e ho prestato al dottor Ruggiero ottomila euro. Ho un debito di duemila euro netto. Mettiamo anche che sia il debito con il Presidente, che il credito che ho fatto con il dottor Ruggiero, tutti e due scadano tra cinque anni. Questo vuol dire che io tra cinque anni dovrò avere duemila euro, perché riceverò ottomila dal dottor Ruggiero, ne dovrò dare diecimila al Presidente, e tra cinque anni dovrò avere questi duemila euro. Se io ho questi duemila euro, non ho nessun problema, è d'accordo con me?

PUBBLICO MINISTERO – Sì.

DICH PANIZZA – Allora, supponga invece che la situazione... quindi l'unica cosa che conta è il debito netto e la mia capacità di generare questi duemila euro. Supponga invece che io le ho fatto un prestito come prima a cinque anni, sempre di questi ottomila euro, però il Presidente mi ha fatto un prestito di diecimila euro ad un anno. Quindi io tutti gli anni dovrò trovare i diecimila euro per... o il Presidente decide di rinnovare il prestito ancora di un anno, oppure devo trovare, che so io, l'Avvocato Golino che mi presti diecimila euro, così posso pagare il Presidente e ho un debito con lui. Questo, in una situazione di questo tipo, in una situazione di crisi finanziaria in cui è difficile rifinanziare il debito, il debito lordo è molto importante, sì, perché è vero che io ho crediti con qualcun altro, però se i miei debiti, che sono molto alti in valore, scadono e non c'è nessuno che mi presta i soldi, o se quelli che mi prestano i soldi mi chiedono tassi di interesse molto più alti, perché il Presidente potrebbe dire: "Te li ripresto i soldi", però io prima li avevo prestati al dottor Ruggiero al 5%, lei me li ha prestati al 4%, poi lei mi dice: "Te li ripresto, però adesso voglio il 10%", e di nuovo è un problema. Quindi

tutte e due le misure sono importanti, come ho spiegato. Il debito lordo se penso a due debiti con la stessa scadenza o senza nessuna possibilità di rifinanziamento, il debito netto, chiedo scusa. Il debito lordo invece è molto importante se c'è un rischio della mia capacità di rifinanziamento, perché devo rifinanziare tutto. Questo ci ricorda un po' il discorso che ho fatto all'inizio, sui problemi legati al fatto che la maturità media, la scadenza media del debito italiano si stava accorciando, e questo è esattamente o stesso problema, perché se io ho milletrecento miliardi di debito e ne devo rifinanziare il 10% all'anno, ho delle necessità di rifinanziamento molto diverse rispetto ad una situazione in cui la scadenza media è di un anno e devo rifinanziare milletrecento miliardi tutti gli anni. Questo volevo solo spiegare perché la differenza tra debito lordo e debito netto.

PUBBLICO MINISTERO – Senta professore, io devo fare una precisazione. Se stiamo dicendo che il debito netto significa quanto le banche italiane devono all'estero, è giusto?

DICH PANIZZA - Meno quello che l'estero deve alle banche italiane. Questa è la definizione di netto.

PUBBLICO MINISTERO -- Quindi, se sappiamo che il debito netto è basso, mi scusi professore, qual è la preoccupazione per il settore bancario? Cioè, se ci sono poche... Draghi ci sostiene un anno prima del downgrade che il debito bancario netto verso l'estero, cioè i Bond bancari da ripagare delle banche verso l'estero sono bassi, mentre saranno alti invece i prestiti che le banche hanno fatto all'estero, quindi maggiori i crediti che le banche italiane hanno dall'estero, va benissimo.

DICH PANIZZA – No, guardi, dottor Ruggiero...

PUBBLICO MINISTERO – Allora ci spieghi meglio.

DICH PANIZZA – Ed è esattamente il motivo per cui le ho detto... perché se anche il debito netto non è così alto perché le banche hanno sia crediti che debiti, se il debito lordo, quindi non senza sottrarre i crediti, è molto alto...

PUBBLICO MINISTERO – *Ma se il debito lordo... scusi, lei ha detto che il debito lordo significa anche i prestiti che le banche fanno all'estero.*

DICH PANIZZA – No, no, se ho detto questo chiedo scusa. Il debito lordo è solamente... è un debito, è solamente quando le banche prendono a prestito, sono i debiti delle banche, non i crediti. Chiedo scusa se ho detto questo, non intendevo dirlo.

PUBBLICO MINISTERO – E quindi la differenza, scusate, tra debito lordo e debito netto in relazione all'estero qual è?

DICH PANIZZA – Allora, il debito lordo è il totale dei debiti delle banche italiane rispetto all'estero. Questo è il debito lordo. Il debito netto è quello, meno i crediti.

PUBBLICO MINISTERO – *E quali sarebbero questi... cioè, per raggiungere questo dato quantitativo, se il debito netto abbiamo detto che è basso, che cosa può rendere preoccupante la situazione? Perché è questo che...*

DICH PANIZZA – Quello che le ho spiegato prima, che ci potrebbe essere un problema di rifinanziamento che è legato al fatto che il debito...

PRESIDENTE – In termini di scadenza.

DICH PANIZZA – In termini di scadenza, il Presidente ha capito.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene, allora io mi fermo.

DICH PANIZZA – Vorrei solamente aggiungere un piccolo dato a questo. Il fatto che le banche italiane avessero questi problemi a rifinanziarsi sui mercati internazionali è esattamente quello che ho discusso prima.

che quando tutti hanno smesso di prestare alle banche italiane, l'unica cosa che le banche italiane hanno potuto fare è stato andare a bussare alla porta alla Banca Centrale Europea, esattamente perché avevano problemi a rifinanziare questo debito.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, ma lei è d'accordo sul giudizio espresso da Draghi sulla robustezza del sistema bancario italiano?

AVVOCATO GOLINO – Possiamo citarlo di quando?

PUBBLICO MINISTERO – Sempre 2011, sempre quella famosa... la rileggo, la rileggo.

AVVOCATO GOLINO – Sì, grazie.

PUBBLICO MINISTERO – *Testuali parole, Governatore Draghi: "Il sistema bancario italiano è robusto". Se vuole continuo, ma fermiamoci un attimo qua. Lei è d'accordo con Draghi che il sistema bancario italiano è robusto? O è gracile?*

DICH PANIZZA – Vorrei fare due affermazioni. La prima affermazione è: questa cosa è stata detta da Draghi un anno prima.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi nel gennaio 2011 è robusto e...?

DICH PANIZZA – No, no, questa è la prima parte della mia affermazione.

PRESIDENTE – Un dato di fatto.

DICH PANIZZA – Quindi, un dato di fatto, questa è una affermazione fatta un anno prima dei fatti. E in questo anno, e specialmente dal settembre al gennaio, come ho fatto vedere prima, la situazione si era molto deteriorata. Quindi, questa è la prima valutazione. Quindi, è vero che il sistema bancario nel gennaio 2011 fosse più robusto del sistema bancario italiano nel gennaio 2012. Questo è vero...

PUBBLICO MINISTERO – Era robusto anche nel gennaio 2012.

DICH PANIZZA – Ho detto...

PUBBLICO MINISTERO – Più robusto, ha detto.

DICH PANIZZA – Ho detto che era più robusto.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi era anche robusto nel 2012.

DICH PANIZZA – No, no, no, chiedo scusa, se io dico "più robusto" bisogna vedere un po' il punto di partenza. Il Governatore della Banca d'Italia, che è la persona incaricata di tutelare la stabilità del settore finanziario italiano, tra le altre cose, sarebbe stato molto difficile per il Governatore della Banca d'Italia fare qualsiasi altra affermazione. Avendo detto questo, però, se lei questo lo può prendere come vuole, però c'è un dato di fatto, che la situazione dal gennaio 2011 al gennaio 2012 si è molto deteriorata. Quindi sarebbe possibile che il sistema era robusto nel gennaio 2011 e che non lo fosse nel gennaio 2012. Questo è quello che le posso dire. Io un'analisi della robustezza del sistema bancario italiano nel gennaio 2011 non l'ho fatta, quindi non sono in grado di valutare le affermazioni fatte dal Governatore Draghi nel gennaio 2011.

PUBBLICO MINISTERO – Quindi lei sta sostenendo che quello che Draghi ha detto nel gennaio 2011 non era perfettamente aderente alla realtà perché era difficile che lui potesse...?

DICH PANIZZA - No, non ho detto questo.

PUBBLICO MINISTERO – Allora, rileggiamo un attimo quello che ha detto il professore, ha detto che è difficile che il Governatore potesse...

PRESIDENTE – Ma lui ha fatto l'analisi...

PUBBLICO MINISTERO – Lei non può valutare se era robusto o non era robusto. Io le ho chiesto se condivideva la valutazione sul sistema bancario che la massima autorità italiana bancaria affermava sul sistema. Robustezza. Lei è d'accorso su quella valutazione? Sì o no?

DICH PANIZZA – Allora, penso di avere spiegato, io non ho fonti per valutare questa affermazione a gennaio 2011.

PUBBLICO MINISTERO -- *Okay, non può valutare ascolti, io adesso vado avanti in quella valutazione. Si dice: "Il sistema bancario italiano è robusto. Il deficit di parte corrente è basso. Il risparmio è alto. Il debito complessivo di famiglie, imprese e Stato è basso rispetto ad altri Paesi. Il debito netto nei confronti dell'estero è basso. 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". Questo giudizio molto puntuale lo condivide o no?*

DICH PANIZZA - Guardi, io non ho... come le ho detto, non ho gli elementi per valutare tutte queste cose a gennaio 2011. Quello che io le posso dire...

PUBBLICO MINISTERO – Però a maggio 2011 ce le aveva, perché siccome lei ha parlato di maggio 2011, parliamo di cinque mesi prima. Quindi lei sta dicendo che le analisi che lei ha fatto a partire dal maggio 2011, sono analisi che lei avrà fatto supportandola con dati, non valgono però quei dati per poter anticipare di cinque mesi l'analisi sul sistema bancario italiano?

DICH PANIZZA – Vede, dottor Ruggiero, di nuovo lei sta mischiando un po' i diversi indicatori.

PUBBLICO MINISTERO – No, non sto mischiando, le chiedo, lei ha fatto un'analisi di dati anche sul sistema bancario, da maggio 2011 a gennaio 2012. Queste frasi venivano affermate sul sistema bancario italiano da Banca d'Italia a gennaio 2011. Lei è in grado o non è in grado con lo studio che ha fatto di esprimere una valutazione di aderenza o meno a questa valutazione di Banca d'Italia?

DICH PANIZZA – Se mi permette di rispondere, le mie analisi sono state basate su quello che diceva Standard&Poor's, in un certo senso e sulle motivazioni alla base delle azioni di Standard&Poor's. Standard&Poor's a maggio non dice nulla sulle banche italiane, quindi io a maggio non ho fatto...

PRESIDENTE -- Non ha approfondito.

DICH PANIZZA – Non ho fatto una analisi sulle banche italiane. Quando il problema delle banche italiane diventa rilevante è dopo ottobre, novembre, dicembre. In questo caso io le ho mostrato parecchi dati, che in questo periodo la situazione era effettivamente critica, dati della Banca d'Italia, affermazioni della Banca d'Italia, ho fatto vedere che dice: "Il mercato del credito all'ingrosso ha cessato di funzionare", ed altre cose. Di nuovo, quindi io chiaramente non posso aver analizzato tutto, io ho concentrato la mia analisi sulle motivazioni, penso sia una strategia giusta, sulle motivazioni alla base delle azioni di Standard&Poor's. Le azioni di maggio non erano basate su quello che avveniva al sistema bancario, erano basate sulla crescita e sulla instabilità politica e la mia analisi si è concentrata su questo (Fogli 155-167 del verbale trascrittivo dell'udienza del 15.9.2016).

Entrambi i consulenti, il prof. Resti e il prof. Panizza hanno posto l'accento sul "rischio di deterioramento del credito e di liquidità", giustificando l'aggiustamento del punteggio negativo anche per il rischio estero riferito al settore bancario, mentre la Banca d'Italia, nel

Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 del novembre 2011, forniva un quadro completamente diverso da quello descritto dai predetti consulenti:

“3.3 La provvista delle banche, il rischio di liquidità, il rischio di rifinanziamento.

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 pur se in calo rispetto ai mesi scorsi” (fogli 43-45 del Citato rapporto e Tavole con i grafici ivi riportati).

15.c Luigi Zingales

Il prof. Luigi Zingales, consulente tecnico di S&P, citato dalla difesa dell'imputato Deven Sharma, nel corso della sua testimonianza all'udienza del 2.12.2016, ha illustrato il proprio elaborato (“ *L'Italia sull'orlo del baratro 2010-2012*”), descrivendo in primo luogo il proprio *curriculum* professionale e puntualizzando che egli svolge raramente la funzione di consulente tecnico e solo quando, come nel caso di specie:

1. crede fermamente nelle ragioni sottostanti;
2. la causa ha un aspetto importante di politica economica.

Nelle *slides* presentate ha preteso di spiegare come si è svolta la crisi dell'euro, illustrando le due fasi (fino all'estate del 2011, guidata dalle aspettative di crescita e dalla politica di bilancio italiana; dopo l'estate del 2011, guidata dalle aspettative rispetto alla condotta della BCE).

Ha individuato, quindi, nell'ordinanza di custodia cautelare emessa il 7 luglio dal Tribunale di Napoli nei confronti del deputato Marco Milanese, braccio destro dell'allora Ministro dell'Economia Tremonti la “scintilla”, riportando valutazioni che egli aveva effettuato all'epoca sugli organi di stampa.

Si è diffuso, quindi sulla crisi del debito sovrano nell'eurozona, sul salvataggio da parte della BCE il 21 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012 e sugli effetti temporanei sullo *spread*,

analizzando anche i successivi interventi con la creazione del programma “*Outright Monetary Transactions*” (OMT) per l’acquisto di titoli sovrani emessi dagli Stati membri dell’Eurozona a determinate condizioni, con effetti positivi sullo *spread*, ulteriormente ridotto dal programma di *quantitative easing*, annunciato il 22 gennaio 2015, ancora in corso.

All’esito di tale esame, il prof Zingales ha effettuato la propria analisi *ex post*, concludendo che la situazione attuale sarebbe “*sostenibile solo grazie alla politica monetaria estremamente accomodante della BCE*” e che “*in mancanza l’Italia sarebbe nuovamente nei guai*”.

Nella seconda parte del proprio elaborato il prof. Zingales ha spiegato cosa esprimono i *rating*, illustrando il loro andamento durante la crisi, per affermare che le analisi e, quindi, le azioni di *rating* di S&P nei confronti dell’Italia, prima e dopo l’estate del 2011 erano state corrette.

In estrema sintesi, secondo, la valutazione del prof. Zingales:

- “La crisi italiana dell’euro nel 2011-2012 è stata una conseguenza di
 - debolezza di alcuni aspetti fondamentali dell’Italia (ancora presente);
 - debole struttura istituzionale dell’euro.
- Anziché promuovere questa crisi, le agenzie di rating hanno finito per illustrarla e suggerire le risposte giuste.
- Essendo formulati “*through-the-cycle*”, i *rating* hanno attenuato le fluttuazioni degli indicatori provenienti dal mercato” (cfr. slide a foglio 96 dell’elaborato).

Con particolare riferimento al settore bancario il prof. Zingales ha illustrato “il *feedback* negativo del *loop* banche - debito sovrano”, nella slide a foglio 45, poiché:

- elevati *spread* del debito sovrano hanno un impatto negativo sulle banche (sul valore attivo e sui costi di finanziamento).
- Banche più deboli minano la credibilità del debito sovrano (necessitano di un *bailout*; non concedono prestiti e rallentano l’economia)”.

Il prof. Zingales, nel corso della propria testimonianza, è tornato sui vasti temi di natura macroeconomica indicati, riproponendo la propria lettura in chiave di politica economica, relativa ad un vasto arco temporale, la cui validità scientifica non è stata verificata al pari di quella offerta dai consulenti prof. Resti e prof. Panizza, che si sono occupati del contesto macroeconomico, perché non strettamente rilevante ai fini dell’accertamento degli addebiti contestati nell’imputazione.

A conferma della irrilevanza delle valutazioni del qualificato consulente di parte e del sospetto di parzialità della sua valutazione politico-economica sul nostro Paese dal 2010 al 2015 (periodo oggetto dell'analisi di carattere generale dallo stesso effettuata), va rimarcato che alcun contributo utile il teste ha fornito su temi specifici di analisi afferenti alla falsità contestata in imputazione con riferimento all'ammontare del *external debt* del settore bancario, asserendo in maniera singolare di non aver approfondito il tema, come risulta documentato dal verbale di udienza, che si riporta nella parte di interesse, al solo fine di fotografare l'atteggiamento elusivo del teste a fronte di domande precise formulate dal P.M. e dal Collegio:

omissis;

AVVOCATO GOLINO – Questo in realtà lo dice anche la Banca d'Italia nella relazione del novembre. Allora, alla luce di tutto questo, io voglio leggerle un passaggio del Research Update di Standard&Poor's del downgrade del gennaio del 2012: *“Il declassamento riflette quelle che a nostro avviso sono le crescenti vulnerabilità dell'Italia ai rischi di finanziamento esterno, data l'elevata titolarità straniera del suo debito pubblico e finanziario. L'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'Eurozona, sta esacerbando a nostro avviso le difficoltà di provvista esterna nel settore italiano, pubblico e privato”*. Però scusi, prima di fare la domanda su questo, io vorrei tornare un attimo alla tabella, cioè, alla luce di tutto quanto lei ha detto e riguardando la tabella che le ho prodotto inizialmente, a suo avviso, e guardando principalmente alla colonna numero 1 e alla colonna numero 2, i cui numeri sono corretti perché sono identici a quelli della relazione di Banca d'Italia, secondo lei l'Italia stava messa peggio o stava messa meglio degli altri Paesi comparabili, diciamo, come economie?

PRESIDENTE – Ma è un giudizio di estrema sintesi.

AVVOCATO GOLINO – E' un giudizio tecnico.

PRESIDENTE – E non è tecnico, è di sintesi assoluta.

PUBBLICO MINISTERO – Giudice, io...

AVVOCATO ALLEVA – Presidente, il Pubblico Ministero ha posto la stessa domanda, quindi se è stata ammessa ieri, le chiederei di ammetterla...

PRESIDENTE – Va bene, ma ci dovrebbe dare i dati anche...

PUBBLICO MINISTERO – Giudice, i dati, i dati...

AVVOCATO GOLINO – No, ci sono i dati di tutti i Paesi, Presidente.

PUBBLICO MINISTERO – Ce li avete.

PRESIDENTE - Con riferimento a questa tabella?

AVVOCATO GOLINO – Certo.

PRESIDENTE – I dati nelle due colonne.

AVVOCATO GOLINO – Esatto.

PRESIDENTE - Se il risultato è quello affianco, c'è bisogno?

AVVOCATO GOLINO - Siccome si mette in dubbio il mio calcolo, volevo capire se l'Italia stava messa meglio o peggio, o se era ragionevole dire che l'Italia stesse messa peggio delle altre economie comparabili, da

questo punto di vista. Cioè, dal punto di vista delle vulnerabilità che nascono dalla alta detenzione di debito in mani estere. Punteggio esterno.

DICH ZINGALES – *Guardando alla percentuale del debito pubblico detenuto da non residenti su P.I.L., che è la variabile importante, vediamo che ci sono due Paesi che sono messi peggio dell'Italia e sono la Grecia e l'Irlanda, due Paesi che all'epoca erano sotto un programma del Fondo Monetario Internazionale e della Troika, sostanzialmente. Quindi avevano un aiuto esterno. L'Italia è subito dopo.* Tra l'altro, non ho voluto tediare troppo la Corte, ma in novembre del 2011 nel famoso incontro di Cannes di Berlusconi e di altri leader, Berlusconi fu incastrato perché cercavano di dargli un prestito del Fondo Monetario Internazionale proprio perché il resto dei Paesi europei era preoccupato della vulnerabilità dell'Italia ad una crisi, diciamo, di bilancio di pagamenti. È un po' ironico parlare di una crisi di bilancio dei pagamenti nell'ambito dell'Eurozona, però è esattamente quello che è successo in quel periodo, e quello che ha creato l'instabilità. *Quindi la risposta, mi scuso di essere stato così lungo, la risposta è sì. Cioè, c'erano Paesi che stavano peggio, tanto che erano sotto tutela del Fondo Monetario Internazionale. L'Italia era la prossima nella lista.*

AVVOCATO GOLINO – Grazie. Quindi, riprendendo questo passaggio, io le vorrei chiedere se dal suo punto di vista di osservatore autorevole e qualificato dei mercati internazionali, se questa frase le sembra coerente con quello che lei ha appena spiegato e con quella che era la situazione effettiva, o se le sembra che ci siano degli elementi non corretti o ingannevoli. *“Il declassamento riflette quelle che a nostro avviso sono le crescenti vulnerabilità dell'Italia ai rischi di finanziamento esterno, data la elevata titolarità straniera del suo debito pubblico e finanziario. L'aggravamento delle problematiche politiche, finanziarie e monetarie all'interno dell'Eurozona, sta esacerbando, a nostro avviso, le difficoltà di provvista esterna nel settore italiano pubblico e privato”.* Lei ci nota qualcosa? È coerente?

DICH ZINGALES – Sì, è coerente.

AVVOCATO GOLINO – Ci nota qualcosa di ingannevole o falso in questa dichiarazione?

DICH ZINGALES – *No.*

AVVOCATO GOLINO – Grazie, non ho altre domande.

PRESIDENTE – Va bene. Pubblico Ministero?

ESAME DEL PUBBLICO MINISTERO:

PUBBLICO MINISTERO – Professore Zingales, come le ho detto quando ci siamo presentati prima, io ho una grande stima nei suoi confronti e sono molto contento che lei ci rappresenti così autorevolmente nel mondo. Però oggi abbiamo delle posizioni diverse che si alimentano non di opinioni, ma di numeri. Per questo parto dall'ultima domanda che le ha fatto l'Avvocato Golino a cui lei ha risposto immediatamente, diciamo così, quasi come una sorta di rifletto condizionato, e le chiedo: poiché le motivazioni che Standard&Poor's pone a base del declassamento dell'Italia si fondano, si poggiano sulla elevata titolarità estera – ripeto quello che ha detto l'Avvocato Golino, che poi è quello che dice Standard&Poor's – elevata titolarità estera del debito pubblico e finanziario, le domando, il debito finanziario, cioè bancario estero italiano era alto o basso a quella data? Perché noi sappiamo che era il 15%, secondo quello che dice Panichi, 21% quello che dice la Banca d'Italia nel dato, che se vuole le mostro, ma se non vuole, do per scontato che la Banca d'Italia dica il vero.

DICH ZINGALES – Intanto il 15% di cosa?

PUBBLICO MINISTERO – Il debito bancario totale italiano totale ha, come lei sa, una quota parte detenuta da creditori non residenti, quella che noi chiamiamo, è stata chiamata nei testi debito bancario estero, cioè debito...

Omissis;

PUBBLICO MINISTERO – Bene, allora dicevo, professore Zingales, debito bancario estero sarebbe il debito bancario detenuto da creditori non residenti nella nostra economia. Allora, poiché viene indicata come motivazione fondativa del declassamento, del doppio declassamento del 13.1.2012, l'elevata titolarità estera di debito bancario, mi dica: uno, se lo sa, a quanto ammontava la quantità, quota parte di debito bancario di creditori non residenti; due, se laddove questa quota parte fosse, come diceva Standard&Poor's, come hanno detto qui il 15%/20%, questa fosse alta o bassa.

DICH ZINGALES – *Vado a memoria, ma mi sembra che la quantità di depositi non residenti delle banche fosse intorno ai 443 miliardi, a cui vanno a sommarsi una stima di circa 160 miliardi di obbligazioni, quelle di cui parlavamo prima, detenute da non residenti. Quindi facendo la somma, e la faccio a mente, spero di non sbagliare, è di circa 600 miliardi.*

PUBBLICO MINISTERO – Mi deve dire la percentuale, professore, non mi spaventano i numeri, perché qua io le mostrerò i dati della Banca d'Italia, non parlano di numeri, di soldi, parlano di percentuali. Stiamo parlando di elevata percentuale di debito estero. Adesso io le leggo una cosa, Presidente, mi faccia finire. Nel rapporto sulla stabilità finanziaria, mi segua, numero 3 aprile 2012, pagina 30, ultimo paragrafo, si dice: "Alla fine del 2011..."

Omissis;

AVVOCATO GOLINO – Approfittavo solo di chiedere se possiamo mostrarla al teste.

PUBBLICO MINISTERO – La mostriamo quando finisce la domanda il Pubblico Ministero.

PRESIDENTE – Ancora non ha finito la domanda.

PUBBLICO MINISTERO – Allora Presidente, leggo il documento che poi mostrerò.

PRESIDENTE – Va bene.

PUBBLICO MINISTERO – C'è anche una figura che mostra proprio con la colorazione la quantità di debito bancario di non residenti. "Alla fine del 2011 le passività estere lorde delle banche italiane ammontavano a 870 miliardi di dollari (il 21% delle passività complessive)". Il dottor Renato Panichi, parlando di debito bancario estero... il dottor Panichi lei sa chi è?

DICH ZINGALES – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – Lo conosce?

DICH ZINGALES – Non l'ho mai conosciuto, però so chi è.

PUBBLICO MINISTERO – Ha letto, insomma, che cosa ha scritto?

DICH ZINGALES – Sì, sì.

PUBBLICO MINISTERO – Ha detto che il debito bancario in mano a non residenti, spiegando il concetto che lui esprimeva in una mail, che sicuramente lei saprà, lui inviò ad Eijeen Zhang, era del 15%. Allora, la forchetta è 15% versione Standard&Poor's ufficiale Panichi, 21% delle passività complessive, sistema bancario italiano. Le chiedo: uno, le tornano questi conti? Due: è elevata questa quantità?

DICH ZINGALES – Dunque...

PRESIDENTE – Ma sono documenti che noi conosciamo già.

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Non a lei, Presidente, al teste.

PUBBLICO MINISTERO – Avvocato, non mi dica il mio mestiere. Io mostro prima per correttezza al Presidente, e poi dico al teste cosa sto mostrando al teste, anzi al consulente.

PRESIDENTE – Va bene.

DICH ZINGALES – *Dunque, sì, più o meno, se adesso vado a memoria, sul rapporto dollaro/euro all'epoca, i miei 600 miliardi erano in euro, 1.3, 800 miliardi. più o meno ci siamo.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi tornano i conti.

DICH ZINGALES – Spannometrici.

PUBBLICO MINISTERO – Spannometrici.

DICH ZINGALES – *Spannometrici, il numero mi sembra che sia corretto, da quello che mi ricordo.*

PUBBLICO MINISTERO – Quindi, adesso vediamo in percentuale rispetto al complessivo debito bancario italiano.

DICH ZINGALES – Prima di tutto, come le dicevo prima...

PUBBLICO MINISTERO – Mi dica ad occhio e croce se il 20%, 15% per lei... perché per Standard&Poor's abbiamo sentito che cosa... per lei è alto o basso rispetto al 100%. Standard&Poor's parlava di high.

DICH ZINGALES – *Come spiegavo prima, il rischio di indigestione mangiando una torta non è se lei mangia il 20 o il 30%...*

PUBBLICO MINISTERO – Ma lasci le indigestioni della torta. Io le sto chiedendo il dato oggettivo, perché dopo le dirò anche chi altri ha espresso una valutazione sui numeri. Parliamo di numeri. Il 21% o il 15% è alto o basso come quota parte di debito bancario in mano a non residenti?

DICH ZINGALES – Ma rispetto a che cosa? Alto o basso...

PUBBLICO MINISTERO – C'è scritto lì, guardi, lo legga lì.

DICH ZINGALES – *Non c'è scritto se è alto o basso, qui c'è scritto il 21%.*

PUBBLICO MINISTERO – Di che?

DICH ZINGALES – Delle passività complessive.

PUBBLICO MINISTERO – Delle passività complessive.

DICH ZINGALES – Sì.

PUBBLICO MINISTERO – 21% è alto o basso?

DICH ZINGALES – Le chiedo, per che cosa?

PUBBLICO MINISTERO – Delle complessive passività!

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Scusi Presidente, prima di rispondere, io vorrei un attimo più di tranquillità. Io non intervengo perché non voglio intervenire...

PUBBLICO MINISTERO – Qua c'è sempre il coro alle spalle.

Omissis;

PRESIDENTE – Il teste deve dare la risposta sulla domanda, poi magari commenta e spiega perché quella risposta.

DICH ZINGALES – Voglio dire, se la domanda è: 20% è meno di 100%? La risposta è sì, non c'è bisogno che...

PUBBLICO MINISTERO – Sì che cosa?

DICH ZINGALES – Che 20% è meno di 100%.

PUBBLICO MINISTERO – No, è alto o basso?

AVVOCATO F. ISOLABELLA – No, Presidente! Pubblico Ministero, io chiedo al Presidente di intervenire!

PUBBLICO MINISTERO – Io voglio sapere, da dieci... da dieci minuti, Presidente, sto chiedendo di esprimere...

PRESIDENTE – Non deve interrompere, Avvocato, deve consentire il controesame. Avvocato si sieda! Pubblico Ministero!

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, si chiede al teste, al consulente, se sta meglio o se sta peggio, io sto chiedendo se è alto o basso, per l'onestà intellettuale che riconosco, che tutti riconosciamo a questo professionista, voglio che lei non aggiri la domanda e risponda dicendo...

AVVOCATO F. ISOLABELLA – No, io mi oppongo Presidente, e chiedo di esprimere le ragioni della mia opposizione.

PRESIDENTE – Si può opporre dopo, alla risposta, quando il Tribunale dice di no.

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Non alla risposta, io mi oppongo alla domanda.

PRESIDENTE – E non l'ha fatta finire. Invece il Tribunale l'ha ammessa.

AVVOCATO F. ISOLABELLA – No, no, io mi oppongo...

PRESIDENTE – Non si può opporre, si deve sedere.

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Chiedo scusa, Presidente, forse non sono chiaro, mi lasci finire.

PRESIDENTE – Ma è chiarissimo!

AVVOCATO F. ISOLABELLA – No, mi lasci il modo di...

PRESIDENTE – Il teste deve rispondere alla domanda!

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Chiedo scusa, ma sta rispondendo. Se il Pubblico Ministero non ha un argine e al Pubblico Ministero è consentito alzare il volume come ritiene, chiedo scusa, Presidente, io se no devo chiedere... chiedo scusa, Presidente, è l'esercizio del diritto di difesa, qui viene compresso l'esercizio del diritto di difesa.

PRESIDENTE – Ma non è compresso niente.

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Presidente...

PRESIDENTE – Avvocato, non le permetto di dire che viene compresso l'esercizio del diritto di difesa. Lo avete avuto tutti in maniera ampia, a parità. Quindi se lei si siede, riformulo io la domanda al teste.

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Presidente, però io chiedo una metodologia, io faccio un intervento metodologico. Allora, io sono convinto che certe volte i toni, le masse, le voluminosità materiali...

PUBBLICO MINISTERO – I decibel.

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Incutano timore.

PRESIDENTE – Ad un teste così qualificato?

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Sì, signor Presidente, e io chiedo...

PRESIDENTE – Non penso proprio, Avvocato.

Omissis;

PRESIDENTE – Risponda prima alla domanda, e poi fa i commenti che ritiene di fare e le integrazioni, va bene?

DICH ZINGALES – Sì, ma io non posso rispondere alla domanda se non mi viene dato un criterio. Cioè, se mi chiede la glicemia è alta o bassa?

PRESIDENTE – Rispetto al debito, legga...

DICH ZINGALES – Cioè, se vuole dire che il 20% è meno del 100%...

PRESIDENTE – Non è quello, ha inteso bene, legga. Che c'è scritto? 15% - 20% rispetto...? Pubblico Ministero deve stare seduto!

DICH ZINGALES – Delle passività complessive.

PRESIDENTE – Ecco, faccia... questa valutazione le è stata chiesta. Risponda a questa domanda.

DICH ZINGALES – Scusi, che valutazione faccio? Che il 21% è meno del 100%? Cioè, che valutazione mi chiede di fare? Non capisco.

PRESIDENTE – No, se è alto quel...

PUBBLICO MINISTERO – Se è alto o basso.

DICH ZINGALES – Rispetto a cosa?

PRESIDENTE – Rispetto alle passività.

PUBBLICO MINISTERO – Va bene Presidente, ritiro la domanda.

Omissis;

PUBBLICO MINISTERO – Bene, adesso faccio un'altra domanda, scusi professore, e le chiedo scusa se ho alzato il tono della voce o se i decibel... io chiedo scusa a tutti quanti...

PRESIDENTE – Allora facciamo così, il Tribunale un attimo si ritira.

Il Tribunale si ritira in camera di consiglio alle ore 12:44.

Il Tribunale rientra in aula alle ore 12:51.

PRESIDENTE – Professore, il Tribunale ha necessità di avere solo la sua valutazione, il suo parere su queste circostanze. Se è in grado di illustrarci l'evoluzione delle passività estere lorde delle banche italiane dal 2008 al 2012, limitatamente all'Italia, se ha questi dati, se può andare a braccio o se non li conosce.

DICH ZINGALES – Lei vorrebbe l'evoluzione delle passività tra il 2008...

PRESIDENTE – Estere.

DICH ZINGALES – *Passività estere.*

PRESIDENTE – Estere lorde.

DICH ZINGALES – *No, l'evoluzione, guardi, non è una cosa su cui mi ero preparato a testimoniare, so il livello a fine 2011, ma non ho...*

PRESIDENTE – Non sa i dati precedenti?

DICH ZINGALES – *Non ho memorizzato tutti i dati di come sono cambiati nel tempo, no, mi scusi, ma non...*

PRESIDENTE – Va bene, e quindi non è in grado di dire neanche il rapporto, sempre nel tempo, rispetto ai dati dell'Italia e i dati degli altri Paesi dell'Eurozona?

DICH ZINGALES – *No.*

PRESIDENTE – E ha svolto un'analisi così completa...

DICH ZINGALES – *Non era questo il punto fondamentale della mia analisi.*

AVVOCATO F. ISOLABELLA – Potrebbe farlo, se lei glielo chiede, lui per la prossima volta...

PRESIDENTE – No, non è il nostro perito (fogli 53-65 del verbale trascrittivo dell'udienza del 2.12.2016).

15.d Mario Anolli

Il prof. Mario Anolli, docente universitario di economia degli intermediari finanziari, ha reso la propria testimonianza all'udienza dell'1.12.2016, in cui l'avv. Francesco Isolabella,

difensore di Deven Sharma, ha prodotto la raccolta di *slides* utilizzata dal consulente nel corso del suo esame, nonché le lettere di dimissioni dello stesso imputato dalla carica di presidente di S&P con nomina del sostituto, con effetto dal 12 settembre del 2011.

Avendo formulato espressa opposizione il P.M., sono state espunte dalla produzione documentale le *slides* ai fogli 19 e 20, di commento (recte: interpretazione) della conversazione n. 1022, intercorsa tra la *general manager* Maria Pierdicchi e l'imputato Sharma il 3 agosto del 2011.

Il prof. Anolli, quindi, si è diffuso sull'organigramma di S&P 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, già dal 2002 vice presidente globale della Corporation McGraw Hill Companies, socio unico di S&P.

All'esito della propria analisi - effettuata in un ottica "manageriale e gestionale" - il predetto consulente ha escluso che l'imputato, in quanto presidente di S&P, appartenesse all'area analitica, essendo invece inserito nell'area manageriale, con impossibilità di svolgere né direttamente né indirettamente alcuna attività analitica o di interferire con essa, di talché egli sarebbe estraneo alle attività di rating oggetto di contestazione¹¹⁵.

Le conclusioni del prof. Anolli sono state integralmente recepite dai difensori, avv. prof Angelo Giarda e avv. Francesco Isolabella, nell'articolata memoria depositata in data 21.3.2017, in cui hanno peraltro richiamato la testimonianza resa all'udienza del 27.4.2016 da Maria Fernandez de Hereida, che aveva confermato l'appartenenza dell'imputato Sharma all'area manageriale, escludendo che lo stesso avesse mai svolto compiti analitici o partecipato al Comitato o interferito con le azioni di *rating*, correlate ai fatti-reato per i quali si procede (fogli 109 e segg. del verbale trascrittivo).

Solo per dovere di completezza, posto che per i fatti connessi al declassamento del 13 gennaio del 2012 non può configurarsi alcun tipo di responsabilità a carico dell'imputato Deven Sharma, risultando documentato che lo stesso ha formalizzato le proprie dimissioni in data 6 settembre 2011, con effetti dal successivo 12 settembre, va rilevato che dall'esame della scheda "*General Manager*" - estratta dalle *Policy* e Linee Guida di S&P's Rating Services (*slide* 10 della relazione del prof. Anolli) - nella parte in cui sono indicate le competenze del "*general manager*" e il "*ruolo direttivo generale*", nell'elencazione delle attività di

¹¹⁵ Sul ruolo dell'imputato Deven Sharma alla stessa udienza ha riferito anche il teste James Daly (vicepresidente delle risorse umane per Standard&Poor's per i servizi di rating nel 2011) con l'assistenza dell'interprete Anna Clinca, sottolineando che, secondo le *Policy* di S&P, è precluso ai *general manager* intervenire nelle attività di tipo analitico, proprio per evitare conflitto di interessi (fogli 40-43 del verbale trascrittivo).

competenza del *general manager* è inclusa "... *la supervisione della qualità, delle risorse umane e della compliance con policy*", nonché "*la supervisione (overseeing) dell'attività analitica, senza partecipare alla valutazione, all'approvazione, all'emissione o alla revisione delle specifiche azioni di rating*".

Inoltre, nella consulenza è specificato 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*" (slide 14) e che sussiste "*relazione gerarchica e funzionale tra Deven Sharma e Maria Pierdicchi*", in quanto:

- *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 (slide 17).*

Ai fini delle *Policy* di S&P, dunque, l'imputato Deven Sharma, quale Presidente di *Rating Services*, effettuava "*la supervisione dell'attività analitica*", in cui si ingeriva ampiamente, come ampiamente documentato dal tenore della conversazione di cui al progressivo n. 1022 del 3 agosto 2011, intercorsa con la *general manager* di S&P - sede di Milano - Maria Pierdicchi, di cui si è già discusso.

Emerge, inoltre, che quando nell'organigramma di S&P - fotografato nella *slide* a foglio 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, in posizione apicale, cui riportavano i soggetti che occupavano le caselle sottostanti, di grado inferiore, di talché non appare corretto ritenere che il ruolo rivestito da Deven Sharma fosse di natura esclusivamente manageriale.

Ed, infatti, le due caselle vuote immediatamente sottostanti a quella di Sharma risultano:

- quella (in alto a sinistra della pianta-organigramma) del vice presidente esecutivo del Servizio Rating (*Executive Vice President Rating Services- Open Position*);
- quella (in alto a destra della pianta-organigramma) del direttore esecutivo (*Executive Managing Director- Open Position*).

Sulla base delle evidenze probatorie indicate, pertanto, deve ritenersi provato che l'imputato cumulava sino alla data in cui ha rassegnato le proprie dimissioni (a decorrere da 12 settembre del 2011) funzioni apicali sia del *Servizio di Rating* che del *Management Esecutivo*, come peraltro emerso nel corso del controesame del prof. Anolli svolto dal P.M.:

omissis:

PUBBLICO MINISTERO – Presidente, io vi invito a leggere la pagina 17 della consulenza. Concentriamoci sulla relazione gerarchica, professore, e funzionale tra Deven Sharma e Maria Pierdicchi. Lei dice: “Si tratta di due esponenti appartenenti ai ruoli di direzione generale. General management”, e poi il punto che mi interessa di più: “Maria Pierdicchi riportava direttamente a Deven Sharma a causa della vacanza della posizione dirigenziale intermedia”. Me lo conferma questo? Lo ha scritto lei.

DICH ANOLLI – *Sì, l’ho scritto io e lo confermo.*

PUBBLICO MINISTERO – Adesso andiamo a pagina 18, Presidente. Poiché a pagina 17 abbiamo visto scritto, e ci ha confermato il consulente, che l’interlocuzione che l’interlocuzione della Pierdicchi con Sharma si spiega in ragione della posizione aperta, diciamo così, cioè della vacanza della posizione intermedia, adesso vi mostro, lo sto guardando anche io, però lo valutavo subito, quali sono le posizioni aperte e quindi le posizioni intermedie che determinano una interlocuzione diretta di soggetti, diciamo, gerarchicamente inferiori con il soggetto apicale. Guardate un attimo, Presidente e signori Giudici, e quindi professore mi segua un attimo, sto a pagina 18 adesso. Guardiamo la posizione aperta, l’ultima casella in alto a destra, c’è scritto “Executive Manager Director open position”, quindi posizione aperta. Due caselle sotto c’è Maria Pierdicchi con la freccia rossa, è vero? Quindi la Pierdicchi riporta direttamente a Deven Sharma perché c’è la posizione aperta del livello superiore, è corretto?

DICH ANOLLI – *Sì, è corretto.*

PUBBLICO MINISTERO – Adesso andiamo su un’altra colonna, che sarebbe la colonna del Rating Services. Mentre abbiamo visto che sul ramo destro abbiamo le posizioni riguardanti operazioni Executive Manager e altro – adesso ci spiegherà il professore che cosa significano queste competenze – vediamo come anche la posizione apicale di Rating Services è aperta, cioè è vuota. Dunque le chiedo, Yann le Pallec, che sta due caselle sotto la posizione vuota in alto a sinistra, non so se riuscite a seguirmi, Yann le Pallec dunque riportava direttamente a Sharma poiché era vuota la posizione intermedia... non voglio che risponda l’Avvocato Castagno... ho sentito un... sentiamo un attimo il professore, perché dobbiamo vedere se c’è coerenza in tutto quello che viene rappresentato in questo quadro. Innanzitutto, questo quadro organizzativo, questo organigramma, a che data è aggiornato?

DICH ANOLLI – *Purtroppo, purtroppo...*

PUBBLICO MINISTERO – *Purtroppo a che data è aggiornato?*

DICH ANOLLI – *Al 2010.*

PUBBLICO MINISTERO – *Al 2010.*

DICH ANOLLI – *C’è scritto sulla parte sinistra.*

PUBBLICO MINISTERO – *Quindi agosto 2010.*

DICH ANOLLI – *Agosto 2010.*

PUBBLICO MINISTERO – *Quindi questo non è quello che vale nell’agosto 2011.*

DICH ANOLLI – *Vale per ciò che intendevo dire.*

PUBBLICO MINISTERO – *E cioè?*

DICH ANOLLI – *Che a quella data Maria Pierdicchi...*

PRESIDENTE – *A quale data?*

DICH ANOLLI – *Alla data dell’agosto 2011, lei mi ha chiesto agosto 2011?*

PUBBLICO MINISTERO – *Sì, perché la telefonata è agosto 2011.*

DICH ANOLLI – *A quella data il riporto superiore... siccome nelle organizzazioni quando ci sono posizioni vuote, la responsabilità può solo salire, non può mai scendere. Quando c'è una vacanza, il potere va su, non va giù.*

PUBBLICO MINISTERO – Esatto, quindi Deven Sharma prendeva la posizione aperta, giusto? Quella della casella superiore in alto a destra.

DICH ANOLLI – *Nell'agosto del 2011 così era, Maria Pierdicchi aveva come superiore gerarchico Deven Sharma.*

PUBBLICO MINISTERO – Ora, seguendo questo stesso criterio, dunque, la posizione aperta dei servizi di rating, che sarebbe la colonna a sinistra di tutta quella piantina, era una posizione aperta che veniva presa da Deven Sharma?

DICH ANOLLI – Su questo faccio fatica a rispondere per mancanza di aggiornamento. Io questo l'ho fatto...

PUBBLICO MINISTERO – L'ha studiata questa cosa nell'agosto del 2010?

DICH ANOLLI – Nell'agosto del 2010 è questa...

PUBBLICO MINISTERO – Quindi nell'agosto del 2010 Sharma acquisisce le responsabilità della posizione organizzativa superiore Rating Services, quella che viene indicata "posizione aperta", è corretto?

DICH ANOLLI – *È in parte corretto, ma non completamente.*

PUBBLICO MINISTERO – E qual è la parte non completamente corretta?

DICH ANOLLI – *La parte non completamente corretta è che comunque l'attività analitica è completamente...*

PUBBLICO MINISTERO – Lasciamo stare questo, noi voglio sapere, le caselle aperte, vuote, se lei ha detto che nell'agosto 2010 la casella vuota che abbiamo dell'Executive Manager se la prende Sharma, tanto che la Pierdicchi supera la casella vuota e riporta direttamente alla casella superiore, questo deve significare che nell'agosto 2010 Yann le Pallec supera la casella vuota e riporta a Sharma, perché Sharma prende su di sé la responsabilità della posizione aperta del Rating Services? O è difficile quello che ho detto? È chiara la domanda?

DICH ANOLLI – Non è difficile la domanda.

PUBBLICO MINISTERO – È difficile la risposta.

DICH ANOLLI – Mi è complicata la risposta...

PUBBLICO MINISTERO – E provi a dirla.

DICH ANOLLI – *È una risposta fattuale, quindi dovrei sapere... io so a chi rispondeva Maria Pierdicchi, che rispondeva a Deven Sharma nell'agosto del 2011 perché questo è un aspetto che ho approfondito. Sulla questione di Yann le Pallec nel 2011, non lo so, cioè...*

PUBBLICO MINISTERO – Ma scusi, professore, mi faccia capire una cosa. A lei è stato richiesto di vedere i rapporti tra Sharma e Pierdicchi, tra Sharma e le Pallec, o solo tra Sharma e Pierdicchi?

DICH ANOLLI – *Mi è stato chiesto, come ho detto all'inizio, di vedere la separazione tra l'attività analitica e le altre attività e vedere se vi fossero, nelle funzioni del Presidente possibilità di contaminare, diciamo così, le attività analitiche e ho risposto che si possono identificare e che non c'è questa possibilità, e poi mi era stato anche detto di approfondire la questione della telefonata, di cui non parlo, è chiaro, non ne parlerò, e dovendo però...*

PUBBLICO MINISTERO – Parli delle cose di cui dovrebbe parlare, perché le ha scritte.

DICH ANOLLI – Io la telefonata l'avrei analizzata in termini di fatto, e allora per capire perché Sharma chiama Pierdicchi, ho cercato una ragione e ho trovato una ragione valida, perché all'interno delle funzioni di General

Manager, erano due dello stesso ruolo, io lo chiamo, anche se non è appropriatissimo chiamarlo ruolo, comunque della stessa professionalità; c'era stata – questo è un fatto – c'era stata la mattina un'attività di Polizia Giudiziaria a Milano...

PRESIDENTE – Vede professore, non ci interessa questo, il problema è che lei ha fatto una scheda...

PUBBLICO MINISTERO – Sto dicendo, seguendo lo schema che lei ci ha portato, su Maria Pierdicchi c'è una casella vuota. Lei ha detto che la casella vuota fa sì che quella responsabilità se la prende Sharma, e questo giustifica l'interlocuzione diretta Pierdicchi/Sharma. Andiamo a sinistra, quindi la casella vuota che sta sopra a le Pallec, cioè la posizione di Executive, vice President Rating Services, fa sì che Sharma si prende quella posizione e quindi interloquisca direttamente con le Pallec?

DICH ANOLLI – *Da come leggo io l'organigramma no, perché...*

PUBBLICO MINISTERO – *Quindi adesso è no, prima ha detto sì correttamente, ora dice no.*

DICH ANOLLI – *No, io prima non credo, scusi, di aver detto sì.*

PUBBLICO MINISTERO – *Va bene, io ho sentito diversamente, allora mi spieghi un po'.*

DICH ANOLLI – *Comunque...*

PUBBLICO MINISTERO – Ci proviamo.

DICH ANOLLI – *Ci proviamo. Io mi sono occupato della parte destra, della parte Pierdicchi Sharma. Se adesso lei mi dice...*

PUBBLICO MINISTERO – *Sì, di quell'altro non si è occupato? Della parte sinistra non si è occupato lei?*

GIUDICE A LATERE DOTT. GADALETA – Ma il metodo è sempre lo stesso?

DICH ANOLLI – *Il metodo è sempre lo stesso. Se lei mi dice: "Rispondimi al quesito: come leggi questo organigramma?", con le capacità di lettura che ho io di leggere gli organigrammi, c'è di mezzo un signore che si chiama Paul Coughlin, che è Executive Managing Director, eccetera eccetera.*

PUBBLICO MINISTERO – Eh, però pure sopra la Pierdicchi c'è Carol Sirou. Eh sì!

DICH ANOLLI – *Per la verità no, perché io l'organigramma...*

PUBBLICO MINISTERO – *Va bene, ognuno lo legge come vuole?*

DICH ANOLLI – *No, no, no!*

PRESIDENTE – Un attimo, facciamo spiegare.

DICH ANOLLI – *L'organigramma è un modo simbolico di sintetizzare regolamenti, procedure interne. Allora, la figura è un po' diversa perché qui, chiamiamolo, diciamo che in queste organizzazioni così complicate, altamente regolarizzate eccetera, l'esercizio chiamiamolo del potere, l'esercizio del ruolo, avviene tra... è molto canalizzato. Allora qui quello che io vedo è che prima va a finire in un contenitore Coughlin e poi scende giù. E quindi, per esempio, Beers e le Pallec sono alla pari, ma tra Sharma e la posizione aperta, che può essere aperta, adesso se posso fare un commento, può essere aperta perché magari uno si è dimesso una settimana prima, un mese prima, cioè non è che viene tenuta aperta. Ma questa è una mia valutazione su cui non ho elementi di fatti. Conoscendo la vita delle organizzazioni, avviene che ci sono delle vacanze. Cioè, non è che nell'organigramma non c'è. Quindi nelle policies la cosa c'è. Poi uno va in pensione, non è sostituito o se ne va perché va da un concorrente, eccetera, la casella si svuota e c'è la vacanza, per quello che ho detto prima. Allora qui la linea di... chiamiamola influenza, perché potere forse è brutto, transita attraverso Paul Coughlin, dal grafico. La mia lettura è questa, sì.*

PUBBLICO MINISTERO – *Non ho altre domande (fogli 59-65).*

15.e Giampaolo Gabbi

Alla stessa udienza è stata acquisita la testimonianza del prof. Giampaolo Gabbi, nell'interesse dell'imputato Yann Le Pallek, che ha riferito in ordine alle *Policy* e alle Linee guida di S&P e, dunque, su profili afferenti all'organizzazione aziendale, affrontando temi di carattere generale in parte sovrapponibili a quelli oggetto di esame da parte del prof. Anolli, per esaminare successivamente il ruolo del predetto imputato nel periodo cui si riferiscono i fatti oggetto di imputazione, concludendo per l'assoluta correttezza delle condotte del *general manager* dell'area EMEA (Europa, Middle e Africa), una delle quattro aree in cui S&P divide le proprie attività.

Il teste, dopo aver illustrato le *slides* depositate in data 15 settembre 2016, ha riferito che la condotta dell'imputato era stata sempre in linea con regolamenti e codici di comportamento aziendali, escludendo che lo stesso avesse mai svolto attività di intrusione in ambito analitico, preclusa a coloro che svolgono attività manageriale, per la netta separazione delle due aree o che fosse mai stato componente del Consiglio di amministrazione della società italiana, di quella inglese o di quella americana di S&P.

Al pari del prof. Anolli, il prof. Gabbi ha sostenuto la conformità sotto il profilo economico-finanziario tra il Regolamento europeo sul *rating* n. 1060 del 2009 e le *Policy* aziendali.

Riprendendo un tema già affrontato dal prof. Anolli, ha rimarcato che la supervisione del *general manager* sull'area analitica è esclusivamente di tipo organizzativo operativo, essendo precluso allo *staff* del *General Managment* di "*partecipare alla valutazione, approvazione, emissione o revisione di azione di rating*" e che l'imputato non riportava a David Beers, capo della bolla *sovereigns*:

omissis:

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Può spiegare in sintesi al Tribunale le posizioni del gruppo del sovrano in quel periodo e anche i soggetti che la ricoprivano?

DICH GABBI – Sì, sono già stati citati, peraltro una delle persone che trovate in questa slide è venuta in udienza. Qui vedete la figura apicale dell'analisi sovrana a livello di Standard&Poor's, che era fino al 2011 il dottor Beers. Lui è il responsabile, il capo di tutti gli analisti sovrani.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Capo a livello EMEA o mondo?

DICH GABBI – Mondo. A livello EMEA abbiamo poi un soggetto che si definisce Lead Analytical Manager, che nel periodo considerato era Myriam Fernandez de Heredia. Riporta a Myriam Fernandez de Heredia... ah, scusate, Myriam Fernandez de Heredia è anche Lead Analytical Manager degli enti pubblici, cioè tutta la sfera pubblica, non solo il sovrano in senso stretto; il dottor Kraemer poi era Analytical Manager, quindi poi coordinava e supervisionava in maniera più... giorno per giorno l'attività dei team. Al di sotto della... insomma,

riportava al dottor Kraemer, riportavano tre direttori territoriali, che a noi interessa in particolare il dottor Frank Gill, che era il direttore dei sovrani Europa. Questa è la struttura organizzativa della funzione analitica. Questa è la bolla. Mancano ovviamente gli analisti. Noi stiamo parlando di circa quarantacinque analisti sovrani nell'area EMEA.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Ascolti, che tipo di riporto c'è tra queste figure analitiche?

DICH GABBI – Questi si chiamano riporti funzionali, cioè si riportano problematiche di merito dell'attività analitica. Cioè, tutte le problematiche analitiche che possono emergere ed essere individuate da questi soggetti, sono... seguono questa scala di riporti cosiddetti funzionali.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Ascolti, la sfera analitica si chiude in Beers o c'è qualche altro soggetto più alto di Beers nella sfera analitica?

DICH GABBI – Il sovrano si ferma lì.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Ascolti professore, prima è stata commentata una slide del documento prodotto dal professore Anolli.

DICH GABBI – Sì.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – IO gliela rammostro, l'abbiamo già vista prima.

DICH GABBI – Sì.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – E in realtà in quella slide, nella parte sinistra, nei riquadri che vengono riportati, vengono indicate le posizioni di Beers e sotto quella di Yann le Pallec. Può spiegare che tipo di rapporto c'è tra David Beers e Yann le Pallec, se c'è un rapporto?

DICH GABBI – Allora, per rispondere a questa domanda io devo chiarire che... guardate, mi sono letto gli organigrammi, li ho studiati e devo dire che ho trovato una certa difficoltà, quindi per rispondere... e quindi comprendo davvero la complessità nel leggere questi organigrammi, anche da un punto di vista proprio dello spazio nella pagina, non riuscivano a fare gli organigrammi come dovrebbero essere fatti, cioè quando ci sono delle posizioni sullo stesso livello, bisogna farle di solito in orizzontale. Questi non ci stanno, proprio fisicamente, salvo prendere un foglio...

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Gigante.

DICH GABBI – Gigante, ecco. Per questo li ho ridisegnati, perché... ridisegnati ovviamente non come interpretazione, è corretto, insomma, sono certo di quello che sto dicendo. Ai fini della comprensione del posizionamento del lato sinistro di questo grafico, come appunto veniva ricordato precedentemente, il lato sinistro di questo organigramma, noi vediamo che il dottor Beers, che ho citato in precedenza, cioè il capo a livello sovrano, e il dottor Yann le Pallec sono in realtà in due sfere parallele, che non si riportano l'uno con l'altro, anche se qui sembrerebbero uno sopra l'altro, sono uno sopra l'altro, ma in realtà sarebbero in orizzontale. Ed entrambi riportano, come è stato detto dal professore Anolli, a Paul Coughlin, che era Executive Managing Director di C&G - sta per Corporate and Government - Rating. Tutta la parte strutturata, che è una parte molto importante del regolamento è separata. Loro non si occupano di questi temi.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Ascolti professore, prima le faccio una domanda sintetica, in realtà già affrontata in questo processo anche prima, ma per capire. Si è parlato di ruoli manageriali che riguardano la sfera analitica, Analytical Manager e Lead Analytical Manager, ed il ruolo manageriale del General Manager.

DICH GABBI – Sì.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Si tratta della stessa cosa? Si tratta di attività manageriale che ha lo stesso oggetto?

DICH GABBI – No, io all'interno... sono manager, quindi gestiscono. Però i manager... Mgr sta per manager, mi scuso per... i manager analitici gestiscono i problemi analitici. Cioè, le fasi, adesso io le ho sintetizzate molto, ma gestiscono queste problematiche. Tutta la gestione organizzativa e operativa invece è affidata al General Manager in senso stretto, e siccome ho chiarito – spero – ho precisato che l'attività analitica richiede supporto poi di altre funzioni, che sono fuori dalla sfera analitica, è necessario introdurre una comunicazione che in questo ambito definiamo riporto organizzativo. Standard&Poor's è una organizzazione di forma matriciale, cioè, Myriam Fernandez de Heredia, adesso a parte il nome, chi è nella posizione del Lead Analytical Manager risponde al suo capo analitico su tutte le materie analitiche, e nella fattispecie il dottor Beers, almeno nel 2011. E si interfaccia con il dottor le Pallec per tutte le materie organizzative operative. Quindi, se il problema è il merito, la qualità di un rating, Fernandez de Heredia riporta nel mio grafico in verticale a Beers. Se ha un problema di staff dal punto di vista quantitativo, un problema logistico, un problema di Information Technology, riporta a Yann le Pallec, o problemi anche economici, finanziari.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Lei lo ha definito riporto organizzativo. Si può definire anche gerarchico?

DICH GABBI – Allora, nella teoria organizzativa si può definire gerarchico, perché, giusto per dare un'idea, le ferie Myriam Fernandez de Heredia le chiedeva a Yann le Pallec, ma perché non è materia analitica. La definizione dei contratti degli analisti, sono di Yann le Pallec nell'area EMEA. Ma non la scelta degli analisti, ovviamente. Quindi se voi consultate un testo di Teoria della Organizzazione, troverete in alcuni casi anche il termine "riporto gerarchico". Ma in una organizzazione molto regolamentata, che prevede una sfera molto separata dal resto delle altre attività, si preferisce il termine "riporto organizzativo", perché gerarchico dà l'idea che, ovviamente, tutto quello che si fa è riportato a quel soggetto. In questo caso, come vedete, ci sono due riporti. Mi scusi, Nel rapporto di trasparenza Standard&Poor's 2011 che è depositato, voi vedrete, ed è scritto, quindi quello che io scrivo qui è poi confermato dal rapporto di trasparenza comunicato al sistema anche del Regulator del Regulator.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Ascolti, lei ha rappresentato in linea astratta quelli che sono i momenti dell'azione analitica. Ha rappresentato in concreto chi erano i soggetti che si occupavano dell'azione relativa al sovrano. Adesso le chiedo in concreto se lei ha analizzato le RAMP relative ai comitati del maggio e del dicembre 2011 e del gennaio 2012.

DICH GABBI – Sì.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Okay, a me interessa capire, dai documenti che sono stati prodotti emerge chi è stato convocato in relazione ad ogni comitato?

DICH GABBI – Sì, voi potrete trovare, sono stati depositati, voi potete trovare come in precedenza, io l'ho precisato e poi troverete questo Athena nelle mail, quindi il veicolo con il quale vengono messe in circolarità queste informazioni. Qui ci sono tutti i nomi delle persone convocate. Le persone convocate non necessariamente sono tutte persone presenti poi al momento del comitato.

AVVOCATO L. ISOLABELLA – Tra le persone convocate c'è anche il dottor Yann le Pallec?

DICH GABBI – Non c'è mai il dottor Yann le Pallec, né altri General Manager (fogli 83-89 del verbale trascrittivo).

In sede di controesame, il consulente ha ammesso di non aver svolto accertamenti specifici in ordine al concreto funzionamento dei regolamenti aziendali e alla loro conformità ai modelli di organizzazione e di gestione ex art. 6 D.Lgs. n. 231 del 2001 idonei a prevenire i reati di abuso di mercato previsti dalla Direttiva 2003/6/CE, richiamata nel Regolamento europeo sull'attività di rating n. 1060 del 2009:

omissis:

PUBBLICO MINISTERO – Senta, a noi risulta che Standard&Poor's Londra non avesse modelli di organizzazione e gestione idonea a prevenire questi reati. Lei... si è alzato?

AVVOCATO GOLINO – Mi sembrava suggestiva la domanda e quindi mi preparavo alla opposizione.

PRESIDENTE – Professore, un attimo, prima sentiamo la domanda, non risponda.

PUBBLICO MINISTERO – A noi risulta che Standard&Poor's Londra non fosse dotata, non avesse adottato questi modelli organizzativi preventivi. Lei ha, al di là del perimetro dell'incarico peritale che le è stato conferito, nella sua qualità di docente degli intermediari finanziari? È questa la sua...?

DICH GABBI – Economia degli intermediari finanziari.

PUBBLICO MINISTERO – Ecco, lei non ha contezza del fatto che Standard&Poor's avesse o non avesse questi modelli organizzativi...

AVVOCATO GOLINO – E' suggestiva.

PRESIDENTE – Pubblico Ministero, la domanda diretta, cosa ha accertato, cosa....?

PUBBLICO MINISTERO – Non cosa ha accertato. Lui è un professore di Economia degli intermediari finanziari.

PRESIDENTE – Sì, ma se non l'ha studiato, se non gli hanno dato l'incarico.

PUBBLICO MINISTERO – Nel novero delle sue, diciamo così, conoscenze le risulta che la più grande società di rating del mondo avesse o no...?

AVVOCATO GOLINO – Continua ad essere suggestiva così.

PUBBLICO MINISTERO – Cosa c'è di suggestivo? Io voglio sapere se c'erano o se non c'erano? A noi risulta che non ce li avevano, a lei risulta il contrario?

DICH GABBI – A me non risulta nulla perché non l'ho studiato questo profilo.

PUBBLICO MINISTERO – Non le risulta nulla, lei non ha studiato questo profilo.

DICH GABBI – Assolutamente no.

PRESIDENTE – L'ha detto.

PUBBLICO MINISTERO – Senta, le risulta se c'erano modelli organizzativi capaci di prevedere protocolli specifici diretti a programmare la formazione e l'attuazione delle decisioni della persona giuridica sempre in funzione dell'impedimento e della prevenzione di una informazione finanziaria scorretta, incoerente con i dati conosciuti e conoscibili da operatori qualificati come Standard&Poor's?

DICH GABBI – A me spiace sinceramente rispondere...

PUBBLICO MINISTERO – E lo so, io devo fare la domanda e lei deve dire no.

DICH GABBI – No.

PUBBLICO MINISTERO – Grazie.

DICH GABBI – No, scusi...

PUBBLICO MINISTERO – Se non lo sa, deve dire di no.

DICH GABBI – No, non so quello che...

PUBBLICO MINISTERO – Non sa se ci stavano.

DICH GABBI – Certo (fogli 88-89 del verbale trascrittivo).

I difensori dell'imputato Yan Le Pallec hanno sostenuto che lo stesso si collochi al di fuori dall'area analitica e che non sia intervenuto nello spostamento del comitato di *rating* sul debito sovrano dell'Italia dei primi di agosto 2011, che comunque non avrebbe violato la previsione regolamentare, essendo stato procrastinato per dare maggiore "qualità" all'azione di *rating* in relazione all'evoluzione della situazione politica.

Nello stesso solco si collocano le dichiarazioni che l'imputato ha reso nel corso del proprio esame all'udienza del 4.5.2016, con l'assistenza dell'interprete dott. Marina Marini¹¹⁶.

Le risultanze probatorie acquisite contrastano con la ricostruzione offerta dal prof. Gabbi e con la prospettazione dell'imputato e dei suoi difensori.

In particolare, dal tenore della conversazione n. 1022 del 3 agosto 2011 emerge l'ingerenza dell'imputato nell'attività analitica, circostanza che esclude che il riporto organizzativo gerarchico rappresentato *slides* esaminate dal prof. Gabbi e dal prof. Anolli fosse finalizzato, invece, a gestire e ottimizzare i processi operativi e organizzativi.

Con riferimento allo spostamento del Comitato di *rating* del debito sovrano dell'Italia dei primi di agosto 2011, infatti, dalla conversazione di cui al progressivo n. 1022 emerge che la Pierdicchi riferisce a Deven Sharma di avere chiamato 'Yann' proprio per dirgli di posticipare il Comitato, come in precedenza evidenziato.

16. Il dubbio sull'elemento soggettivo del reato di manipolazione di mercato.

La norma di cui all'art. 185 del TUF - violata nel caso di specie, con riferimento all'azione di *rating* del 13 gennaio del 2012, limitatamente alla comunicazione ai mercati dell'ammontare del debito del settore bancario - come è noto, prevede il dolo *generico*, non rilevando il perseguimento di finalità particolari per l'integrazione del reato: è pertanto sufficiente la coscienza e volontà di diffondere notizie false oppure porre in essere operazioni simulate o altri artifici, unitamente alla consapevolezza dell'idoneità di tali condotte a cagionare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Prima di verificare se la condotta materiale, riconducibile unicamente agli imputati Yann Le Pallec, Eileen Zhang, Franklin Crawford Gill e Moritz Kraemer a titolo di concorso, *ex art.* 110 c.p.¹¹⁷ - atteso che il coimputato Deven Sharma aveva rassegnato le proprie dimissioni

¹¹⁶ Cfr. fogli 7-72 del verbale trascrittivo dell'udienza del 4.5.2016.

¹¹⁷ Sulla configurabilità del concorso di persona nel reato di manipolazione di mercato, cfr. Cass. sez. 5, sentenza n. 9369 del 20.11.2013, Rv. 260020, che ha ritenuto che "ai fini della configurabilità del concorso nel reato di

dalla carica di presidente di S&P sin dal 6 settembre 2011, con effetto dal successivo 12 settembre, appare opportuno rassegnare alcune considerazioni sul dolo e sulla sua struttura, con particolare riferimento ai reati di mera condotta, come quello per il quale si procede nei confronti degli odierni imputati.

16.a Il dolo.

L'art. 43 c.p. definisce doloso, o secondo l'intenzione, l'evento dannoso o pericoloso - che è risultato dell'azione o dell'omissione e da cui la legge fa dipendere l'esistenza del delitto - preveduto e voluto dall'agente come conseguenza della propria azione od omissione

Il dolo, dunque, costituisce la forma fondamentale, generale ed originaria di colpevolezza e rappresenta il criterio ordinario d'imputazione soggettiva. Esso è conoscenza e volontà in relazione agli elementi del fatto storico propri del modello legale descritto dalla norma incriminatrice, ovvero rappresentazione e volizione del fatto di reato.

La definizione fornita dall'art. 43 c.p. - considerata insufficiente dalla dottrina, poiché identifica nella volontà e nella rappresentazione (conoscenza, consapevolezza, previsione) le sue componenti, senza fornire precise indicazioni sull'oggetto dell'una e dell'altra - vale se non altro a rimarcare l'immane coinvolgimento della sfera intellettuale e volitiva dell'uomo. Si tratta di significativa evocazione, che però non offre indicazioni univoche che valgano a definire i confini dell'imputazione soggettiva, né sul significato della qualificazione della condotta dolosa come intenzionale.

La norma, in altri termini, accentra la previsione e volizione sul solo evento, mentre i profili conoscitivi e volitivi del dolo coinvolgono senza dubbio tutti gli elementi del fatto storico congruenti con il modello di reato; ed accosta impropriamente i profili intellettivi e volitivi, quasi che essi debbano essere contemporaneamente presenti e cogliere tutti gli elementi del fatto, mentre secondo la prevalente e condivisibile opinione, nei confronti di numerosi elementi del fatto è sufficiente la sola rappresentazione.

Il profilo che è stato maggiormente oggetto di critica, è costituito dalla mancanza di una precisa indicazione in ordine alla configurabilità delle manifestazioni più sfumate del dolo, comprese, appunto, nella nozione di dolo eventuale, ed all'individuazione di una linea di demarcazione rispetto alla contigua figura della colpa cosciente.

aggiotaggio manipolativo, materialmente posto in essere da altri, è necessario un contributo, anche soltanto agevolatore, all'altrui attività manipolativa, e la prova di tale contributo, che può prescindere dalla dimostrazione della esistenza di un previo accordo tra i concorrenti, può consistere in un rafforzamento del proposito del correo o, in alternativa, in un apporto materiale efficiente alla condotta di questo"; conforme, Cass. sez. 5, sentenza n. 3971 del 16.7.2015, Rv. 265864.

Per quanto attiene al dolo eventuale, dai lavori preparatori risulta che il legislatore si è deliberatamente astenuto dall'assolvere al difficile compito definitorio, rimettendolo all'elaborazione giurisprudenziale.

La evocazione dei profili intellettivi e volitivi del dolo sembra, invece, il frutto di un compromesso, che ha tentato di conciliare le due teorie che all'epoca si contendevano il campo e che, nella ricerca del nucleo essenziale del dolo attribuivano preminenza una alla volontà e l'altra alla rappresentazione.

La norma, come scritta, non lascia dubbi sul fatto che si intese valorizzare e quasi enfatizzare la componente volitiva della figura: l'evento deve essere preveduto e voluto come conseguenza della propria azione od omissione.

Non accadimento semplicemente desiderato, sperato, ma "conseguenza", esito che dipende dal consapevole attivarsi od omettere.

La norma, avendo valorizzato la componente volitiva, abbraccia pertanto le situazioni nelle quali l'evento, senza essere intenzionalmente perseguito, venga posto in correlazione causale con la propria azione e, proprio per questa ragione, voluto come conseguenza nel momento stesso in cui l'agente decide di porla in essere, conscio del risultato che ne può derivare, così legittimando la figura del dolo eventuale, potendosi cogliere in essa un atteggiamento psichico assimilabile a quello propriamente volontaristico.

In altri termini, il riferimento all'intenzionalità attesta almeno che il dolo implica atteggiamenti interni, processi psicologici che, tuttavia, non possono essere meramente potenziali, ma devono effettivamente svolgersi nella psiche del soggetto, devono cioè essere reali, evitando la tentazione di una eccessiva normativizzazione del dolo (di quello eventuale in particolare) o il ricorso a schemi presuntivi che consentano di superare le difficoltà connesse alla dimostrazione di un dato così poco estrinseco come l'atteggiamento interiore.

L'enunciazione che precede deve però essere temperata dalla necessità, all'atto dell'accertamento, di valorizzare in riferimento alla fattispecie considerata i modelli generalizzanti dell'agire umano, attraverso un procedimento che parte dall'*id quod plerumque accidit* e considera le circostanze esteriori, caratteristiche del caso concreto, che normalmente costituiscono l'espressione o accompagnano o sono comunque collegate agli stati psichici.

E' stato più volte sottolineato nell'elaborazione giurisprudenziale che, spesso, è proprio dalle particolari caratteristiche dell'oggetto che sarà possibile rendersi conto della natura del processo psicologico che lo riflette: sarà insomma l'oggetto a definire in concreto i profili intellettivi e volitivi del dolo.

16.b La struttura del dolo.

Rappresentazione e volontà.

Il legislatore, come evidenziato, fornisce del dolo una nozione complessa nella quale si integrano profili intellettivi o rappresentativi e profili volitivi. Attorno a tali fattori, la volontà e la rappresentazione, si è sviluppata una plurisecolare disputa dottrinale tra due scuole di pensiero che, pur nell'articolazione delle opinioni, tendono ad attribuire ruolo preminente all'una od all'altra delle componenti di tale forma d'imputazione soggettiva.

Il maggiore o minore rilievo attribuito al profilo rappresentativo o volitivo del dolo - come è evidente - assume particolare rilevanza a proposito della definizione dei tratti distintivi del dolo eventuale, anche in relazione alla contigua categoria della colpa cosciente.

In tale ambito, infatti, si perviene a risultati differenti a seconda che il profilo volitivo del dolo venga ricostruito secondo un modello di tipo normativo, astratto, fondato sull'atteggiamento interiore tipicamente connesso alla rappresentazione di un risultato; o che esso, invece, venga ricostruito considerando l'irripetibile atteggiamento psichico del caso concreto.

La teoria della rappresentazione.

Come ribadito dalle Sezioni Unite, "la teoria della rappresentazione muove da una premessa di natura psicologica: nel reato vi è sempre una condotta che coincide, nella forma positiva, col puro movimento corporeo e nella forma negativa con l'iniziale stato di quiete di quelle parti del corpo il cui movimento dipende dalla volontà del soggetto. La realizzazione dolosa di una condotta implica necessariamente una volizione nello stretto significato psicologico del termine. È indispensabile cioè un impulso cosciente del volere diretto a produrre il movimento o a conservare lo stato di inerzia. Qui davvero, si ritiene, la nozione di volontà con cui lavora il giurista e quella propria dello psicologo coincidono perfettamente. Infatti, solo in questo ambito si riscontra quella fusione tra mentale e fisico che rappresenta la caratteristica essenziale del processo volitivo.

Accanto a tale profilo squisitamente volitivo ve ne è uno intellettivo che investe tutti gli altri elementi della fattispecie. Così, di realmente volontario non c'è in ogni caso che l'azione, mentre l'evento più che volontario dovrebbe dirsi intenzionale, a significare cioè che l'azione è stata posta in essere col proposito (diretto o eventuale) di produrre l'evento. Se è vero che ogni volizione cosciente presuppone uno scopo e che quindi un elemento di intenzionalità non manca mai nel reato doloso, non è meno vero, si afferma, che anche a prendere in esame la forma più intensa di dolo, quello cioè intenzionale, quando si scende ad analizzarne la sostanza si deve riconoscere che tutte le volte che ci chiediamo quali siano i nessi che

intercorrono tra l'agente ed elementi distinti dall'azione od omissione, ci troviamo a constatare nient'altro che rappresentazione: dotata di speciale intensità e forza causale, ma pur sempre rappresentazione.

Tale dottrina prende le mosse dall'esigenza, avvertita da plurisecolare coscienza giuridica, che vuole ricondurre al dolo anche alcune situazioni in cui non vi è intenzionalità del risultato: è da considerare in dolo di omicidio chi, per lucrare un'assicurazione, ha incendiato la propria casa pur sapendo che nel rogo sarebbe perita una vecchia paralitica. La morte della donna non è un fine ultimo e neppure un mezzo necessario per perseguirlo, ma solo una conseguenza rappresentata come certamente connessa all'impiego di uno dei mezzi o al verificarsi del risultato finale. Essa, tuttavia, rischia di impoverire, svuotare il dolo; e mostra i maggiori aspetti problematici nelle situazioni in cui l'agente opera prevedendo come solo possibile il verificarsi dell'evento lesivo, giacché implica il pericolo di eccessiva dilatazione del dolo eventuale fino a comprendervi casi che la coscienza giuridica e lo stesso diritto positivo collocano nella colpa con previsione.

La teoria della volizione.

La teoria della volontà configura una essenziale componente volitiva rispetto all'evento non solo quando esso è intenzionale, cioè direttamente preso di mira, ma anche quando l'agente lo prevede come conseguenza necessariamente connessa all'impiego di un mezzo o al verificarsi di un risultato finale; ed ancora in alcuni casi nei quali lo stesso evento è previsto come possibile conseguenza della propria condotta. Naturalmente, tale istanza si deve confrontare con la difficoltà di definire il criterio per differenziare, tra le tante conseguenze possibili, quelle che sono anche volute dal soggetto.

Il legislatore, pur con le incertezze prima indicate, ha superato nella formula normativa il rigido dualismo tra le due tradizionali teorie del dolo: ha dapprima evocato il concetto d'intenzione, a sottolineare che il diritto penale ricollega la sanzione ad un comportamento umano nella cui struttura rientra un effettivo atteggiamento di volontà; e, avvertita l'esigenza di una definizione più esauriente, ha introdotto la previsione e volizione dell'evento. Ciò consente, come si è accennato, di scorgere nella formula una sobria, ma netta opzione per la teoria della volontà.

Nella dottrina italiana più recente è dato cogliere, nel complesso, una tendenziale opzione per le teorie che attribuiscono alla volontà un ruolo chiave nella struttura di tutte le forme di dolo. Si è osservato che di recente si è assistito ad un ritrovato interesse per l'intenzionalità contro il cognitivismo rigidamente determinista, che si sostanzia in particolare nello sforzo di

classificare i comportamenti in rapporto ai fini e alla loro rilevanza per il soggetto agente, nonché nell'attenzione ai processi indispensabili per coordinare, attuare e guidare l'azione diretta al conseguimento di uno scopo. La rilevanza di tali studi nell'ambito penale consiste nell'avere restituito succo contenutistico e dignità scientifica allo stesso concetto di intenzione: un concetto sintetizzabile come orientamento dell'individuo ad un risultato nei termini non già di un puro desiderio, ma di un concreto attivarsi (o di un altrettanto finalizzato non attivarsi) per il conseguimento di uno scopo.

Si preferiscono ricostruzioni del dolo che fanno leva precipuamente sulla volontà come intesa dal senso comune: se è vero che sul piano analitico rappresentazione e volontà hanno punti di riferimento diversi, è altrettanto vero che la volontà criminosa finisce con l'investire l'intero fatto di reato colto nella sua unità di significato. In questo senso il diritto penale considera voluto non solo l'atto iniziale di premere il grilletto, ma anche lo sfociare di tale atto nell'evento letale. La volontà intesa in senso ampio investe l'azione come movimento corporeo e il fatto complessivo colto nella sua unità significativa; nell'ambito del fatto di reato concepito come entità unitaria la volontà, dunque, abbraccia anche tutti gli altri elementi del fatto diversi dalla condotta. In conseguenza, se manca la volontà di realizzare il fatto, non bastano a integrare il dolo desideri, speranze, proponimenti, tendenze, inclinazioni e simili. Proprio perché il comportamento doloso orienta finalisticamente i fattori della realtà nella prospettiva del mezzo verso uno scopo, esso attrae nell'orbita della volontà l'intero processo che determina il risultato perseguito. Insomma, traspare nel dolo un atto di volizione quale scelta soggettivo-personale che mette in conto la lesione di beni.

Le categorie del dolo.

In relazione all'aspetto della volontà il dolo viene distinto in diverse categorie. Sebbene pure al riguardo vi siano varie opinioni e terminologie, è attualmente prevalente l'indirizzo che configura una tripartizione in dolo intenzionale, dolo diretto, dolo eventuale. Esso si è ormai affermato anche nel lessico della giurisprudenza. Pertanto, nel seguito, ci si atterrà a tale tripartizione. Per conferire completezza e coerenza all'analisi demandata a queste Sezioni unite è necessario tracciare, pur con la doverosa brevità, i tratti essenziali delle tre indicate figure del dolo.

Il dolo intenzionale.

Solitamente il dolo viene ritenuto intenzionale allorché la rappresentazione del verificarsi del fatto di reato rientra nella serie di scopi in vista dei quali il soggetto si determina alla condotta e l'agente persegue, appunto, intenzionalmente quale scopo finalistico della propria azione od

omissione un risultato certo, probabile o solo possibile; quando cioè ha di mira proprio la realizzazione della condotta criminosa (reati di azione) ovvero la causazione dell'evento (reati di evento). Tale forma di dolo è caratterizzata dal ruolo dominante della volontà che raggiunge l'intensità massima. L'intenzione è compatibile con la previsione dell'evento in termini non di certezza ma di possibilità.

Gli autori che caratterizzano la volontà come direzione verso uno scopo ritengono che la forma intenzionale deve essere ritenuta l'espressione tipica dell'elemento soggettivo doloso, mentre il dolo diretto e quello eventuale costituiscono un'estensione della disciplina dell'imputazione soggettiva.

Il dolo diretto.

Si ha dolo diretto quando la volontà non si dirige verso l'evento tipico e tuttavia l'agente si rappresenta come conseguenza certa o altamente probabile della propria condotta un risultato che però non persegue intenzionalmente. Esso si configura tutte le volte in cui l'agente si rappresenta con certezza gli elementi costitutivi della fattispecie incriminatrice e si rende conto che la sua condotta sicuramente la integrerà. Rientra in questa forma di dolo anche il caso in cui l'evento lesivo rappresenta una conseguenza accessoria necessariamente o assai probabilmente connessa alla realizzazione volontaria del fatto principale. Questa figura di dolo è caratterizzata dal ruolo dominante della rappresentazione. In altri termini, il dolo diretto si configura quando l'agente ha compiuto volontariamente una certa azione, rappresentandosene con certezza o con alta probabilità lo sbocco in un fatto di reato, ma la rappresentazione non esercita efficacia determinante sulla volizione della condotta.

In breve, si è in presenza di un livello di probabilità del verificarsi dell'evento che tocca una soglia tanto elevata da implicare di regola, la certezza soggettiva che l'evento accadrà: di regola, perché tale certezza deve sussistere effettivamente e va dunque accertata, con la conseguenza che la responsabilità per dolo non potrebbe essere sostenuta, in particolare, ove in chi agisce risultasse il convincimento del non realizzarsi dell'evento rilevante. Quando un evento viene previsto con certezza il dolo non può essere escluso in base a stati psichici consistenti in una presa di distanze interiore dall'evento stesso. Ma occorre distinguere: se un soggetto agisce con la certezza di realizzare il fatto tipico pur avversandolo tenacemente, in cuor suo sperando contro ogni speranza in un esito favorevole, non viene meno la rappresentazione dello scontato prodursi dell'evento. Se invece un individuo è convinto, anche nel modo più alogico e colpevole, magari per superstizione, di non cagionare l'evento

certamente legato alla sua condotta, manca in realtà l'elemento rappresentativo ed il dolo dev'essere escluso.

Occorre aggiungere che una previsione realmente certa è ben difficilmente prospettabile e d'altra parte vi è necessità di non alterare il confine col dolo eventuale, sicché deve venire in gioco un livello di previsione in termini di ben elevata probabilità e dunque tanto rilevante che sarebbe insensato far conto a qualsiasi fine sul non verificarsi dell'evento. Perciò alla cognizione certa deve equipararsi - perché è in pratica impossibile ogni distinzione - la rappresentazione della realizzazione del fatto come altamente probabile.

Come si vede, nel dolo diretto assume rilievo eminente il profilo intellettuale: occorre che l'agente si sia concretamente rappresentato il risultato. Le opinioni, tuttavia, divergono circa la misura di probabilità occorrente per configurare tale livello d'imputazione. Si va, nell'ambito delle elaborazioni teoriche, dalla certezza, alla probabilità prossima alla certezza, alla alta probabilità, alla probabilità.

Si tratta di un punto di grande rilievo che deve essere qui sottolineato: la distinzione tra dolo diretto e dolo eventuale viene connessa alla rappresentazione del livello di possibilità di verifica del risultato. A seconda che la linea di confine sia posta attorno alla certezza o alla semplice probabilità l'area d'estensione del dolo diretto si amplia o si riduce, con una complementare riduzione o crescita del campo del dolo eventuale. La questione, come è agevole intendere, ha grandissima importanza pratica oltre che teorica e sarà ripresa più avanti. Qui preme di rimarcare in anticipo che la preservazione del confine tra dolo eventuale e dolo diretto impone di assegnare a tale ultima figura solo l'ambito segnato da eventi che hanno una ben levata probabilità di verifica" (Cass. Sez. U, sentenza n. 38343 del 24.4.2014, Rv. 261104, P.G., R.C., Espenhahn e altri, in motivazione).

Alla stregua delle considerazioni svolte è evidente che nei reati di mera condotta, come quello di manipolazione di mercato, il momento volitivo riguarda la sola realizzazione dell'azione o dell'omissione e non anche gli effetti della condotta (ovvero l'evento, di natura giuridica), posto che il risultato vietato dalla norma è costituito dalla idoneità della condotta a determinare un "sensibile alterazione" del mercato, potendo rilevare l'analisi *ex post* solo come conferma per la configurabilità dell'elemento materiale e non anche di quello soggettivo.

Va osservato, però, che il dolo non può essere considerato immanente allo stesso fatto materiale, non potendosi ricorrere a tecniche di tipo presuntivo, correlate al modello del "*dolus in re ipsa*", che sicuramente impoveriscono il coefficiente psicologico.

Al contrario, essendo un elemento costitutivo del reato, il dolo deve essere sempre rigorosamente provato e può essere affermato solo quando le modalità estrinseche dell'azione - dotate di valore sintomatico (i c.d. *facta concludentia*) - ne consentono di ritenerne provata la sussistenza.

Ebbene, poiché il reato di cui all'art. 185 del TUF non è a dolo specifico, rientra nell'orizzonte psicologico richiesto dalla legge per la configurabilità del titolo d'imputazione soggettiva dell'illecito, la sola coscienza e volontà di diffondere al mercato una notizia falsa unitamente alla consapevolezza dell'idoneità di tale condotta a cagionare una "sensibile alterazione" dei prezzi degli strumenti finanziari.

In estrema sintesi, i difensori per affermare la insussistenza del dolo sostengono che gli imputati hanno considerato irrilevante ai fini del doppio *downgrade* nei confronti dell'Italia il rilievo del *primary credit analyst* Renato Panichi - che si era concentrato sulla prima frase della bozza del *Research Update* - avendo ritenuto di usare, dopo aver ricevuto i dati BICRA, un dato globale ("... *we use the gross concept* ..."), come indicato da Eileen Zhang nella *mail* del 13 gennaio 2012, ore 13:46 al Panichi, così trasponendo la problematica al di fuori dell'area del dolo.

Aggiungono che l'azione di *rating* era stata deliberata dal Comitato e, pertanto, era frutto di decisione collegiale e non della volontà dei singoli analisti, che avevano applicato le metodologie predisposte da una apposita funzione indipendente rispetto al gruppo degli analisti.

Agli analisti non sarebbe neppure imputabile la differenza "stilistica" tra il RU e il *media release*, poiché gli stessi non erano coinvolti nel processo di redazione di quest'ultimo documento.

In precedenza è stato ampiamente argomentato in ordine alla modifica sostanziale tra i due RU, alla falsità del dato relativo all'ammontare del debito estero netto del settore bancario - immediatamente rilevata dal *primary credit analyst* Renato Panichi - e alla sua concreta idoneità a ledere il bene giuridico protetto dalla norma incriminatrice.

La dott. Cannata ha descritto il pregiudizio di S&P nei confronti dell'Italia - avvertito dal Tesoro - fondato sull'evidenza che la predetta società, nel valutare il *rating* del credito del Paese, dal taglio dell'*outlook* del 21 maggio 2011 al doppio declassamento del 13 gennaio 2012, aveva trascurato la valutazione dei fattori positivi, ponendo l'accento su quelli negativi. E' emerso, inoltre, che l'azione di *rating* del 13 gennaio nei confronti dell'Italia si inseriva in una più ampia azione di declassamento che riguardava numerosi Paesi dell'Eurozona e che

per i lavori del Comitato relativo a sedici Paesi, mediante *Instant Meeting Conference*, sono state previste appena quattro ore, del tutto insufficienti a “*garantire l’emissione di rating indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata*”, apparendo arduo sostenere che pur a fronte dell’attività preparatoria svolta dalla *primary analyst*, Eileen Zhang, i membri votanti del Comitato abbiano potuto verificare i dati riferiti ad ogni Stato e quelli dell’Italia in particolare, inseriti nel RAMP.

E emerso, infine, che la “*capability*” degli analisti del *sovereign rating* dell’Italia era messa in discussione anche all’interno di S&P, come riferito dalla *general manager* Maria Pierdicchi al presidente di S&P Deven Sharma, nel corso della conversazione del 3 agosto del 2011.

La irrilevanza penale delle condotte antecedenti al 13 gennaio e l’ambito circoscritto della rilevanza penale delle condotte correlate al doppio declassamento in esame – che non depone per la sussistenza di una strategia aziendale - in mancanza di ulteriori elementi, non consentono a giudizio del Tribunale di affermare con certezza la sussistenza del dolo richiesto dalla norma incriminatrice.

In altri termini, rimane il dubbio sulla sussistenza del dolo, in capo agli imputati, posto che non è stato accertato se il riferimento sicuramente falso all’ammontare del debito netto bancario estero sia stato inserito nel primo *Research Update* e nel *media release* comunicato al MEF e, successivamente, ai mercati per mera negligenza e quindi per colpa o con la coscienza e volontà di diffondere al mercato una notizia falsa unitamente alla consapevolezza dell’idoneità di tale condotta a cagionare una “sensibile alterazione” dei prezzi degli strumenti finanziari.

17. L’illecito amministrativo contestato a S&P.

Ai sensi dell’art. 66 d.lgs. n. 231 del 2001, va dichiarata la insussistenza dell’illecito amministrativo contestato a Standard and Poor’s al capo b) dell’imputazione, essendo stata ritenuta insussistente e, in parte residua, contraddittoria la prova della sussistenza dell’elemento soggettivo del reato presupposto della responsabilità amministrativa dell’ente, di manipolazione di mercato (art. 25 *sexies* stesso d.lgs n. 231).

Né a risultati diversi si potrebbe pervenire facendo riferimento al principio di autonomia della responsabilità degli enti sancito dall’art. 8 d.lgs. n.231 del 2001, poiché il citato articolo 8, in effetti, non consente la divaricazione tra il delitto contestato alla persona fisica e quello chiamato a fungere da presupposto della responsabilità amministrativa dell’ente.

Come di recente ribadito dalle Sezioni Unite della Suprema Corte¹¹⁸, la norma indicata, infatti, si limita soltanto a prevedere l'insensibilità del processo *contra societatem* alla mancata identificazione o alla non imputabilità della persona fisica e all'estinzione del reato presupposto per causa diversa dall'amnistia.

Rileva, infatti, che un reato di quelli compreso nel catalogo dei reati presupposto sia stato accertato (nei suoi elementi costitutivi) e sia riferibile ad uno dei soggetti indicati dall'art. 5 d.lgs. n. 231 del 2001, anche se poi manchi o sia insufficiente la prova della responsabilità individuale di uno di tali soggetti.

La necessità di attendere alla contestuale redazione di numerose complesse sentenze per numero di parti e gravità delle imputazioni, impedisce la redazione immediata dei motivi ed impone di fissare in giorni novanta il termine per il deposito della motivazione della sentenza ex art. 544, comma terzo del codice di procedura penale (termine prorogato di ulteriori giorni novanta con decreto del Presidente del Tribunale del 27 giugno 2017).

P T M

Il Tribunale letto l'art. 530, comma 2 c.p.p. assolve gli imputati Yann Le Pallec, Eileen Zhang, Franklin Crawford Gill e Moritz Kraemer dal reato di manipolazione del mercato aggravato, con riferimento ai fatti del 13 gennaio 2012, perché il fatto non costituisce reato.

Letto l'art. 530 c.p.p. assolve i predetti imputati dalle residue imputazioni perché il fatto non sussiste.

Letto l'art. 530 c.p.p. assolve l'imputato Deven Sharma dal reato di manipolazione del mercato aggravato, con riferimento ai fatti del 13 gennaio 2012, per non aver commesso il fatto e dalle residue imputazioni perché il fatto non sussiste.

Letto l'art. 66 d.lgs. n. 231 del 2001 dichiara la insussistenza dell'illecito amministrativo contestato alla Standard & Poor's.

Indica in giorni novanta il termine per il deposito della motivazione della sentenza (termine prorogato di ulteriori giorni novanta con decreto del Presidente del Tribunale del 27 giugno 2017).

Trani, 30 marzo 2017

Il Presidente estensore

dott. 

¹¹⁸ Cass. Sez. U, sentenza n. 11170 del 25.9.2014, Rv. 263679, che ha ritenuto che "in tema di responsabilità degli enti ai sensi del D.Lgs. 231/2001, il reato contestato alla persona fisica deve corrispondere a quello chiamato a fungere da presupposto per la responsabilità della persona giuridica".

- Svolgimento del processo	p. 1
- Motivi della decisione	
1. Le questioni preliminari.	p. 6
2. Premessa.	p. 30
2.a Il tema del conflitto di interesse.	p. 34
2.a-1 Gli intrecci tra gli azionisti delle Agenzie.	p. 34
2.a-2 La transazioni tra la Banca d'affari americana <i>Morgan Stanley</i> e il MEF.	p. 38
2.a-3 La bancarotta di Parmalat e i <i>rating</i> con attribuzione di <i>investimenti grade</i> rilasciati da S&P al gruppo sino alla data del fallimento.	p. 43
3. L'informazione <i>price-sensitive</i> , la Costituzione economica e le altre fonti sovranazionali.	p. 48
3.a Brevi cenni sul reato di abuso di informazione privilegiata	p. 48
3.b I più recenti interventi del legislatore europeo.	p. 51
3.c La nozione di informazione privilegiata.	p. 52
3.d La Costituzione economica.	p. 53
4. Il <i>rating</i> del credito e la sua regolamentazione.	p. 55
4.a La 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).	p. 55
4.b Dalla Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di <i>rating</i> (2003/2081(INI)) al Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di <i>rating</i> del credito.	p. 59
4.c I più recenti interventi del legislatore europeo.	p. 70
5. Il reato di manipolazione del mercato.	p. 72
5.a La ricostruzione normativa della fattispecie.	p. 73
5.b Il reato di manipolazione del mercato e l'omologo illecito amministrativo.	p. 74
5.c La natura del reato.	p. 75
5.d La nozione di alterazione.	p. 77
5.e I parametri per valutare la " <i>sensibile</i> " alterazione.	p. 77
5.f La nozione di " <i>altri artifici</i> ".	p. 78
5.g L'elemento soggettivo del reato di manipolazione del mercato.	p. 80

6. L'attività investigativa svolta e la testimonianza del Colonnello D'Elia.	p. 80
7. Le risultanze delle conversazioni intercettate e il contenuto delle <i>mail</i> oggetto di sequestro, tradotte dall'interprete.	p. 87
7.a Le conversazioni intercettate.	p. 87
7.b Le <i>mail</i> oggetto di sequestro, tradotte dall'interprete.	p. 113
8. La testimonianza della <i>general manager</i> di S&P Maria Pierdicchi.	p. 129
9. Le condotte oggetto di specifica contestazione: dal taglio dell'<i>Outlook</i> del 21 maggio 2011 al doppio declassamento del 13 gennaio del 2012.	p. 147
10. Il taglio dell'<i>Outlook</i> del debito sovrano del 20 maggio 2011.	p. 151
11. La nota di commento alla manovra finanziaria del 1° luglio 2011.	p. 189
12. Il <i>Credit Watch</i> negativo del 5 dicembre del 2011.	p. 204
13. Il doppio declassamento dell'Italia del 13 gennaio 2012.	p. 220
14. Il debito del settore bancario.	p. 257
14.a La testimonianza di Renato Panichi.	p. 257
15. I consulenti degli imputati e di S&P (Resti, Panizza, Zingales, Gabbi, Anolli).	p. 285
15.a Andrea Resti.	p. 285
15.b Ugo Panizza.	p. 295
15.c Luigi Zingales.	p. 303
15.d Mario Anolli.	p. 310
15.e Giampaolo Gabbi.	p. 316
16. Il dubbio sull'elemento soggettivo del reato di manipolazione del mercato.	p. 320
17. L'illecito amministrativo contestato a S&P.	p. 329
<u>DISPOSITIVO</u>	p. 330