

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

**I meccanismi per la risoluzione delle crisi del debito sovrano: alla ricerca di un difficile bilanciamento tra interessi pubblici e privati**

**This is the author's manuscript**

*Original Citation:*

*Availability:*

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/148256> since 2016-06-21T18:26:40Z

*Terms of use:*

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

This is the author's final version of the contribution published as:

Annamaria Viterbo. I meccanismi per la risoluzione delle crisi del debito sovrano: alla ricerca di un difficile bilanciamento tra interessi pubblici e privati. *DIRITTI UMANI E DIRITTO INTERNAZIONALE*. 8 (2) pp: 351-370.

When citing, please refer to the published version.

Link to this full text:

<http://hdl.handle.net/2318/148256>

# I meccanismi per la risoluzione delle crisi del debito sovrano: alla ricerca di un difficile bilanciamento tra interessi pubblici e privati

Annamaria Viterbo

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I meccanismi per la risoluzione delle crisi del debito sovrano: una panoramica. – 3. La ristrutturazione del debito obbligazionario greco del 2012. – 4. Ricorsi a tribunali arbitrali investitore-Stato e alla Corte europea dei diritti umani in merito alla ristrutturazione del debito sovrano obbligazionario: quali i giusti decisori? – 5. Verso un meccanismo europeo per la ristrutturazione del debito sovrano obbligazionario?

## 1. Premessa

La crisi della Grecia ha reso evidente la difficoltà di raggiungere un corretto bilanciamento tra interessi pubblici e privati in assenza di un meccanismo permanente per la risoluzione delle crisi del debito sovrano (i.e. il debito emanato o garantito dagli organi centrali dello Stato)<sup>1</sup>.

La ristrutturazione del debito obbligazionario greco del marzo 2012 si è infatti resa necessaria nonostante il Fondo monetario internazionale (FMI) e gli Stati membri dell'area euro avessero concesso alla repubblica ellenica assistenza finanziaria<sup>2</sup> e nonostante l'imposizione di severe misure di austerità. La ristrutturazione è stata effettuata attraverso l'applicazione retroattiva di clausole di azione collettiva ai titoli di Stato soggetti alla legge nazionale ed escludendo dal suo ambito di applicazione alcuni *bondholders* c.d. 'quasi-sovrani' (su cui vedi *infra*). Inoltre, le modalità con cui la ristrutturazione è stata operata sono tuttora al vaglio delle

<sup>1</sup> Sul tema, tra i molti, si rinvia a: M. AUDIT (sous la direction de), *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, Paris, 2011; R.W. KOLB (ed.), *Sovereign Debt: from Safety to Default*, Hoboken, NJ, 2011; M. WAIBEL, *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*, Cambridge, 2011; M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, Milano, 2009; S. HAGAN, "Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt", in FMI, *Current Developments in Monetary and Financial Law*, Washington D.C., 2005, p. 193 ss.; F. MARCELLI, *Il debito estero dei paesi in via di sviluppo nel diritto internazionale*, Milano, 2004; D. CARREAU, M.N. SHAW (eds.), *The external debt / La dette extérieure*, The Hague Academy of International Law, Dordrecht, 1995.

<sup>2</sup> Nella prima settimana di maggio 2010, il grave deterioramento della situazione e l'innalzarsi del rischio di contagio portavano gli Stati dell'Eurogruppo ed il FMI a concedere alla Grecia assistenza finanziaria per un ammontare totale di 110 miliardi di euro. Le modalità del prestito venivano definite nell'*Intercreditor Agreement* concluso il 7 maggio 2010 tra i Paesi prestatori (tutti i Paesi euro tranne la Grecia) e nel *Loan Facility Agreement* concluso l'8 maggio 2010 tra la Commissione europea, incaricata di coordinare il *pool* di prestiti bilaterali provenienti dai Paesi euro, e il Governo greco.

corti nazionali, di tribunali arbitrali investitore-Stato e della Corte europea dei diritti umani (Corte di Strasburgo).

Questo studio si propone di mettere in luce le problematiche insite nella frammentazione dei *fora* disponibili per la tutela delle posizioni soggettive di cittadini ed investitori colpiti da una ristrutturazione del debito. A tal fine, il contributo sarà articolato in una breve descrizione dei meccanismi disponibili per la risoluzione delle crisi del debito sovrano; in una parte dedicata all'analisi della ristrutturazione del debito obbligazionario della Grecia e alle istanze presentate a tribunali arbitrali investitore-Stato ed alla Corte di Strasburgo; nonché, infine, in una parte conclusiva sulle proposte di istituire un meccanismo permanente che permetta un approccio olistico alle questioni legate alla ristrutturazione del debito obbligazionario almeno in ambito europeo.

## 2. I meccanismi per la risoluzione delle crisi del debito sovrano: una panoramica

Ognuno dei meccanismi attualmente esistenti per la risoluzione delle crisi del debito sovrano è applicabile a una specifica modalità di raccolta del capitale da parte dello Stato debitore e a un determinato gruppo di creditori: *a)* il debito multilaterale dovuto alle maggiori istituzioni finanziarie internazionali è oggetto di cancellazione soltanto in via eccezionale, beneficiando queste ultime dello *status* di creditori privilegiati; *b)* il debito bilaterale è rinegoziato nell'ambito del Club di Parigi; *c)* il debito dovuto a banche commerciali è oggetto di ristrutturazione attraverso la costituzione di *bank advisory committees*, mentre *d)* il debito sovrano obbligazionario viene ristrutturato attraverso offerte di scambio e l'applicazione di clausole di azione collettiva (*collective action clauses* – CAC).

Rinegoziazione, ristrutturazione e cancellazione del debito non solo hanno l'obiettivo di portare il debito ad un livello sostenibile, ma anche di liberare risorse da destinarsi a misure aventi come obiettivo la riduzione della povertà e da utilizzarsi nei settori della salute, dell'educazione e dei servizi pubblici essenziali. Tuttavia non sempre ciò è avvenuto.

*a)* Il debito multilaterale è stato oggetto di cancellazione soltanto in casi eccezionali. Le istituzioni finanziarie internazionali (FMI e Banca mondiale) godono infatti per prassi dello *status* di creditori privilegiati<sup>3</sup>. Secondo alcuni autori, questo *status* è riconosciuto da una norma di diritto internazionale consuetudinario<sup>4</sup>. La protezione loro accordata deriva dalla necessità di salvaguardarne le risorse e la capacità di svolgere le proprie funzioni, nonché dall'esigenza di prevenire fenomeni di *moral hazard* e una perdita di influenza sugli Stati membri.

<sup>3</sup> R.S.J. MARTHA, "International Organizations Sovereign Bondholders: An Unexplored Dimension of the Sovereign Debt Crisis", in *Manchester Journal of International Economic Law* 2013, p. 2 ss.; ID, "Preferred Creditor Status under International Law: The Case of the International Monetary Fund", in *International and Comparative Law Quarterly* 1990, p. 39 ss.

<sup>4</sup> D. CARREAU, "Le rééchelonnement de la dette extérieure des Etats", in *Journal du droit international* 5/1985, p. 15.

A fronte dell'aggravarsi della situazione debitoria di alcuni Paesi e delle possibili gravi conseguenze per la stabilità finanziaria internazionale, al vertice del G7 di Lione del 1996, il FMI e la Banca Mondiale (nella specie l'*International Development Association* – IDA) lanciarono congiuntamente l'iniziativa *Heavily Indebted Poor Countries* (HIPC). Trattasi di un ambizioso tentativo di coordinare le operazioni di cancellazione del debito dei paesi più poveri da parte dei vari creditori, non solo multilaterali, ma anche bilaterali e commerciali.

All'iniziativa, la cui scadenza è prevista a fine 2014, sono stati ammessi 39 paesi il cui livello di indebitamento era rimasto insostenibile (tenuto conto del rapporto tra debito e PIL e debito ed esportazioni), nonostante essi avessero attuato un programma di riforme strutturali sostenuto da finanziamenti del FMI o dell'IDA<sup>5</sup>. Al raggiungimento del c.d. *completion point*, 35 di essi hanno beneficiato di una riduzione debitoria da parte di FMI e IDA in misura necessaria a riportare gli indicatori del debito ai livelli di sostenibilità e, parallelamente, della cancellazione del 90% del debito dovuto ai creditori bilaterali del Club di Parigi e di un riscadenziamento del restante 10%; non sempre, invece, i creditori commerciali hanno fornito un trattamento equiparabile che – benché auspicato – rimane del tutto volontario<sup>6</sup>.

Occorre sottolineare come FMI e IDA nel fornire *debt relief* ai paesi HIPC non abbiano rinunciato al loro *status* di creditori privilegiati: formalmente, infatti, le somme loro dovute dai paesi HIPC sono state regolarmente rimborsate, anche se utilizzando le risorse di un *Trust Fund* appositamente istituito e finanziato dallo stesso FMI e dalla BIRS.

Inoltre, attraverso la *Multilateral Debt Relief Initiative* (MDRI), FMI, IDA, *African Development Fund* e *Inter-American Development Bank* hanno accettato di cancellare in maniera irrevocabile il debito rimasto escluso dall'operare dell'iniziativa HIPC a favore degli Stati che hanno raggiunto o raggiungeranno il *completion point*.

b) Il Club di Parigi si è riunito per la prima volta nel 1956 per rinegoziare il debito bilaterale dell'Argentina<sup>7</sup>. Esso ha avuto un ruolo centrale nel corso della

<sup>5</sup> Per poter beneficiare dei meccanismi di riduzione del debito previsti dall'iniziativa HIPC, un paese debitore deve soddisfare alcuni ulteriori requisiti che consistono nel poter accedere al prestito IDA (sulla base del reddito pro-capite annuo) e nell'aver predisposto un *Poverty Reduction Strategy Paper* (PRSP).

<sup>6</sup> L.F. GUDER, *The Administration of Debt Relief by the International Financial Institutions: A Legal Reconstruction of the HIPC Initiative*, Berlin, 2009, p. 49 ss.. V. anche FMI, *HIPC Initiative and MDRI: Statistical Update*, 19 dicembre 2013.

<sup>7</sup> Si vedano: E. COSIO-PASCAL, *The Emerging of a Multilateral Forum for Debt Restructuring: the Paris Club*, UNCTAD, Geneva, 2008; E. CASSESE, "Il club di Parigi", in *Diritto del commercio internazionale* 2002, p. 592; C. HOLMGREN, *La renégociation multilatérale des dettes: le Club de Paris au regard du droit international*, Bruxelles, 1998; F. MARCELLI, *op. cit.*, p. 72 ss.; L. GRARD, "Le Club de Paris et les dettes publiques des Etats", in *The external debt / La dette extérieure*, cit., p. 201 ss.; A. TITA, "Il 'Club di Parigi', un tentativo di sistemazione giuridica", in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali* 1988, p. 528 ss.; A. RIEFFEL, "The Paris Club, 1978-1983", in *Columbia Journal of Transnational Law* 23/1984-1985, p. 83 ss.

crisi del debito degli anni ottanta, subendo un processo di graduale istituzionalizzazione e codificazione delle procedure e prassi interne, pur continuando ad avere natura di *forum* intergovernativo. Non si può, infatti, riconoscere al Club di Parigi la soggettività giuridica di un'organizzazione internazionale, essendo esso privo di un trattato istitutivo, non avendo i suoi atti efficacia vincolante e non avendo il suo Segretariato permanente – la cui sede e staff sono forniti dal Tesoro francese – potere di agire indipendentemente dalla volontà degli Stati membri. Il Club mantiene pertanto natura di conferenza internazionale periodica.

Ad oggi esso riunisce 19 membri permanenti<sup>8</sup>. Si tratta di un gruppo omogeneo di paesi, tutti appartenenti all'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) tranne la Russia (che peraltro nel periodo 1993-1999 ha rinegoziato cinque volte il proprio debito nell'ambito del Club) e di cui tuttavolta non fanno parte alcuni tra i maggiori paesi prestatori come Arabia Saudita, Cina, Corea ed India<sup>9</sup>.

L'iniziativa di richiedere l'apertura delle negoziazioni al Club di Parigi spetta al paese debitore che si trovi nell'impossibilità di onorare il servizio del proprio debito ovvero che si trovi in una situazione di *default* imminente. I membri permanenti partecipano ai negoziati anche nel caso non abbiano crediti da far valere verso il paese interessato. Altri paesi creditori possono partecipare alle negoziazioni con l'assenso dei membri del Club e del paese debitore. Rappresentanti del FMI, della BIRS, dell'UNCTAD, delle banche multilaterali di sviluppo e della Commissione europea partecipano come osservatori.

Il debito soggetto alla ristrutturazione ad opera del Club di Parigi è il debito pubblico bilaterale e comprende, oltre ai crediti commerciali<sup>10</sup>, anche i crediti d'aiuto, erogati per la cooperazione allo sviluppo.

Per accedere al trattamento accordato dal Club, il paese debitore deve richiedere assistenza finanziaria al FMI nel cui quadro perseguirà un programma di aggiustamento macroeconomico. I negoziati si concludono con l'adozione delle *Agreed Minutes*, un'intesa che ogni governo si impegna ad eseguire in buona fede, ma di per sé non dotata di efficacia vincolante. Il contenuto di tale intesa dovrà essere recepito negli accordi bilaterali stipulati tra ogni paese creditore e lo Stato debitore. Nel firmare le *Agreed Minutes*, il debitore s'impegna, con un'apposita clausola (la c.d. *pullback clause*), a pretendere dagli altri creditori non membri del Club, ed anche dai privati, un trattamento equivalente a quello con-

<sup>8</sup> I 19 membri permanenti del Club di Parigi sono: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Giappone, Norvegia, Olanda, Regno Unito, Russia, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

<sup>9</sup> Sul punto si veda H. REISEN e S. NDOYE, "Prudent versus Imprudent Lending to Africa: From Debt Relief to Emerging Lenders", *OECD Development Centre Working Paper*, No. 268, febbraio 2008.

<sup>10</sup> Questi crediti derivano da operazioni commerciali il cui regolamento, rimasto insoluto di fronte all'impossibilità del debitore di pagare, diventa un credito ufficiale del governo in virtù dell'assicurazione contratta dall'imprenditore con l'istituto che garantisce i crediti all'esportazione.

cessogli dal Club<sup>11</sup>; nel caso in cui lo Stato debitore tenga un comportamento difforme, l'intesa perderà ogni valore.

L'azione del Club di Parigi si basa su un nucleo di principi identificati all'inizio degli anni ottanta, tra cui in particolare figurano: il principio di non discriminazione tra i paesi parte del Club e la comparabilità di trattamento con gli altri creditori (il debitore s'impegna a non concedere a terzi, ossia ai creditori non membri del Club, un trattamento più favorevole rispetto alle condizioni ottenute dal Club di Parigi).

Il trattamento che il Club di Parigi offre al paese debitore può essere di flusso (per far fronte a temporanei squilibri della bilancia dei pagamenti) o di *stock* (per far fronte ad un livello insostenibile di indebitamento). Pertanto, i trattamenti debitori accordati possono consistere non solo nell'allungamento delle scadenze dei pagamenti relativi al servizio del debito e nell'applicazione di tassi d'interesse agevolati, ma anche nella parziale cancellazione dello *stock* del debito (il debito accumulato sino alla c.d. *cut-off date*).

c) Se negli anni sessanta il debito estero degli Stati era prevalentemente di natura pubblica in quanto dovuto a Stati o istituzioni finanziarie internazionali, a partire dagli anni settanta sono le banche commerciali, per lo più attraverso sindacati bancari, a finanziare un numero crescente di paesi, specie in via di sviluppo.

La ristrutturazione di questo debito avviene ancor oggi tramite la formazione di appositi *bank advisory committees* o *steering committees*<sup>12</sup>, il cui funzionamento ricalca in parte quello del Club di Parigi. Questo procedimento viene impropriamente definito Club di Londra, pur trattandosi di comitati istituiti *ad hoc*, a composizione sempre variabile e non supportati da un Segretariato permanente.

Detti comitati sono tipicamente composti da un gruppo ristretto di rappresentanti delle banche con maggiore esposizione debitoria rispetto a un dato Paese. Essi si riuniscono con i rappresentanti dello Stato debitore per negoziare un *agreement in principle* che verrà poi sottoposto per approvazione ad ogni banca partecipante, diventando immediatamente vincolante quando approvato all'unanimità o talvolta a maggioranza del 95%. Il trattamento accordato prevede tipicamente un riscadenziamento dei pagamenti e l'applicazione di un tasso di interesse unico, ma aggiustabile sui debiti oggetto di ristrutturazione. Come condizione per l'apertura dei negoziati, allo Stato può essere richiesto di attivare uno *stand-by arrangement* con il FMI e di rispettare la condizionalità ad esso correlata.

d) Ciascuno dei meccanismi di ristrutturazione del debito sopra descritti è rispettivamente applicabile ad un gruppo *omogeneo* di creditori (istituzioni finan-

<sup>11</sup> L'unica eccezione all'applicazione del principio della parità di trattamento dei creditori, riguarda le istituzioni finanziarie internazionali, cui viene riconosciuto *status* di creditore privilegiato.

<sup>12</sup> L.C. BUCHHEIT, "Use of Creditor Committees in Sovereign Debt Workouts", in *Business Law International* 10/2009, p. 205 ss.; L. RIEFFEL, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., 2003, p. 102 ss.; L. GRARD, *op. cit.*, p. 199; L.C. BUCHHEIT, "Advisory Committees: What's in a Name?", in *International Financial Law Review* 10/1991, p. 9.

ziarie internazionali, Stati o banche commerciali). Tutti prevedono l'applicazione al paese debitore della condizionalità del FMI, elemento che rileva più dell'ammontare dell'assistenza finanziaria da esso erogata.

Il discorso è ben diverso per il debito obbligazionario sovrano. La raccolta di capitale sui mercati finanziari attraverso la collocazione di titoli di Stato è oggi la forma prevalente di finanziamento della cosa pubblica. I *bondholders* rappresentano tuttavia un insieme eterogeneo di creditori che hanno natura ed interessi molto diversi tra loro e che raramente si riuniscono in *bondholders' committees* per rinegoziare il loro credito con il paese debitore<sup>13</sup>. I sottoscrittori di titoli di Stato possono infatti essere piccoli risparmiatori, investitori istituzionali, banche commerciali, fondi pensione, *hedge funds* – sia nazionali che stranieri – ed anche organizzazioni internazionali<sup>14</sup>. Come è facilmente intuibile, essi possono avere interessi opposti, nonché diversi obiettivi, incentivi e potere negoziale. Particolare attenzione meritano inoltre i *bondholders* 'quasi-sovrani', quali il FMI, la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS), la Banca centrale europea (BCE) e la Banca europea degli investimenti (BEI) quando operano acquistando obbligazioni sovrane sui mercati secondari<sup>15</sup>.

Per la ristrutturazione del debito obbligazionario, l'approccio ad oggi prevalente è quello contrattuale, basato su *exchange offers* e sull'introduzione di CAC nei prospetti contrattuali dei titoli di Stato<sup>16</sup>.

Le CAC consentono a una maggioranza qualificata di investitori in una determinata emissione obbligazionaria sovrana di modificare i termini di pagamento del titolo, con effetto vincolante per tutti i detentori di un titolo della stessa serie, in modo da facilitare una ristrutturazione ordinata del debito.

I presupposti su cui si basa il funzionamento delle CAC sono l'uguaglianza e la parità di trattamento dei creditori obbligazionari. Il concetto di uguale trattamento o di non discriminazione tra i *bondholders* deriva dall'applicazione del principio

<sup>13</sup> Le maggiori e più recenti eccezioni sono state il *Global Committee of Argentina Bondholders*, formatosi spontaneamente nel 2004, con cui peraltro il governo argentino ha rifiutato di intrattenere alcuna relazione, e lo *Steering Committee* formatosi nel 2011 per rinegoziare il debito della Grecia. Sul punto U. DAS, M. PAPAIOANNOU, C. TREBESCH, "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts", *IMF Working Paper*, WP/12/203, 2012, pp. 24-25.

<sup>14</sup> Il Quinto emendamento allo Statuto del FMI, entrato in vigore nel febbraio 2011, ha ampliato la capacità del Fondo di operare investimenti sui mercati e di acquistare titoli di Stato (si veda il nuovo art. XII, sezione 6(f)(iii)). La BIRS opera da lungo tempo sui mercati dei capitali (si veda art. IV, sezione 8 (iv)).

<sup>15</sup> Le problematiche sollevate dai *bondholders* quasi-sovrani sono state ben evidenziate nel caso della ristrutturazione del debito greco, di cui si parlerà più avanti.

<sup>16</sup> Tra i molti si vedano: S. HÄSELER, "Collective Action Clauses in Sovereign Bonds", in *Sovereign Debt: from Safety to Default*, cit., p. 235 ss.; J. DEY, "Collective Action Clauses: Sovereign Bondholders Cornered?", in *Law and Business Review of the Americas* 2009, p. 485 ss.; A. GELPERN, M. GULATI, "Innovation After the Revolution: Foreign Sovereign Bond Contracts Since 2003", in *Capital Markets Law Journal* 4/2009, p. 85 ss.; L.C. BUCHHEIT, M. GULATI, "Sovereign Bonds and the Collective Will", in *Emory Law Journal* 2003, p. 1317 ss.



*same paper, same treatment*<sup>17</sup>, intendendosi con ciò il fatto che i creditori che vantano lo stesso titolo di credito (lo stesso prospetto contrattuale relativo ad una determinata emissione o serie di *bonds*) avranno diritto di ricevere lo stesso trattamento (in termini di priorità, termini di pagamento e concessione di garanzie).

### 3. La ristrutturazione del debito obbligazionario greco del 2012

I diversi meccanismi per la ristrutturazione del debito sovrano si sono sviluppati nel corso del tempo, seguendo l'evoluzione delle tecniche utilizzate dagli Stati per raccogliere i capitali necessari alla copertura delle voci della spesa pubblica. In assenza di un approccio olistico alle problematiche derivanti da un livello insostenibile di debito pubblico, uno Stato a rischio insolvenza dovrà scegliere quali meccanismi attivare in base alla composizione del suo debito estero.

L'assenza di una procedura unica e di un organo giurisdizionale competente a dirimere le eventuali controversie tra creditori e Stato debitore – anche nell'ambito dell'Unione europea – non è particolarmente sorprendente. I padri della moneta unica, così come non avevano previsto la possibilità che una crisi economico-finanziaria colpisse uno degli Stati membri dell'area euro, così non avevano ritenuto necessario un meccanismo per la risoluzione delle crisi del debito sovrano. Il dibattito si è tuttavia riaperto in occasione della ristrutturazione del debito obbligazionario greco del febbraio 2012 (c.d. *Private Sector Involvement deal* – PSI).

Circa il 90% dei titoli di debito pubblico emessi dalla Grecia non conteneva CAC ed era regolato dalla legge nazionale. Per poter assicurare un'elevata partecipazione alla ristrutturazione e limitare il rischio di *holdouts*, poco prima di lanciare l'offerta di scambio, il Parlamento greco adottò una legge che introduceva retroattivamente e *ope legis* clausole di azione collettiva in tutti i *Greek-law sovereign bonds* emessi prima del 31 dicembre 2011 (c.d. *Bondholders Act*<sup>18</sup>). L'offerta di scambio del 24 febbraio 2012 su *bonds* del valore totale di 200 miliardi di euro venne accettata alla scadenza dell'8 marzo 2012 dall'83,5% dei *bondholders*, un livello di partecipazione sufficiente per far scattare l'attivazione delle CAC e vin-

<sup>17</sup> R.A. MORALES, "Equality of Treatment of Creditors in the Debt Restructuring", in *The external debt / La dette extérieure*, cit., p. 381.

<sup>18</sup> Si veda la traduzione ufficiale in lingua inglese della *Law 4050/2012 Rules of Amendment of Titles Issued or Guaranteed by the Hellenic Republic with the Bondholders' Agreement*, in *Gazzetta ufficiale della Repubblica ellenica* A36 del 23 febbraio 2012. Si veda anche *ECB Opinion of 17 February 2012 on the Terms of Securities Issued or Guaranteed by the Greek State* (CON/2012/12), disponibile su [www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2012\\_12\\_f\\_sign.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2012_12_f_sign.pdf). Si veda inoltre il decreto del Consiglio dei Ministri greco n. 5 del 24 febbraio 2012, in *Gazzetta ufficiale della Repubblica ellenica* A37 del 24 febbraio 2012, atto che conteneva in allegato l'elenco delle varie serie di *bonds* sovrani cui si sarebbe applicata l'offerta di scambio. Poco prima del lancio dell'offerta di scambio i titoli detenuti da BCE, BCN e BEI erano stati scambiati con titoli di nuova emissione, di pari valore e pari data di maturazione, ma con un nuovo numero ISIN (*International Securities Identification Number*), di modo da poterli identificare e raggruppare, e quindi escludere più facilmente dall'applicazione del PSI: i *bonds* di nuova emissione detenuti da BCE, BCN e BEI infatti non compaiono nell'allegato al decreto del Consiglio dei Ministri greco n. 5 del 24 febbraio 2012.

colare anche i restanti sottoscrittori<sup>19</sup> ad un *haircut* del 53% sul valore nominale dei loro titoli, ad un allungamento delle scadenze dei titoli (fino a 30 anni) e ad una riduzione del tasso di rendimento.

Il PSI, con il quale la Grecia ha beneficiato di una riduzione del debito estero di circa 106 miliardi di euro (quasi il 50% del suo GDP), ha coinvolto un numero stimato di 15000 nuclei famigliari greci. A partire da questo dato, Cephas Lumina, esperto indipendente su debito estero e diritti umani, ha recentemente espresso le sue preoccupazioni sugli effetti che l'ammontare dell'*haircut* e la posticipazione della scadenza dei titoli potranno avere per i piccoli risparmiatori e, tra di essi, per gli anziani, per i disabili e per le persone che necessitano di cure<sup>20</sup>.

Peraltro, per quanto riguarda i titoli di Stato emessi dalla Grecia e soggetti ad una legge applicabile straniera (in particolare al diritto inglese, giapponese, italiano e svizzero), l'offerta di scambio venne prorogata fino ad aprile e, all'esito, si registrarono *holdouts* per 6.4 miliardi di euro (circa il 3.1% del debito totale esistente) su 24 diverse emissioni, che quindi non vennero ristrutturate<sup>21</sup>.

Inoltre, alcuni creditori 'quasi-sovrani' non parteciparono alla ristrutturazione<sup>22</sup>: la BCE, le banche centrali nazionali del Sistema europeo delle banche centrali (BCN) e la BEI, che insieme detenevano circa il 20% dei *bonds* emessi dalla Grecia<sup>23</sup>.

La *special exemption*<sup>24</sup> di BCE e BCN fu giustificata sulla base del fatto che avevano acquistato *bonds* greci sui mercati secondari in attuazione del *Securities*

<sup>19</sup> Si veda il decreto del Consiglio dei Ministri n. 10 del 9 marzo 2012, pubblicato nella *Gazzetta ufficiale della Repubblica ellenica* A50 del 9 marzo 2012, che approva la decisione adottata dalla necessaria maggioranza qualificata di *bondholders* di aderire all'offerta di scambio, cui è seguita l'attivazione delle CAC e l'applicazione delle modifiche dei termini e delle condizioni dei titoli di Stato soggetti alla legge greca a tutti i detentori della stessa serie.

<sup>20</sup> C. LUMINA, *Report of the Independent Expert on the effects of foreign debt and other related international financial obligations of States on the full enjoyment of all human rights, particular economic, social and cultural rights: Mission to Greece (22-27 April 2013)*, UN Doc. A/HRC/25/50/Add.1 del 5 marzo 2014, par. 28.

<sup>21</sup> Si veda J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M. GULATI, "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, WP 13-8, agosto 2013, p. 13-14. La Grecia ha completamente ripagato il debito sinora maturato detenuto dagli *holdouts*. Il 15 maggio 2012, la Grecia si trovò a dover pagare titoli di debito in scadenza e non ristrutturati per un valore di 436 milioni di euro; la quasi totalità di detti titoli era detenuta da Dart Management, un *vulture fund* con sede nelle Isole Cayman. Fonte: LANDON THOMAS JR., "Bet on Greek Bonds Paid Off for 'Vulture Fund'", in *The New York Times*, 15 maggio 2012.

<sup>22</sup> Parteciparono invece al PSI fondi pensione e *sovereign wealth funds* come il *Norwegian Government Pension Fund Global*. Si veda P.R. WOOD, "How the Greek Debt Reorganisation of 2012 Changed the Rules of Sovereign Insolvency", in *Business Law International* 14/2013, p. 34.

<sup>23</sup> J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M. GULATI, *op. cit.*, p. 10. See also Morgan Stanley, "Trading After the PSI", 8 marzo 2012.

<sup>24</sup> FMI, "Euro Area Policies: 2012 Article IV Consultation – Selected Issues Paper", *IMF Country Report* No. 12/182, luglio 2012, p. 47 ss.

*Markets Programme* (SMP) e che detti acquisti rispondevano ad un interesse pubblico dell'intera area euro<sup>25</sup>.

Il programma SMP era stato adottato dal Consiglio direttivo della BCE nel maggio 2010<sup>26</sup> per contrastare le circostanze eccezionali prevalenti sui mercati finanziari che stavano pregiudicando il meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area euro mettendo a rischio il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tramite il programma temporaneo SMP, la BCE e le BCN potevano acquistare sul mercato secondario titoli di debito idonei negoziabili emessi dai governi o da enti pubblici degli Stati appartenenti all'area euro. Al programma SMP fu posto termine nell'agosto 2012, quando la BCE annunciò pubblicamente l'adozione, in un prossimo futuro, del nuovo programma *Outright Monetary Transactions* (OMT)<sup>27</sup>.

Il ricorso a uno strumento di politica monetaria non convenzionale da parte della BCE ha sollevato questioni di grande rilevanza per il futuro dell'Unione monetaria europea e dello stesso processo di integrazione europea.

Molti sono gli osservatori che hanno espresso critiche e riserve sui programmi SMP/OMT, ritenendoli entrambi costituire una violazione del divieto di ogni forma di *facilitazione creditizia* agli Stati membri e di acquisto *diretto* di titoli di debito pubblico (c.d. divieto di *bailout*) di cui all'art. 123 TFUE. Alcuni ricorsi sono stati presentati al Tribunale federale costituzionale tedesco che, nel gennaio 2014, per la prima volta ha sottoposto un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia dell'UE in merito alla compatibilità del programma OMT con il mandato della BCE, nonché con il divieto di *bailout* posto dall'art. 123 TFUE.<sup>28</sup>

Uno dei punti controversi consiste proprio nel fatto che sebbene BCE, BCN (e BEI) siano state escluse dalla ristrutturazione del debito greco, la BCE ha assicurato che per gli acquisti operati nel contesto del programma OMT essa accetterà di essere trattata *pari passu* rispetto ai *bondholders* ordinari. Nel caso si rendesse, quindi, necessaria una ristrutturazione, la BCE accetterebbe una parziale cancellazione del proprio credito.

La BCE, d'altronde, ha sempre sostenuto che i programmi SMP/OMT fossero strumenti di politica monetaria pienamente compatibili con il suo mandato (in li-

<sup>25</sup> Sul punto si veda M. DRAGHI, Presidente della BCE, in *Transcript of the Press Conference*, 8 marzo 2012, disponibile su [www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120308.en.html](http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120308.en.html).

<sup>26</sup> Decisione della Banca centrale europea del 14 maggio 2010 che istituisce un *Programma per il mercato dei titoli finanziari* (BCE/2010/5).

<sup>27</sup> Si veda *ECB Press Release, Technical Features of Outright Monetary Transactions*, 6 settembre 2012, disponibile su [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Il Consiglio direttivo della BCE non ha ancora adottato una decisione che istituisca ufficialmente il programma OMT.

<sup>28</sup> Si veda, nella traduzione inglese, Tribunale federale costituzionale tedesco (*Bundesverfassungsgericht*), *Referral for a preliminary ruling to the Court of Justice of the European Union of 14 January 2014*, 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1438/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1440/12, 2 BvE 6/12, par. 84-100, disponibile su [www.bverfg.de/en/decisions/rs20140114\\_2bvr272813en.html](http://www.bverfg.de/en/decisions/rs20140114_2bvr272813en.html). Per un'analisi si veda il numero speciale del *German Law Journal* dedicato a "The OMT Decision of the German Federal Constitutional Court", 15/2014, disponibile su [www.germanlawjournal.com](http://www.germanlawjournal.com).

nea con quanto previsto dall'art. 18.1 dello Statuto SEBC) e necessari a far fronte al malfunzionamento del mercato dei titoli di debito sovrano e in ultimo a garantire la stabilità dei prezzi<sup>29</sup>. Inoltre, anche una eventuale futura partecipazione alla ristrutturazione del debito sovrano di un paese dell'area euro non sarebbe contraria allo spirito dell'art. 123 TFUE, ma contribuirebbe a prevenire una crisi del debito pubblico e a riportare ad una situazione di sostenibilità il debito del paese in questione.<sup>30</sup>

Tuttavia, tornando al caso della Grecia, si deve sottolineare come la mancata partecipazione di BCE, BCN e BEI al PSI abbia portato alla creazione di una «*very unusual ladder of priorities among creditors*»<sup>31</sup> e abbia avuto l'effetto di creare, *de facto*, due classi di creditori – ordinari e privilegiati<sup>32</sup> – in violazione del principio di non discriminazione.

Il *Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution* dell'*Institute of International Finance* (IIF), un'associazione che raggruppa le maggiori istituzioni finanziarie a livello globale e che prese parte ai negoziati sul PSI, ha espresso sul punto la seguente posizione: «the exclusion of the ECB holdings from the debt exchange could be rationalized [...], but the exclusion of the official body holdings [NCBs and EIB] deviated from the normal principle of non-discrimination»<sup>33</sup>.

L'introduzione retroattiva e 'forzosa' di CAC attraverso il *Bondholders Act*, le condizioni più favorevoli garantite ai *bondholders* nazionali nel corso della ristrutturazione<sup>34</sup> e il trattamento privilegiato accordato ai creditori quasi-sovrani potrebbero essere considerati costituire violazioni degli impegni assunti nei trattati

<sup>29</sup> Si veda: BCE, "Compliance of Outright Monetary Transactions with the Prohibition on Monetary Financing", *Monthly Bulletin*, ottobre 2012, pp. 7–9; *Introductory statement by the ECB in the proceedings before the Federal Constitutional Court by Jörg Asmussen, Member of the Executive Board of the ECB*, Karlsruhe, 11 giugno 2013.

La posizione della BCE è sostanzialmente condivisibile, come già rilevato in A. VITERBO, "Oh My... OMT! Some Thoughts about the German Constitutional Court's Decision to Refer the Outright Monetary Transactions Programme to the Court of Justice of the European Union", in *SIDIBlog* del 13 febbraio 2014, disponibile su [www.sidi-isil.org/sidiblog/?p=695](http://www.sidi-isil.org/sidiblog/?p=695). Si veda anche S. CAFARO, "L'azione della BCE nella crisi dell'area euro alla luce del diritto dell'Unione europea", in *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro: profili giuridici*, M. VELLANO, G. ADINOLFI (a cura di), Torino, 2013, p. 49 ss.

<sup>30</sup> P. ATHANASSIOU, "Of Past Measures and Future Plans for Europe's Exit from the Sovereign Debt Crisis: What is Legally Possible (and What is Not)", in *European Law Review* 2011, pp. 566–567.

<sup>31</sup> P.R. WOOD, *op. cit.*, p. 34.

<sup>32</sup> A scadenza dei bonds i creditori quasi-sovrani 'privilegiati' riceveranno il pagamento del loro valore nominale con un guadagno rilevante avendoli acquistati ad un prezzo notevolmente inferiore alla pari.

<sup>33</sup> IIF, *Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Restructuring*, ottobre 2012, p. 52.

<sup>34</sup> Le condizioni più favorevoli offerte in occasione del lancio dell'*exchange offer* ai *bondholders* greci derivano dall'esigenza di non imporre ai cittadini un 'doppio aggiustamento': quello derivante dalla ristrutturazione del debito, oltre agli effetti delle misure di austerità.

bilaterali per la promozione e la protezione degli investimenti (BIT) conclusi dalla Grecia<sup>35</sup>. In particolare, si potrebbero ipotizzare violazioni del trattamento nazionale, del trattamento giusto ed equo e degli impegni assunti direttamente attraverso la stipula del contratto con l'investitore (nel caso in cui il BIT applicabile contenga un'*umbrella clause*). Inoltre, la ristrutturazione di per sé può essere impugnata quale forma di espropriazione indiretta.

In questa direzione va senz'altro il ricorso all'arbitrato investitore-Stato proposto contro la Grecia da una banca slovacca e dai suoi *shareholders* ciprioti sulla base dei due BIT conclusi dalla Grecia con la Slovacchia e con Cipro (rispettivamente entrati in vigore nel 1992 e nel 1993)<sup>36</sup>.

Inoltre, nel corso del 2012-2013, alcuni possessori di titoli di Stato greci di varie nazionalità hanno presentato ricorso alla Corte di Strasburgo nei confronti della Grecia per violazione del loro diritto di proprietà (sulla base dell'art. 1 del Primo Protocollo addizionale alla CEDU)<sup>37</sup>. La Corte, con una serie di decisioni conformi adottate nella composizione del giudice unico, ne aveva tuttavia ritenuto l'inammissibilità per mancato esaurimento dei ricorsi interni *ex art. 35, par. 1, CEDU*, in particolare mancando ancora all'epoca la pronuncia del Consiglio di Stato greco sulla legittimità del *Bondholders Act*. Detti ricorsi potranno però a breve essere nuovamente presentati, avendo la suprema corte amministrativa della Repubblica ellenica adottato le attese decisioni in adunanza plenaria il 21 marzo 2014<sup>38</sup>.

Con le sentenze n. 1116/2014 e n. 1117/2014 il Consiglio di Stato greco ha peraltro ritenuto il *Bondholders Act* legittimo. Esso è stato adottato in un grave contesto di crisi finanziaria, in conformità con l'evolversi degli standard contrattuali da inserirsi nei prospetti o nei regolamenti dei titoli di Stato<sup>39</sup>, e non si pone

<sup>35</sup> La Grecia ha concluso circa 40 BIT sia intra-UE che extra-UE.

<sup>36</sup> ICSID, *Poštová banka, a.s. e ISTROKAPITAL SE c. Grecia*, causa n. ARB/13/8.

<sup>37</sup> Su questo profilo si vedano in particolare: M.A. BOUDREAU, "Restructuring Sovereign Debt under Local Law: are Retrofit Collective Action Clauses Expropriatory?", in *Harvard Business Law Review* 164/2012, p. 164 ss.; M. FRIGO, "Le operazioni di ristrutturazione del debito obbligazionario alla luce delle norme CEDU in materia di diritto di proprietà", in *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro*, cit., p. 135 ss.

<sup>38</sup> Consiglio di Stato greco in adunanza plenaria, sentenze n. 1116/2014 e 1117/2014 del 21 marzo 2014 (adottate con 7 giudici dissenzienti su 28).

<sup>39</sup> Riferimento è fatto alla diffusione delle CAC nei prospetti contrattuali dei titoli di debito sovrano emessi sui mercati statunitense ed inglese, alle raccomandazioni del G10 (Group of Ten, *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, 26 settembre 2002, p. 3), ai lavori del Comitato economico finanziario dell'Unione europea su un modello generale di clausole di azione collettiva (EFC, *CACs Common Terms of Reference*, 17 febbraio 2012, disponibile su [europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/cac\\_-\\_text\\_model\\_cac.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cac_-_text_model_cac.pdf); e EFC, *Supplemental Provisions*, 17 febbraio 2012, disponibile su [europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/cac\\_-\\_supplemental\\_provisions.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cac_-_supplemental_provisions.pdf)), nonché all'art. 12.3 del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità con il quale si prevede che, a partire dal 1° gennaio 2013, siano incluse in tutti i titoli di Stato della zona euro di nuova emissione, con scadenza superiore ad un anno, clausole d'azione collettiva che garantiscano un impatto giuridico identico.

in contraddizione con i principi sanciti dalla Costituzione greca a tutela della libertà economica, dell'autonomia privata, della libertà contrattuale, della certezza del diritto e delle legittime aspettative dei cittadini. Il Consiglio di Stato ha infatti sottolineato come la solvibilità di uno Stato non sia da considerarsi garantita in maniera assoluta e si debba applicare anche a questa fattispecie il principio *rebus sic stantibus*. Inoltre, né il *Bondholders Act*, né i decreti adottati dal Consiglio dei ministri<sup>40</sup> – per quanto attiene all'esclusione di BCE, BCN e BEI dal PSI e all'attivazione delle CAC – rappresentano una violazione del principio costituzionalmente garantito di non discriminazione. Infine, la ristrutturazione del debito sovrano greco non costituisce violazione dell'art. 1 del primo Protocollo addizionale alla CEDU (e neppure dell'art. 17, par. 2 della Costituzione greca in tema di espropriazione, che si applicherebbe soltanto ai diritti reali), tenuto conto delle circostanze eccezionali, della partecipazione volontaria dei *bondholders* all'offerta di scambio e della proporzionalità tra le misure adottate e la necessità di ridurre il debito pubblico e di prevenire il collasso economico dello Stato.

#### **4. Ricorsi a tribunali arbitrali investitore-Stato e alla Corte di Strasburgo in merito alla ristrutturazione del debito sovrano obbligazionario: quali i giusti decisori?**

La ristrutturazione del debito sovrano della Grecia ben rappresenta la complessità delle problematiche che devono essere affrontate. Merita peraltro soffermarsi ulteriormente sui ricorsi sollevati di fronte ai tribunali arbitrali amministrati dal Centro internazionale per la soluzione delle controversie relative agli investimenti (ICSID) e di fronte alla Corte di Strasburgo.

Pochi sono i BIT che escludono espressamente dal campo di applicazione del trattato i *sovereign bonds*, restando peraltro molto controversa la questione se, in assenza di una previsione esplicita, l'acquisto di titoli di debito sovrano possa rientrare nella nozione di 'investimento'.

Nel recente caso *Abaclat et al. c. Argentina* relativo al *default* del Paese sudamericano del 2002, il tribunale arbitrale ICSID investito della questione, nella fase di accertamento della propria giurisdizione, ha ritenuto – peraltro a maggioranza – che l'acquisto di *sovereign bonds* sul mercato secondario, anche se in assenza di un legame con un investimento diretto, rientri nella nozione di investimento ai sensi dell'art. 25 della Convenzione di Washington e del BIT applicabile al caso di specie<sup>41</sup>. L'arbitro Georges Abi-Saab ha peraltro depositato

<sup>40</sup> Si vedano *supra* note 17 e 18.

<sup>41</sup> ICSID, *Abaclat et al. c. Argentina*, causa n. ARB/07/5, *Decision on Jurisdiction and Admissibility* del 4 agosto 2011, e *Dissenting Opinion of the arbitrator Georges Abi-Saab* del 28 ottobre 2011. Il tribunale non ha ancora raggiunto una decisione sul merito.

Si veda anche ICSID: *Ambiente Ufficio S.p.A. et al. c. Argentina*, causa n. ARB/08/9, *Decision on Jurisdiction and Admissibility* del 8 febbraio 2013, e *Dissenting Opinion of the arbitrator Santiago Torres Bernárdez* del 2 maggio 2013. È ancora pendente il caso ICSID, *Giovanni Alemanni et al. c. Argentina*, causa n. ARB/07/8. In tema si veda A. DE LUCA, "Collective Actions in ICSID Arbitration: The Argentine Bonds Case", in *Italian Yearbook of International Law* 2013, p. 211 ss.; J. BEESS UND

un'opinione dissenziente con cui ha aspramente criticato la posizione adottata dalla maggioranza, decostruendone la motivazione e concludendo che i titoli del debito argentino di cui era causa non rappresentassero un investimento protetto ai sensi sia della Convenzione di Washington che del BIT<sup>42</sup>.

Nonostante l'opinione dissenziente dell'arbitro Abi-Saab, il caso *Abaclat* sembrerebbe aver aperto un vero e proprio vaso di Pandora<sup>43</sup>, offrendo nuove opportunità di contenzioso (anche attraverso azioni collettive) a quegli investitori privati che reputino la loro posizione soggettiva lesa da una ristrutturazione del debito sovrano operata in violazione degli standard di trattamento degli investimenti stranieri.

Lo strumento dell'arbitrato investitore-Stato può essere particolarmente attraente per i c.d. *vulture funds*, fondi speculativi che operano sui mercati secondari acquistando titoli di debito sovrano emessi da Stati a rischio *default* a prezzi notevolmente scontati e in una quantità sufficiente ad influenzare l'esito del processo di ristrutturazione<sup>44</sup>. Un'ulteriore strategia perseguita dai fondi avvoltoi è peraltro quella di non prendere parte alle rinegoziazioni del debito e non accettare eventuali offerte di scambio (c.d. *holdouts*)<sup>45</sup>, cercando in seguito di massimizzare i profitti citando in giudizio davanti al foro competente più 'favorevole' il paese debitore per ottenere la restituzione dell'intero valore nominale del debito maggiorato degli interessi.

La questione dei fondi avvoltoi è stata affrontata da Cephas Lumina, nel *Draft commentary to the Guiding Principles on foreign debt and human rights* presentato al Consiglio dei diritti umani delle Nazioni Unite il 10 marzo 2014<sup>46</sup>. Nel commento alla linea guida n. 61 – che recita «If the debtor State has been granted debt relief through an international debt relief mechanism (such as the Heavily

CHROSTIN, "Sovereign Debt Restructuring and Mass Claims Arbitration before the ICSID: The *Abaclat* Case", in *Harvard International Law Journal* 2012, p. 505 ss.; S. MANCIAUX, "Decisions et sentences commentées: *Abaclat et a. c. Argentine*", in *Journal du droit international* 2012, p. 286 ss.; M. VALENTI, "La competenza ICSID nelle controversie relative al debito obbligazionario", in *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro: profili giuridici*, cit., p. 181 ss.

<sup>42</sup> *Dissenting Opinion of the arbitrator Georges Abi-Saab, Abaclat et al. c. Argentina*, cit.

<sup>43</sup> M. WAIBEL, "Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration", in *American Journal of International Law* 2007, p. 711 ss.

<sup>44</sup> Ovvero in quantità sufficiente a bloccare l'attivazione di clausole di azione collettiva.

<sup>45</sup> Uno degli obiettivi che si intende raggiungere attraverso l'introduzione di CAC nei prospetti o nei regolamenti dei titoli del debito sovrano è proprio quello di limitare il fenomeno degli *holdouts*. Tuttavia, in mancanza di una c.d. *aggregation clause* che abbia l'effetto di riunire diverse serie di titoli ai fini del calcolo delle necessarie maggioranze qualificate e della modifica dei termini di pagamento, l'efficacia delle CAC è limitata ad una singola serie di titoli.

<sup>46</sup> C. LUMINA (*Independent Expert on the effects of foreign debt and other related international financial obligations of States on the full enjoyment of all human rights, particular economic, social and cultural rights*), *Draft Commentary to the Guiding Principles on foreign debt and human rights – Report submitted to the Human Rights Council*, UN Doc. A/HRC/25/51 del 10 marzo 2014. Si veda anche C. LUMINA, *Report submitted to the fourteenth Session of the Human Rights Council*, UN Doc. A/HRC/14/21 del 29 aprile 2010.

Indebted Poor Countries' Initiative), the amount of debt recoverable by the litigating creditor should not exceed that recovered by other creditors»<sup>47</sup> – viene posto in rilievo come il contenzioso intentato dai fondi avvoltoio eroda i benefici apportati da ristrutturazioni e cancellazioni del debito, impedendo la destinazione delle risorse economiche liberate a programmi volti alla riduzione della povertà, alla promozione dello sviluppo e alla tutela dei diritti umani<sup>48</sup>.

Certo il ricorso all'arbitrato investitore-Stato in relazione a ristrutturazioni del debito sovrano da parte dei fondi avvoltoio è un estremo portato del sistema, ma non vi è chi non veda come detto strumento si presti comunque ad alcune considerazioni critiche.

Quando schiacciato dal peso insostenibile del debito, lo Stato è chiamato ad operare scelte radicali nel difficile tentativo di raggiungere un bilanciamento tra la tutela del più ampio interesse pubblico e il peso da imporre ai propri cittadini e agli investitori stranieri. Tali scelte politiche sono spesso operate con il 'coinvolgimento' del FMI e di altri attori come l'IIF, a seconda della composizione del debito estero.

Gli arbitri internazionali si trovano quindi chiamati a valutare *ex post* se tali scelte statali sono lesive degli interessi degli investitori stranieri (e dei soli investitori stranieri ricorrenti), trovandosi ad applicare la disciplina dettata dai trattati a protezione degli investimenti esteri che – è bene ricordare – non sempre contengono clausole di deroga ed eccezioni sufficienti a garantire agli Stati un margine di manovra abbastanza ampio per poter affrontare una crisi del debito sovrano senza incorrere in violazioni degli obblighi pattizi da essi assunti<sup>49</sup>.

In proposito è stato acutamente osservato che «ICSID arbitration could blow a hole in the international community's collective action policy»<sup>50</sup>. Altri hanno più di recente rilevato che: «States attempt to examine the economy-wide or public welfare effects of crises, whereas individual firms rationally look out for their own bottom line. Investor-state tips the cost-benefit upside down, giving power to the 'los-

<sup>47</sup> C. LUMINA, *Guiding Principles on foreign debt and human rights*, UN Doc. A/HRC/20/23 del 10 aprile 2011.

<sup>48</sup> Inoltre, nel rapporto pubblicato al termine della missione effettuata in Argentina nel novembre 2013, Cephas Lumina ha reiterato la raccomandazione a che gli Stati adottino legislazioni nazionali che limitino lo spazio di manovra dei *vulture funds* (il riferimento è, tra l'altro, all'introduzione di CAC) e all'adozione di un "international rules-based framework for the impartial, efficient and rights-sensitive resolution of sovereign debt problems". Vedasi C. LUMINA, *End of Mission to Argentina Statement*, Buenos Aires, 29 novembre 2013, disponibile su [www.ohchr.org/EN/NewsEvents/Pages/DisplayNews.aspx?NewsID=14040&LangID=E](http://www.ohchr.org/EN/NewsEvents/Pages/DisplayNews.aspx?NewsID=14040&LangID=E).

<sup>49</sup> In tema sia permesso rinviare a A. VITERBO, "Sovereign Debt Restructuring and Investment Protection" in *Foreign Investment, International Law and Common Concerns*, T. TREVES, F. SEATZU, S. TREVISANUT (eds), London, 2014, p. 325 ss; ID., *International Economic Law and Monetary Measures: Limitations to States' Sovereignty and Dispute Settlement*, Cheltenham, UK, 2012. In merito anche L. MOLA, *Sicurezza nazionale e trattamento degli investimenti stranieri nel diritto internazionale*, Torino, 2010.

<sup>50</sup> M. WAIBEL, "Opening Pandora's Box", cit., p. 715.



ers' even when the gains to the 'winners' (the larger public and the future of a nation) of an orderly restructuring may far outweigh the costs to the losers»<sup>51</sup>.

Sindacare la legittimità delle scelte statali focalizzandosi su di un unico punto di vista – quello della protezione degli investitori stranieri – comporta delle evidenti distorsioni, che possono da un lato pregiudicare il tentativo di ricondurre a sostenibilità il servizio del debito e, dall'altro, spostare in maniera sbilanciata e discriminatoria il peso della ristrutturazione sulle fasce più deboli della società.

Peraltro, anche lo sguardo della Corte di Strasburgo può dirsi miope, dal momento che esso sarà rivolto a valutare se l'adozione di singole specifiche misure con cui è stata affrontata la crisi del debito sovrano oltrepassi i limiti posti al margine di apprezzamento statale in una situazione di crisi economico-finanziaria<sup>52</sup> prevalentemente in relazione al profilo del diritto di proprietà *ex art.* 1 del primo Protocollo addizionale alla CEDU (sia che si tratti quindi di una ristrutturazione del debito che di misure di austerità).

Occorre infatti ricordare che la Corte non ha competenza specifica in tema di diritti economici, sociali e culturali, nonostante la sua giurisprudenza relativa agli obblighi positivi derivanti dagli artt. 2, 3, 8 e 14 CEDU ne abbia gradualmente ampliato la portata<sup>53</sup>.

Mentre nel diritto internazionale degli investimenti non può dirsi ad oggi pacifico che l'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario rappresenti un 'investimento' protetto, nell'ambito della CEDU tale fattispecie è certamente riconducibile alla nozione di *possessions* e *biens* tutelati dall'art. 1 del primo Protocollo addizionale.

La Corte di Strasburgo ha infatti più volte ribadito che il concetto di 'proprietà' deve ritenersi autonomo e indipendente dalle classificazioni adottate dagli ordinamenti nazionali. La Corte ha quindi ritenuto rientrare nella nozione di

<sup>51</sup> K.P. GALLAGHER, "Mission Creep: International Investment Agreements and Sovereign Debt Restructuring", in *Investment Treaty News*, 12 gennaio 2012.

<sup>52</sup> Si veda in particolare Corte europea dei diritti umani, *Grainger et al. c. Regno Unito*, ricorso n. 34940/10, sentenza del 10 luglio 2012, relativo alla nazionalizzazione della banca britannica Northern Rock e al trasferimento delle azioni allo Stato senza indennizzo ai precedenti azionisti. La Corte europea rilevava che «given the exceptional circumstances prevailing in the financial sector, both domestically and internationally, at the relevant time, a wide margin of appreciation is appropriate» (par. 39) e concludeva dichiarando manifestamente infondata la domanda dei ricorrenti.

<sup>53</sup> Su questo aspetto si veda N. NAPOLETANO, "Estensione e limiti della tutela dei diritti economici e sociali prevista dalla Convenzione europea dei diritti umani in tempi di crisi economico-finanziaria", in questa *Rivista* 2014, p. \_\_\_\_\_. La compatibilità di alcune misure di austerità adottate dalla Grecia con la tutela offerta dalla Carta sociale europea – e in particolare con il rispetto di quel nucleo incompressibile di diritti (*the minimum core*) da cui non è possibile regredire neppure a fronte di situazioni eccezionali – è stata invece recentemente presa in esame dal Comitato europeo dei diritti sociali. In tema, si veda L. MOLA, "La prassi del Comitato europeo dei diritti sociali relativa alla garanzia degli standard di tutela sociale in tempi di crisi economica", in *Gestione internazionale delle emergenze globali: regole e valori*, N. NAPOLETANO, A. SACCUCCI (a cura di), Napoli, 2013, p. 195 ss.; ID., "Le 'misure di austerità' adottate dalla Grecia davanti al Comitato europeo dei diritti sociali", in questa *Rivista* 2012, p. 419 ss.

proprietà: beni immobili e mobili, diritti reali, possesso, diritti di proprietà intellettuale, l'avviamento di un'impresa, titoli di credito<sup>54</sup>, depositi bancari e diritti di credito quando certi, liquidi ed esigibili o comunque derivanti da decisioni giudiziarie o arbitrali definitive e costituenti titolo esecutivo<sup>55</sup>.

Per quanto riguarda i titoli di Stato, la Corte di Strasburgo ha recentemente dichiarato ad essi applicabile l'art. 1 del primo Protocollo addizionale alla CEDU in alcuni casi promossi contro la Russia e riguardanti i c.d. *Urozhay-90 bonds*: trattasi di *bonds* emessi dall'URSS che nel 1992 vennero riconosciuti parte del debito nazionale dal governo russo, senza che però essi venissero successivamente rimborsati e i necessari atti esecutivi adottati<sup>56</sup>.

A fronte di una ristrutturazione del debito sovrano, la Corte potrà pertanto essere chiamata a verificare se la lamentata ingerenza nel pacifico godimento della proprietà dei ricorrenti sia stata adottata nel rispetto del principio di legalità, se lo Stato debitore abbia mantenuto un giusto equilibrio tra l'interesse generale della comunità statale e la tutela del diritto di proprietà dei *bondholders* (naziona-

<sup>54</sup> Nel caso della banca Northern Rock (Corte europea dei diritti umani, *Dennis Grainger et al. c. Regno Unito*, cit.), la Corte ha ritenuto rientrare nella nozione di 'possessions' le azioni della banca detenute dai ricorrenti, tra cui due fondi di investimenti incorporati nelle Isole Cayman.

<sup>55</sup> Sulla tutela della proprietà in ambito CEDU si veda, tra i molti, *Commentario breve alla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, S. BARTOLE, P. DE SENA, V. ZAGREBELSKY (a cura di), Padova, 2012; R. WHITE, C. OVEY (eds), *Jacobs, White & Ovey: The European Convention on Human Rights*, Oxford, 2010; D. HARRIS, M. O'BOYLE, E. BATES, C. BUCKLEY (eds), *Harris, O'Boyle & Warbrick: Law of the European Convention on Human Rights*, London, 2009; R. ÇOBAN, *Protection of Property Rights within the European Convention on Human Rights*, Aldershot, 2004.

<sup>56</sup> Corte europea dei diritti umani, *Malysb et al. c. Russia*, ricorso n. 30280/03, decisione dell'11 febbraio 2010, par. 66-68, in cui la Corte, pur riconoscendo che «the radical reform of Russia's political and economic system, as well as the state of the country's finances, may have justified stringent financial limitations on rights of a purely pecuniary nature», ha constatato la violazione dell'art. 1 del primo Protocollo addizionale alla CEDU. Sulla stessa fattispecie si vedano anche Corte europea dei diritti umani: *Tronin c. Russia*, ricorso n. 24461/02, decisione del 18 marzo 2010; *Yuriy Lobanov c. Russia*, ricorso n. 15578/03, decisione del 2 dicembre 2010; *Andreyeva c. Russia*, ricorso n. 73659/10, decisione del 10 aprile 2012; *Fomin et al. c. Russia*, ricorso n. 34703/04, decisione del 26 febbraio 2013.

Si vedano inoltre Corte europea dei diritti umani: *Abrial et al. c. Francia*, ricorso n. 58752/00, decisione del 15 maggio 2001; *De Dreux-Breze c. Francia*, ricorso n. 57969/00, decisione del 15 maggio 2001; e *Kandyrine de Brito Paiva c. Francia*, ricorso n. 42269/12, decisione del 2 luglio 2013; Si tratta di tutti casi relativi a titoli di Stato russi sottoscritti nel periodo 1822-1914 e oggetto di un accordo siglato tra Russia e Francia nel 1997. Con tale *lump sum agreement*, la Russia – avendo assunto gli impegni debitori dello Stato predecessore – si impegnava a versare, a chiusura dell'ormai assai risalente contenzioso, una somma che la Francia avrebbe dovuto poi distribuire tra gli aventi diritto. In tal caso il diritto di proprietà sorge non tanto dal detenere titoli del debito sovrano russo (sui quali manca la giurisdizione della Corte *ratione temporis* e *ratione personae*), ma dall'accordo Russia-Francia del 1997 e dalla successiva legislazione.

li o stranieri<sup>57</sup>) e se vi sia stata proporzionalità tra i mezzi impiegati, lo scopo perseguito e il pregiudizio patito dai ricorrenti.

Mentre ai fini dell'applicazione dell'art. 1 del primo Protocollo addizionale alla CEDU, a nulla rileverà che i *sovereign bonds* siano stati acquistati sul mercato secondario o siano detenuti da *vulture funds*, le specifiche caratteristiche dei ricorrenti potranno essere prese in considerazione dalla Corte di Strasburgo nel valutare la proporzionalità delle misure adottate dallo Stato.

La Corte potrebbe infatti ritenere sproporzionato il peso imposto attraverso la ristrutturazione ad un piccolo risparmiatore detentore di titoli quasi arrivati a scadenza<sup>58</sup>, ma non quello imposto ad uno speculatore finanziario che avesse acquistato *bonds* a crisi conclamata e a prezzi scontati, alla ricerca di un facile guadagno<sup>59</sup>. Una tale distinzione, operata per definire *the fair balance* tra gli opposti interessi in gioco, potrebbe avere l'effetto di minare alle basi ogni operazione di ristrutturazione debitoria, operazioni che si basano necessariamente sul principio di non discriminazione tra i creditori appartenenti ad una stessa categoria (nel nostro esempio: i *bondholders*).

Certo, nell'analizzare la proporzionalità delle misure adottate dallo Stato, la Corte di Strasburgo potrà considerare il contesto più ampio di grave crisi economica e finanziaria in cui esse si collocano (così come di recente effettuato nei casi riuniti *Koufaki c. Grecia* e *ADEDY c. Grecia*, decisione del 7 maggio 2013<sup>60</sup>). Ciò

<sup>57</sup> Sia permesso ricordare che la violazione dei diritti garantiti dalla Convenzione europea dei diritti umani può essere lamentata da tutte le persone sottoposte alla giurisdizione dello Stato convenuto, e quindi sia da suoi cittadini che da investitori stranieri, ai sensi dell'art. 1 CEDU.

<sup>58</sup> Queste preoccupazioni sono state anche espresse da Cephys Lumina, esperto indipendente sul debito estero e diritti umani: sul punto vedi *supra* a nota 19.

<sup>59</sup> I piccoli risparmiatori avranno quindi più probabilità di successo davanti alla Corte di Strasburgo presentando un ricorso separato da quello di banche, istituti finanziari e fondi di investimento.

<sup>60</sup> Corte europea dei diritti umani, *Koufaki. c. Grecia* e *ADEDY c. Grecia*, ricorsi n. 57665/12 e 57657/12, decisione del 7 maggio 2013: la Corte ha dichiarato l'inammissibilità del ricorso per violazione dell'art. 1 del primo Protocollo addizionale alla CEDU relativo alle riduzioni salariali imposte dalla Grecia ai ricorrenti. La Corte ha dapprima ribadito che «les Etats parties à la Convention jouissent d'une marge d'appréciation assez ample lorsqu'il s'agit de déterminer leur politique sociale. L'adoption des lois pour établir l'équilibre entre les dépenses et les recettes de l'Etat impliquant d'ordinaire un examen de questions politiques, économiques et sociales, la Cour considère que les autorités nationales se trouvent en principe mieux placées qu'un tribunal international pour choisir les moyens les plus appropriés pour parvenir à cette fin et elle respecte leurs choix, sauf s'ils se révèlent manifestement dépourvus de base raisonnable [...] Cette marge d'appréciation des autorités nationales est d'autant plus ample lorsque les questions en litige impliquent la fixation des priorités pour ce qui est de l'affectation des ressources limitées de l'Etat» (par. 31). La Corte ha poi riconosciuto che le misure temporanee di riduzione salariale adottate dalla Grecia durante la crisi perseguivano un legittimo interesse pubblico considerando che «en sus des mesures de nature salariale prévues dans les lois n<sup>os</sup> 3833/2010 et 3845/2010, d'autres mesures avaient été introduites par d'autres lois pour, entre autres, rétablir la justice fiscale et faire face à l'évasion fiscale, réformer le système de sécurité sociale et le système de mise à la retraite des fonctionnaires, réviser les procédures de vérification et de contrôle des finances publiques, ouvrir certaines professions fermées et assainir les entreprises publiques» (par. 40).

non toglie che una eventuale pronuncia di condanna da parte della Corte potrebbe avere l'effetto di modificare la ripartizione del peso della ristrutturazione del debito attraverso la società ed incidere sulla capacità dello Stato di portare avanti riforme essenziali per quanto gravose.

D'altro lato, non bisogna sottovalutare come la possibilità di ricorso alla Corte di Strasburgo possa avere l'effetto di circoscrivere l'asimmetria nel livello di tutela generalmente offerto dallo Stato debitore ai propri cittadini piccoli risparmiatori e agli altri creditori, ove il peso delle ristrutturazioni debitorie è stato più spesso fatto sostenere alla cittadinanza rispetto che a grandi sindacati bancari e investitori stranieri.

Occorre tuttavia domandarsi: sono gli arbitri ICSID, sono i giudici della Corte di Strasburgo, i giusti garanti, gli adeguati decisori di ultima istanza del rispetto di quel difficile equilibrio tra tutela di interessi pubblici e privati che lo Stato debitore è chiamato a definire (per quanto spesso sotto la pressione dei mercati, delle istituzioni finanziarie internazionali e di varie *lobbies*)<sup>61</sup>?

##### **5. Verso un meccanismo europeo per la ristrutturazione del debito sovrano obbligazionario?**

Nel paragrafo che precede abbiamo cercato di mettere in luce come dall'esistenza di diversi *fora* cui ricorrere per risolvere le controversie tra creditori e Stato – e in assenza di un meccanismo unico, prestabilito e permanente, per la risoluzione delle crisi del debito sovrano – derivi una pericolosa frammentazione.

Questa situazione si rivela nel complesso inidonea a garantire un regolamento di interessi che tuteli in modo adeguato non solo i diritti delle fasce più deboli, ma anche gli interessi dello Stato che non sia più in grado di far fronte alle sue obbligazioni finanziarie.

Già nel secondo dopoguerra era stata riconosciuta, sia pur con qualche riserva, l'utilità di creare un meccanismo che potesse considerare l'insieme dei diversi debiti sottoscritti o garantiti da uno Stato incapace di farvi fronte<sup>62</sup>.

Sino ad oggi, il progetto più organico fra quelli discussi è stato il *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM), presentato all'avvio della crisi dell'Argentina nel 2001, per l'istituzione presso il FMI di un meccanismo permanente per la ristrutturazione del debito sovrano obbligazionario<sup>63</sup>. La sua istitu-

<sup>61</sup> Si concorda con P. Picone quando sottolinea le responsabilità del capitalismo finanziario, che ben evidenti sono anche nel quadro del debito sovrano (vedasi P. PICONE, "Capitalismo finanziario e nuovi orientamenti dell'ordinamento internazionale", in questa *Rivista* 2014, p. 5 ss.

<sup>62</sup> L'Accordo di Londra sul debito estero tedesco del 1953 è ad oggi l'unico esempio di trattato internazionale che regola la ristrutturazione del debito estero di uno Stato nelle sue varie componenti. In tema R.M. BUXBAUM, "The London Debt Agreement of 1953 and Its Consequences", in *Balancing of Interests, Liber Amicorum Peter Hay zum 70 Geburtstag*, H.-E. RASMUSSEN-BONNE, R. FREER, W. LÜKE, W. WEITNAUER (eds), Frankfurt am Main, 2005, p. 56 ss.

<sup>63</sup> Si trattava della proposta presentata da Anne Krueger, *First Deputy Managing Director* del Fondo, all'avvio della crisi dell'Argentina (cfr. A. KRUEGER, *International Financial Architecture for*

zione venne tuttavia contrastata non solo dai Paesi debitori sulla base dell'argomentazione che avrebbe reso più costosa la raccolta di capitale, ma anche dai prestatori che temevano la creazione di un meccanismo che avrebbe facilitato le ristrutturazioni e indebolito la loro posizione negoziale. La proposta fu infine rigettata<sup>64</sup> e prevalse l'approccio c.d. 'contrattuale' basato sulle CAC.

La crisi del debito sovrano nell'area euro ha avuto l'effetto di riaccendere il dibattito<sup>65</sup>, soprattutto in merito alla creazione di un meccanismo europeo per la gestione di tutte le questioni legate al debito sovrano obbligazionario.

Una proposta in tal senso è stata presentata nel 2010 dalla *think tank* Bruegel<sup>66</sup>. Essa prevede l'istituzione, tramite un trattato internazionale, dell'*European Crisis Resolution Mechanism* (ECRM). Il meccanismo sarebbe basato su due pilastri: *a*) una procedura per la rinegoziazione del debito obbligazionario tra Stato e creditori, al cui esito si addivenga ad una ristrutturazione accettata da una 'super maggioranza' di creditori e vincolante anche la minoranza d'opposizione; contrariamente alla prassi abituale di discriminare tra creditori nazionali e stranieri, la ristrutturazione in ambito ECRM non opererebbe tale distinzione (che non è accettabile all'interno dell'UE); le nuove emissioni di titoli di Stato sarebbero automaticamente soggette al meccanismo previsto dal trattato; il compito di risolvere eventuali controversie sarebbe attribuito alla Corte di giustizia dell'UE, previa sospensione automatica di tutti gli altri procedimenti giudiziari a partire dalla data di attivazione della procedura di negoziazione; *b*) l'erogazione di assistenza finanziaria allo Stato debitore tramite il Meccanismo europeo di stabilità (MES)<sup>67</sup>,

2002: *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, FMI, Washington D.C., 26 novembre 2001, [www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm)). Sul tema di vedano: FMI, *Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, 12 febbraio 2003; S. HAGAN, "Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt", in *Georgetown Journal of International Law* 36/2005, p. 299 ss. Si veda anche R.P. BUCKLEY, D. W. ARNER, *From Crisis to Crisis. The Global Financial System and Regulatory Failure*, Alphen aan den Rijn, 2011, p. 255 ss.

<sup>64</sup> La proposta venne definitivamente rigettata nel 2003 (cfr. *International Monetary and Financial Committee, Communiqué*, 12 aprile 2003).

<sup>65</sup> Si veda ad esempio *Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development, Communiqué*, 19 April 2012, nonché Assembla generale delle Nazioni Unite, *External debt sustainability and development*, risoluzione 68/202 del 21 gennaio 2014, par. 26.

<sup>66</sup> F. GIANVITI, A. KRUEGER, J. PISANI-FERRY, A. SAPIR, J. VON HAGEN, "A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal", *Bruegel Blueprint Series, Vol. 37*, n. 26, 9 novembre 2010, disponibile su [www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/446-a-european-mechanism-for-sovereign-debt-crisis-resolution-a-proposal](http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/446-a-european-mechanism-for-sovereign-debt-crisis-resolution-a-proposal). Si veda anche Committee on International Economic Policy and Reform, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, October 2013, p. 35.

<sup>67</sup> L'assistenza finanziaria sarebbe erogata tramite il Meccanismo europeo di stabilità (MES), il cui trattato istitutivo è entrato in vigore il 27 settembre 2012 tra gli Stati appartenenti all'area euro. Sul tema J.-V. LOUIS, "The Unexpected Revision of the Lisbon Treaty and the Establishment of a European Stability Mechanism", in *Cahier Comte Boël* n. 15, aprile 2011, p. 17 ss. Sia inoltre permesso rinviare a A. VITERBO, R. CISOTTA, "La crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact", in *Diritto dell'Unione europea* 2012, p. 335 ss.

cui sarebbe associata una rigorosa condizionalità volta a riportare il debito ad un livello sostenibile<sup>68</sup>.

L'ECRM contribuirebbe quindi a un'ordinata e rapida risoluzione di future crisi del debito sovrano, evitando fenomeni di contagio nel contesto particolare dell'unione monetaria europea, dove i titoli di Stato sono generalmente emessi in euro e i sottoscrittori sono per la maggior parte istituzioni bancarie e finanziarie con sede nella stessa Unione europea e cittadini europei.

Nella prospettiva adottata in questo studio, la previsione di un siffatto meccanismo è particolarmente interessante e sembra meglio garantire un equo bilanciamento tra interessi pubblici e privati quando uno Stato si trovi nella necessità di ristrutturare il proprio debito sovrano.

Bisogna tuttavia dar conto del fatto che la comunità internazionale sembra ancora orientata a mantenere un approccio contrattuale alla ristrutturazione del debito obbligazionario sovrano o al più un approccio basato su strumenti *soft* che inducano gli Stati e i soggetti prestatori a rispettare regole di buona condotta in materia di *responsible sovereign lending and borrowing*<sup>69</sup>. Ciò non sembra sufficiente, considerato che una crisi del debito sovrano ha sempre conseguenze estremamente gravose sia per lo Stato debitore ed i suoi cittadini che per i creditori: una ristrutturazione tardiva e mal gestita, ove più facilmente possono prevalere gli interessi di pochi e delle *lobbies* finanziarie, può infatti avere effetti ancora più devastanti e di lungo periodo.

**ABSTRACT. Mechanisms for Sovereign Debt Resolution: How to Find a Fair Balance between Public and Private Interests**

States can borrow from a variety of sources. They can receive loans from international financial institutions (IMF, WB, and MDBs), foreign governments and commercial banks, or they can issue sovereign bonds on the international capital markets. Over the past sixty years, the features of sovereign debt restructurings have been shaped by the type of creditors and by the nature of the debt. Debt restructuring vehicles therefore change according to the category of creditors involved: *a*) international financial institutions enjoy preferred creditor status and their *b*) official bilateral debt is renegotiated under the Paris Club umbrella; *c*) commercial bank debt is restructured through the London Club process; and *d*) bond debt is restructured via exchange offers and through the operation of collective action clauses. The Greek sovereign debt crisis underlined the challenges of achieving an orderly and timely sovereign debt restructuring without a permanent institutional mechanism in place. Collective action clauses were retroactively introduced by law, 'quasi-sovereign bondholders' (i.e. the ECB, the national central banks of the euro area and the EIB) were shielded from the restructuring, austerity measures had to be implemented with dire consequences for the

<sup>68</sup> Si ricordi inoltre che, ai sensi dell'art. 12.3 del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità, in tutti i titoli di Stato emessi da Paesi della zona euro devono essere incluse clausole d'azione collettiva.

<sup>69</sup> Si intende qui fare riferimento ai *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring*, adottati nel 2004 dall'*Institute of International Finance*, disponibili su [www.iif.com](http://www.iif.com) e agli *UNCTAD Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, adottati nel 2012, disponibili su [www.unctad.info/en/Debt-Portal](http://www.unctad.info/en/Debt-Portal) (su cui si veda C. ESPOSITO, Y. LI, J. P. BOHOSLAVSKY (eds), *Sovereign Financing and International Law: The UNCTAD Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, Oxford, 2013).

population, citizens suffered from shrinking resources to be spent for social, economic and cultural rights, and bondholders claimed a violation of their right to property in front of investor-State arbitral tribunals and the ECHR. This study argues that, at least in the European monetary union framework, a sovereign debt crisis resolution mechanism will better achieve a fair balance between the public and private interest.

*Parole chiave:* debito sovrano; *bondholders*; clausole di azione collettiva; Grecia; diritto di proprietà; ICSID; CEDU.

*Keywords:* sovereign debt; bondholders; collective action clauses; Greece; right to property; sovereign debt resolution mechanisms; ICSID; ECHR.

**Notizie sull'Autore:**

Annamaria Viterbo, ricercatrice di Diritto internazionale nell'Università degli Studi di Torino  
anna.viterbo@unito.it

**Indirizzo:**

Annamaria Viterbo, via M. Ponza 4 – 10121 Torino