



Schweizerische Eidgenossenschaft  
Confédération suisse  
Confederazione Svizzera  
Confederaziun svizra

Dipartimento federale delle finanze DFF

**Segretaria di Stato per le questioni finanziarie internazionali SFI**

---

# **Un quadro internazionale per la ristrutturazione del debito degli Stati**

**Rapporto del Consiglio federale del 13 settembre 2013  
in adempimento al postulato Gutzwiller 11.4033  
«Procedura di insolvenza per Stati»**

---

## Indice

<b>Mandato</b> .....	<b>3</b>
<b>1</b> <b>Compendio</b> .....	<b>6</b>
<b>2</b> <b>Indebitamento degli Stati e architettura finanziaria internazionale</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1</b> <b>Tendenze evolutive del debito pubblico</b> .....	<b>8</b>
<b>2.2</b> <b>Garantire la sostenibilità del debito</b> .....	<b>11</b>
2.2.1 Consolidamento del bilancio e riduzione del debito .....	11
2.2.2 Impedire le crisi del debito.....	12
2.2.3 Risoluzione delle crisi.....	13
<b>2.3</b> <b>Principi per la ristrutturazione del debito degli Stati</b> .....	<b>14</b>
<b>3</b> <b>Sviluppo dello strumentario attuale</b> .....	<b>15</b>
<b>3.1</b> <b>Istituzione del Club di Parigi da parte dei creditori pubblici (1956)</b> .....	<b>15</b>
<b>3.2</b> <b>Ristrutturazione dei prestiti bancari internazionali nel quadro del Club di Londra</b> .....	<b>16</b>
<b>3.3</b> <b>Piano Brady (1989) e cartolarizzazione di debiti di Stato</b> .....	<b>17</b>
<b>3.4</b> <b>Clausole di azione collettiva e SDRM come approcci di risoluzione delle crisi nei Paesi emergenti</b> .....	<b>18</b>
<b>3.5</b> <b>Autoregolamentazione e principi dell'IIF (2006)</b> .....	<b>19</b>
<b>3.6</b> <b>Crisi del debito nella zona euro e introduzione di CAC proprie alla zona euro</b>	<b>20</b>
<b>3.7</b> <b>Problematica relativa agli «holdout» nel caso dell'Argentina</b> .....	<b>21</b>
<b>3.8</b> <b>Vantaggi e svantaggi del quadro attuale</b> .....	<b>22</b>
<b>4</b> <b>Proposte di riforma</b> .....	<b>23</b>
<b>4.1</b> <b>Approcci statutari di soluzione</b> .....	<b>23</b>
4.1.1 Tribunali permanenti .....	23
4.1.2 Tribunali arbitrali <i>ad hoc</i> .....	24
4.1.3 Ricorso ai tribunali esistenti.....	24
4.1.4 Piattaforme di discussione e di conoscenze (senza giurisdizione).....	25
<b>4.2</b> <b>Approcci contrattuali di soluzione</b> .....	<b>25</b>
4.2.1 Clausole di azione collettiva (CAC) .....	26
4.2.2 Altri elementi contrattuali .....	26
4.2.3 Standardizzazione degli elementi contrattuali.....	27
<b>4.3</b> <b>Valutazione e posizione della Svizzera</b> .....	<b>27</b>
<b>5</b> <b>Conclusioni finali</b> .....	<b>29</b>
<b>Elenco delle illustrazioni</b> .....	<b>31</b>
<b>Elenco delle abbreviazioni</b> .....	<b>31</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>32</b>
<b>Allegato I: Esempi concreti</b> .....	<b>35</b>
Caso 1: Argentina .....	35
Caso 2: Saint Kitts e Nevis.....	38
Caso 3: Grecia.....	40
<b>Allegato II: Clausole di azione collettiva (CAC)</b> .....	<b>42</b>
CAC della zona euro.....	42
CAC del G-10 .....	42
<b>Allegato III: Attività della Svizzera in relazione con il postulato</b> .....	<b>44</b>

## Mandato

Il postulato Gutzwiller 11.4033 «Procedura di insolvenza per Stati» è stato depositato il 30 settembre 2011 dal suo autore, unitamente a 27 cofirmatari. Nel suo parere del 30 novembre 2011 il Consiglio federale si è dichiarato disposto a presentare un rapporto su questa tematica. Il postulato è stato trasmesso il 20 dicembre 2011 al Consiglio degli Stati.

### *Testo del postulato*

Il Consiglio federale è incaricato di presentare una proposta per una procedura internazionale di insolvenza per Stati equa e indipendente che coinvolga anche gli investitori privati e che contribuisca a evitare future crisi del debito e garantire corsi monetari e situazioni finanziarie stabili. Nel suo rapporto il Consiglio federale deve inoltre illustrare come intende impegnarsi per sostenere e attuare la sua proposta sul piano internazionale.

### *Motivazione*

A seguito della crisi economica e finanziaria globale, la situazione del debito di numerosi Paesi si è in parte fortemente aggravata. Sono interessati anche alcuni dei Paesi più poveri il cui debito era già molto elevato prima della crisi finanziaria. Tuttavia ancora oggi non esistono regole riconosciute a livello internazionale che disciplinino i rapporti con gli Stati fortemente indebitati e insolventi.

Un esempio lampante della necessità di stabilire simili regole è attualmente dato dalla Grecia. Nonostante si tenti ancora di evitare l'insolvenza del Paese con nuovi rifinanziamenti, diventa sempre più concreta la possibilità che la Grecia non riesca più a liberarsi dalla morsa del debito. Si fanno quindi più insistenti le voci che la Grecia diventi insolvente. Un'insolvenza non regolamentata avrà sicuramente gravi conseguenze che destabilizzeranno i mercati finanziari. Considerato il franco forte, questo si ripercuoterà direttamente sulla Svizzera.

La situazione si presenta difficile anche per alcuni Paesi del Sud fortemente indebitati. Si ritrovano a essere soli e lasciati praticamente indifesi in balia degli interessi e delle decisioni dei creditori. Inoltre, vengono trascinati dinanzi al tribunale dai «fondi avvoltoio» («vulture funds») affinché siano obbligati a rimborsare debiti discutibili.

Già all'inizio degli anni Novanta la Svizzera aveva presentato una possibile alternativa e lanciato l'idea di un diritto in materia di insolvenza per Stati. Sarebbero necessari

- una procedura di insolvenza per Stati che coinvolge tutti i creditori e i debitori;
- un processo decisionale imparziale (ad es. un tribunale arbitrale indipendente) e
- una valutazione imparziale; il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale non possono essere creditori e periti in un'unica persona, al fine di evitare conflitti di interesse.

Ristrutturare il debito in modo ordinato offrirebbe ai debitori come ai creditori un quadro prevedibile e affidabile. La procedura sarebbe impostata in modo da rispettare la sovranità di ogni Paese e da non creare ai debitori falsi incentivi per indebitarsi ulteriormente.

Una procedura imparziale offrirebbe inoltre la possibilità di verificare la legittimità delle richieste dei creditori nell'ambito della «verification of claims» (verifica dei diritti). In tal modo, si potrebbe creare un incentivo per concedere crediti in maniera responsabile.

Grazie ai suoi ruoli importanti in organismi quali il Financial Stability Board, la Svizzera sarebbe in grado di accelerare l'attuazione di simili regole anche a livello internazionale.

*Parere del Consiglio federale del 30.11.2011*

Il Consiglio federale è preoccupato del chiaro peggioramento della situazione debitoria nei principali Paesi industrializzati e in alcuni Paesi più poveri. Al riguardo, non si sottolineerà mai abbastanza l'importanza di un'economia politica avveduta e della creazione di un meccanismo semplice per il consolidamento dei conti pubblici, che contribuiscono in prima linea ad evitare un sovraindebitamento. Per gli Stati che si sono eccessivamente indebitati sui mercati internazionali dei capitali, è inoltre auspicabile esaminare la creazione di una procedura d'insolvenza internazionale.

Nella situazione attuale, la discussione sulla creazione di una procedura d'insolvenza dovrebbe essere chiaramente separata da misure per risolvere i problemi d'indebitamento dei singoli Stati, soprattutto nella zona Euro. In futuro, una procedura d'insolvenza potrebbe contribuire a risolvere problemi di questo tipo. Cionondimeno, le soluzioni dirette devono fondarsi sulle condizioni quadro attuali, che non escludono in nessun modo un superamento duraturo della problematica dell'indebitamento. Un quadro e un iter prevedibili, che attenuano in particolare il problema della coordinazione delle esigenze di diversi creditori in Svizzera e all'estero, contribuirebbe tuttavia alla soluzione.

Nel caso delle misure per il superamento di un sovraindebitamento, occorrerebbe pure distinguere tra lo sdebitamento dei Paesi poveri e la ristrutturazione dei debiti dei Paesi, che si finanziano prevalentemente sui mercati internazionali dei capitali. I Paesi più poveri sono indebitati soprattutto nei confronti di creditori pubblici bi- e multilaterali e i loro debiti sono stati ampiamente combattuti con le iniziative internazionali HIPC e MDRI. Per i Paesi che si finanziano essenzialmente sui mercati internazionali dei capitali, la coordinazione dei creditori, per lo più molto eterogenei, è chiaramente più complessa.

Le ristrutturazioni di debiti pubblici esteri dovrebbero di principio essere considerate quale parte di un pacchetto di misure per la creazione di una situazione economica durevole. In questo pacchetto rientrano normalmente anche aiuti finanziari nel quadro di un programma del FMI, che sostiene l'attuazione di riforme indispensabili di politica economica. Un aiuto finanziario troppo vasto comporta tuttavia il pericolo che anche in futuro taluni creditori ignorino il rischio di inadempimento confidando nelle prestazioni di assistenza internazionali e che non rispettino gli obblighi di diligenza in occasione della concessione di crediti. Una procedura d'insolvenza a livello internazionale potrebbe pertanto spronare i creditori a concedere crediti sostenibili. Nel contempo occorrerebbe tuttavia garantire che gli Stati debitori non vengano sollecitati a provocare intenzionalmente l'insolvenza. In queste complesse questioni riguardanti l'architettura finanziaria internazionale, il FMI assumerà, e dovrà assumere, un ruolo determinante. La sua parziale doppia funzione di creditore e perito dovrebbe anche in questo caso rimanere inevitabile. Per questi motivi occorre accordare particolare importanza ai principi della trasparenza per la concessione di crediti e a una vigilanza più rigida in seno al FMI da parte dei suoi Stati membri.

Dal 2000 al 2002 la Svizzera si è adoperata attivamente in seno al FMI per creare una procedura di insolvenza per Stati, il cosiddetto meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano (SDRM). Sebbene i lavori per realizzare concretamente questo meccanismo siano stati accantonati, la Svizzera ha sempre sollecitato, sia all'interno del FMI sia in altri importanti organismi finanziari internazionali, la prosecuzione dei lavori per la procedura di insolvenza. In quest'ottica il Consiglio federale è disposto a presentare alle Camere federali una proposta di ristrutturazione regolamentata dei prestiti statali e a fornire il sostegno della Svizzera a livello internazionale.

*Proposta del Consiglio federale del 30.11.2011*

Il Consiglio federale propone di accogliere il postulato.

## 1 Compendio

Il postulato Gutzwiller 11.4033 «Procedura di insolvenza per Stati» del 30 settembre 2011 incarica il Consiglio federale di *«presentare una proposta per una procedura internazionale di insolvenza per Stati equa e indipendente che coinvolga anche gli investitori privati e che contribuisca a evitare future crisi del debito e garantire corsi monetari e situazioni finanziarie stabili. Nel suo rapporto il Consiglio federale deve inoltre illustrare come intende impegnarsi per sostenere e attuare la sua proposta sul piano internazionale»*.

Il 30 novembre 2011 il Consiglio federale ha proposto di accogliere il postulato. Come illustrato dal presente rapporto, in assenza di un quadro affidabile per la ristrutturazione del debito degli Stati, l'Esecutivo intravede una lacuna nell'architettura finanziaria internazionale. È quindi giusto che la Svizzera continui ad adoperarsi in seno a importanti organismi internazionali, come il Fondo monetario internazionale (FMI), il Financial Stability Board (FSB), il Club di Parigi e il G20, in vista dell'istituzione di un quadro più efficace per la ristrutturazione del debito degli Stati. Scopo di questi lavori non deve essere la riduzione del debito in sé o lo sdebitamento motivato da politiche di sviluppo, bensì la formulazione di riforme che contribuiscano a lungo termine a un migliore funzionamento dei mercati.

Il Consiglio federale propone che la Svizzera sostenga misure che permettano di coinvolgere in maniera più coerente diversi creditori nelle ristrutturazioni del debito. Il rapporto evidenzia che ciò concerne soprattutto possibili accordi internazionali per l'adeguamento del regolamento contrattuale per i titoli di Stato.

Il *capitolo 2* del rapporto illustra come l'attuale evoluzione a livello mondiale del debito degli Stati sia fonte di preoccupazioni. Al riguardo la crisi del debito nella zona euro pone soprattutto la questione di come queste crisi possano essere evitate in futuro in maniera più efficace. Nel contempo l'andamento della crisi evidenzia quanto sia auspicabile una soluzione più efficiente delle crisi, tra cui rientra anche un quadro più efficace per la gestione dell'insolvenza degli Stati. Il rapporto formula principi destinati a un simile quadro, che dovrebbe integrarsi nelle riforme volte a garantire la stabilità del sistema finanziario globale e il buon funzionamento dei mercati.

Il *capitolo 3* presenta l'evoluzione dello strumentario attuale per la ristrutturazione del debito degli Stati. Da ciò emerge che il quadro esistente è invero flessibile e si adatta ai casi particolari. Tuttavia le soluzioni che ha prodotto finora non sono in linea di massima soddisfacenti. Le ristrutturazioni avvengono normalmente troppo tardi e con risultati scarsi. Di conseguenza, gli oneri finanziari del settore pubblico aumentano. Le soluzioni sono ostacolate dal fatto che occorre coordinare una schiera eterogenea di creditori all'interno di giurisdizioni diverse. Infine, i creditori che si oppongono a una ristrutturazione (i cosiddetti «holdout») costituiscono una minaccia nei confronti di una soluzione generalmente accettabile.

Il *capitolo 4* presenta le principali proposte attuali di riforma del quadro per la ristrutturazione del debito degli Stati e le valuta sotto il profilo della loro attuabilità. Le proposte possono in linea di massima essere suddivise in approcci che prevedono una giurisdizione istituzionalizzata e in approcci applicati ai contratti di debito. Dalle spiegazioni emerge che esistono già numerose proposte. Al momento, però, la disponibilità internazionale a discutere approcci di riforma comuni è scarsa. Alla luce di quanto precede, il rapporto indica come fare avanzare i lavori in fasi pragmatiche basate sull'approccio contrattuale.

Il *capitolo 5* trae le conclusioni in vista dell'impegno futuro della Svizzera a favore di un

quadro internazionale più efficace per la ristrutturazione del debito degli Stati.

Il presente rapporto è infine destinato ad adempiere anche il postulato Eymann 00.3103. La mozione Eymann 00.3103 «Creazione di una procedura arbitrale volta a conciliare gli interessi dei Paesi indebitati e dei loro creditori» ha invitato il Consiglio federale *«ad adoperarsi, insieme ad altri Paesi sulla sua stessa lunghezza d'onda, i cosiddetti «like minded-countries», per l'istituzione di una procedura arbitrale trasparente e indipendente volta a conciliare gli interessi dei Paesi indebitati e dei loro creditori, segnatamente per la costituzione di un diritto internazionale in materia d'insolvenza»*. Il 4 ottobre 2000 il Consiglio nazionale ha trasmesso la mozione sotto forma di postulato, come proposto dal Consiglio federale. Il Consiglio federale ritiene che con il presente rapporto sia adempiuto anche il postulato Eymann 00.3103 e chiede pertanto che esso venga tolto di ruolo.

## 2 Indebitamento degli Stati e architettura finanziaria internazionale

L'attuale evoluzione del debito degli Stati a livello mondiale è motivo di preoccupazioni. Debiti elevati reprimono l'iniziativa privata, pregiudicano la capacità di manovra dello Stato, gravano le future generazioni e possono mettere in pericolo la stabilità finanziaria e quindi lo sviluppo economico se si dubita della solvibilità dei debitori.

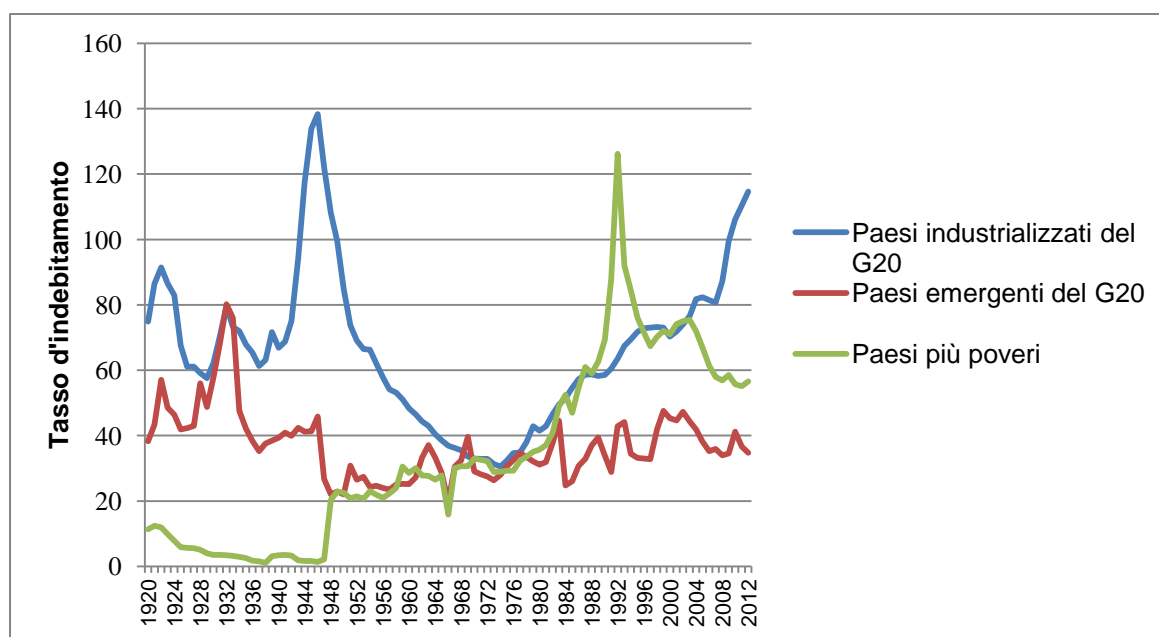
Il debito pubblico della maggior parte dei Paesi industrializzati è fortemente aumentato in seguito alla crisi finanziaria globale, che ha avuto origine nel 2007 sul mercato immobiliare statunitense, e alla successiva crisi del debito nella zona euro. Tutta una serie di Paesi – Islanda, Irlanda, Portogallo, Cipro – hanno potuto continuare a onorare il loro debito pubblico soltanto grazie a un sostegno internazionale massiccio e a drastici programmi di adeguamento. Nel caso della Grecia la ristrutturazione del debito pubblico detenuto dal settore privato rientrava in un pacchetto di misure sostenuto dai Paesi dell'Unione Europea (UE), dalla Banca centrale europea (BCE) e dal FMI. I costi di questo pacchetto di misure sono considerevoli.

La crisi del debito nella zona euro pone soprattutto la questione di come queste crisi possano essere evitate in futuro in maniera più efficace. Anche l'andamento della crisi evidenzia quanto sia auspicabile una soluzione più efficiente e più vantaggiosa delle crisi, tra cui rientra anche un quadro più efficace per la gestione dell'insolvenza degli Stati. Questi lavori devono situarsi nel contesto globale delle riforme aventi per obiettivo un sistema finanziario globale più stabile e il buon funzionamento dei mercati.

### 2.1 Tendenze evolutive del debito pubblico

La figura 2.1 riassume l'evoluzione del debito a livello mondiale sull'arco degli ultimi cento anni circa e illustra le tendenze generali nell'evoluzione del tasso d'indebitamento dei grandi Paesi industrializzati e dei Paesi emergenti, nonché di quelli in sviluppo. La figura 2.2 reca inoltre il tasso d'indebitamento di importanti economie negli anni 1960, 1980, 2000 e 2012.

**Figura 2.1: Evoluzione globale del debito dal 1920<sup>1</sup> (dati rettificati in funzione del potere d'acquisto)**



<sup>1</sup> Fonte: FMI, Fiscal Affairs Department; dati per il 2012 = stime provvisorie.



**Figura 2.2: Tasso d'indebitamento di alcuni Paesi nel 1960, 1980, 2000 e 2012<sup>2</sup>**

<b>Paese</b>	<b>1960</b>	<b>1980</b>	<b>2000</b>	<b>2012</b>
<b>Stati Uniti</b>	54,3	42,3	54,8	106,5
<b>Canada</b>	66,1	45,6	82,1	85,6
<b>Germania</b>	18,4	31,3	60,2	82,0
<b>Gran Bretagna</b>	117,9	46,2	50,3	90,3
<b>Francia</b>	28,5	20,7	57,4	90,3*
<b>Italia</b>	31,4	56,1	108,5	127,0
<b>Irlanda</b>	44,9	56,1	37,8	117,1
<b>Spagna</b>	20,5	17,2	59,4	84,1
<b>Portogallo</b>	16,4	29,6	48,4	123,0*
<b>Grecia</b>	11,6	22,6	103,4	158,5
<b>Cipro</b>		20,5	59,6	86,2
<b>Islanda</b>	8,7		41,0	99,1*
<b>Giappone</b>	8,0	52,8	140,1	237,9*
<b>Australia</b>	31,5	21,3	19,5	27,2
<b>Brasile</b>	14,9	33,1	68,5	68,5
<b>Cina</b>			16,4	22,8
<b>India</b>	36,5	41,3	72,7	66,8
<b>Messico</b>	4,6	31,4	42,6	43,5
<b>Svizzera</b>	16,2	43,9	59,9	49,1*

In tutti i grandi **Paesi industrializzati** dagli anni Novanta si registra un aumento del debito pubblico, che cresce in maniera particolarmente forte con la crisi finanziaria del 2007. Tale aumento è generato dall'indebitamento del Giappone, degli Stati Uniti e della zona euro. Nonostante gli sforzi di consolidamento del bilancio il debito di questi Paesi potrebbe crescere ulteriormente. Il FMI si aspetta un picco massimo del tasso d'indebitamento nel 2014. Rimane aperta la questione di quanto rapidamente potrà essere raggiunta una riduzione del debito.

I debiti dei Paesi industrializzati sono in genere collocati sul mercato. Fino a poco tempo fa essi erano considerati investimenti sicuri. I principali creditori sono banche nazionali e internazionali, banche centrali, fondi sovrani e investitori istituzionali.

Nel corso degli ultimi dieci anni i **Paesi emergenti** hanno potuto mantenere stabile il debito grazie alla loro forte crescita e al basso livello dei tassi d'interesse a livello mondiale. In futuro le forti esigenze per la costruzione di infrastrutture e di reti di sicurezza sociale potrebbero far aumentare la spesa pubblica in questi Paesi. Un più alto livello dei tassi d'interesse e, come nella maggior parte dei Paesi industrializzati, le sfide poste da una popolazione che invecchia, potrebbero porre sotto pressione i bilanci dei Paesi emergenti.

<sup>2</sup> Fonte: FMI, Fiscal Affairs Department; \* designa dati provvisori.

I Paesi emergenti si finanziano prevalentemente sui mercati finanziari e dei capitali internazionali, ragione per cui sono esposti alle fluttuazioni di questi mercati. I Paesi emergenti sono inoltre i clienti più importanti della Banca mondiale e delle banche regionali di sviluppo.

Dagli anni Novanta i debiti dei **Paesi in sviluppo** si sono in media più che dimezzati, soprattutto grazie a misure generose di sdebitamento da parte di creditori bilaterali e multilaterali. Con l'iniziativa «Heavily Indebted Poor Countries» (HIPC), lanciata nel 1996, è stato attuato uno sdebitamento di circa 76 miliardi di dollari americani. L'iniziativa in questione è stata soprattutto sostenuta dai creditori pubblici del Club di Parigi (36 %), dalla Banca mondiale (20 %), da ulteriori creditori bilaterali pubblici (13 %), dal FMI (9 %) e da altri creditori multilaterali. È stato invece comparativamente esiguo lo sdebitamento operato da creditori commerciali privati (6 %).

L'iniziativa HIPC è stata completata dalla «Multilateral Debt Relief Initiative» (MDRI), lanciata dal G8 nel 2005, che ha comportato il condono complessivo del debito dei Paesi più poveri fortemente indebitati presso le istituzioni multilaterali come il FMI, la Banca mondiale e la Banca africana di sviluppo (BAfS). Questa operazione doveva rendere possibile il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo del millennio (MDGs) delle Nazioni Unite e aprire a questi Paesi la via della sostenibilità del debito.

Le iniziative di sdebitamento HIPC e MDRI hanno ridotto in media del 90 per cento il tasso d'indebitamento dei Paesi più poveri fortemente indebitati. Il servizio del debito è stato ridotto in media del 2 per cento della capacità economica. Nel contempo crescono anche le uscite per la lotta alla povertà.

Le iniziative HIPC e MDRI hanno perseguito un approccio globale focalizzato sul rafforzamento delle istituzioni nazionali per l'attuazione delle strategie di riduzione della povertà e di crescita. La maggior parte dei Paesi ha potuto migliorare notevolmente gli strumenti di politica economica, in particolare la gestione del bilancio e quella del debito. Ciononostante si assiste attualmente a un rapido incremento del debito in alcuni Paesi dinamici (ad es. Ghana, Senegal, Tanzania e Uganda). In considerazione di questo contesto rimane al momento aperta la questione se questo ripetuto accumulo eccessivo di debito pubblico possa essere impedito in maniera durevole.

Dall'epoca del condono del debito, la composizione dei creditori – fortemente dominata negli anni Ottanta e Novanta da una quota di creditori multilaterali e bilaterali tradizionali che sfiorava il 98 per cento – si è modificata in maniera determinante. Il capitale privato affluisce nuovamente nei Paesi più poveri. Ciò è riconducibile, da un lato, a una politica economica più credibile e all'indebitamento più sostenibile di questi Paesi. D'altro lato, a causa del basso livello dei tassi d'interesse a livello mondiale, il rendimento comparativamente più elevato degli investimenti nei Paesi in sviluppo diviene più interessante. Un numero sempre maggiore di ex Paesi HIPC possono finanziarsi sui mercati finanziari e dei capitali internazionali e quindi emettere prestiti di Stato. Nel frattempo il 10 per cento circa dei debiti dei Paesi in sviluppo è detenuto da creditori privati. L'importanza crescente dei mercati privati dei capitali nei Paesi in sviluppo pone tali Paesi di fronte a nuove sfide e li espone agli sviluppi globali del mercato.

Da alcuni anni rivestono un ruolo importante nella concessione di crediti anche i cosiddetti nuovi creditori come la Cina, il Brasile e l'India. Essi investono nei Paesi in sviluppo e coprono, in questi Paesi, anche una quota elevata della loro domanda di materia prime. Nel caso di questi crediti è sovente poco chiaro a quali condizioni siano stati concessi e come si inseriscano nell'architettura di sviluppo.

Il volume relativamente esiguo del debito dei Paesi in sviluppo raggiunto con le iniziative

HIPC e MDRI, il ruolo in evoluzione dei Paesi emergenti e il debito pubblico in crescita dei Paesi industrializzati sono i motivi principali della scarsa disponibilità a livello internazionale a favore di un ulteriore sdebitamento dei Paesi in sviluppo. A ciò si aggiunge il fatto che un quadro globale per la ristrutturazione del debito degli Stati dovrebbe essere valevole per tutti i Paesi.

## **2.2 Garantire la sostenibilità del debito**

Le spiegazioni che precedono mostrano che il raggiungimento e la tutela della sostenibilità del debito costituiscono una delle maggiori sfide globali. In mancanza di un debito sostenibile non è praticamente possibile stabilizzare il sistema finanziario globale.

La garanzia della sostenibilità del debito rientra in linea di massima nella responsabilità del Paese debitore, che limita i propri debiti mediante un'oculata politica di bilancio. I creditori privati e pubblici forniscono importanti contributi per impedire la crisi del debito, nel senso che stimano e valutano adeguatamente i rischi. Inoltre, una remunerazione commisurata al rischio impone una disciplina ai Paesi debitori nell'assunzione di debiti. Al riguardo devono esistere incentivi di mercato corrispondenti che favoriscano una consapevolezza adeguata dei rischi da parte dei creditori. In questo caso le regole e le pratiche del settore pubblico nazionale e internazionale sono centrali.

Un migliore quadro generale per la sostenibilità del debito necessita anche di un buon coordinamento e di una coerenza generale degli sforzi di riforma dei Paesi e dell'architettura finanziaria internazionale. Svolgono un ruolo centrale al riguardo anche i lavori di rafforzamento delle attività di vigilanza del FMI, tra le quali rientrano altresì le analisi di sostenibilità del debito dei Paesi membri. La vigilanza del FMI sulla politica economica non è tuttavia oggetto del presente rapporto e non viene pertanto esaminata in maniera più dettagliata.

### **2.2.1 Consolidamento del bilancio e riduzione del debito**

La stabilizzazione e la riduzione dei debiti costituiscono una speciale sfida di politica economica nell'attuale contesto di crescita modesta a livello mondiale. Misure di risparmio ben concepite esplicano un effetto positivo a medio e lungo termine sulle prospettive di crescita. A breve termine possono inoltre influenzare in maniera determinante le aspettative. Per questo motivo il consolidamento del bilancio non deve essere necessariamente in contrasto con la promozione della crescita. È tuttavia indispensabile la disponibilità ad adottare misure credibili, orientate agli obiettivi e ben coordinate nel tempo.

La comunità internazionale è di principio consapevole delle ripercussioni positive a lungo termine di una politica della spesa restrittiva. È quanto continuano a evidenziare le iniziative del G20 nonché le analisi e le raccomandazioni del FMI. Ciononostante, numerosi Stati esitano ad adottare e ad attuare misure concrete, ragione per cui la via alla sostenibilità del debito potrebbe essere lunga.

La Svizzera si adopera risolutamente in seno agli organismi internazionali come il FMI e il G20 a favore della definizione e dell'osservanza di obiettivi di consolidamento credibili. Nonostante la presenza di casi eccezionali va riconosciuto che il persistere dei disavanzi è soprattutto la conseguenza di mancate riforme strutturali e di una valutazione insufficiente dei rischi. In questo senso la realizzazione di rischi derivanti da impegni eventuali nei confronti di grandi istituti finanziari ha provocato oneri considerevoli sulle finanze degli Stati in diversi ambiti.

## 2.2.2 Impedire le crisi del debito

La sostenibilità del debito rispecchia la disponibilità dei Paesi a un utilizzo sensato e parsimonioso delle risorse pubbliche e a una gestione oculata del debito a lungo termine. Gli Stati devono garantire una corretta gestione del bilancio, fermo restando che l'attuazione di prassi sostenibili in questo senso deve essere accompagnata da riforme strutturali e riforme per il rafforzamento dei settori finanziari.

Una gestione sostenibile del debito implica un'interazione complessa tra politica monetaria, politica di bilancio e politica del settore finanziario. Nel caso di Stati con istituzioni deboli ciò costituisce una particolare sfida. La Svizzera sostiene pertanto iniziative e progetti internazionali che accompagnano i Paesi in sviluppo e i Paesi emergenti verso finanze pubbliche sane e che promuovono la loro competitività e la loro integrazione nell'economia mondiale. Tra questi rientrano misure come il rafforzamento della gestione del debito, la mobilitazione delle proprie entrate fiscali, un uso responsabile del denaro pubblico e il promovimento di un settore finanziario stabile e ben organizzato.

Le norme di bilancio possono rivestire un ruolo centrale nel garantire la sostenibilità a medio termine del debito pubblico. L'esperienza svizzera del freno all'indebitamento mostra che una chiara definizione degli obiettivi in materia di bilancio non è affatto incompatibile con la crescita. Essa potrebbe anzi suscitare fiducia sui mercati. La credibilità delle norme di bilancio esige nondimeno la loro attuazione effettiva nei rispettivi Paesi.

La gestione del debito degli Stati potrebbe essere migliorata valutando in maniera più sistematica i rischi e integrandoli nella pianificazione del bilancio. Ciò comprende anche una maggiore trasparenza delle rendicontazione pubblica e dei relativi strumenti internazionali. Due esempi tratti dalla crisi del debito nella zona euro illustrano quanto precede: il risanamento del deficit budgetario della Grecia in seguito alla crisi è anche riconducibile al fatto che le autorità non disponevano di dati affidabili sull'indebitamento effettivo. Nel caso del Portogallo la mancanza di trasparenza sugli impegni assunti nel quadro di cosiddette «Public Private Partnerships» ha fatto in modo che l'indebitamento effettivo dello Stato fosse chiaramente sottovalutato. Il rafforzamento e l'armonizzazione delle norme per la rendicontazione pubblica, la loro conseguente implementazione, nonché un sostegno agli Stati con istituzioni deboli costituiscono la priorità. In particolare il FMI sta attualmente rielaborando i propri strumenti di sorveglianza sulla situazione di bilancio dei suoi Stati membri. Nel contempo tutta una serie di organismi internazionali (FMI, OCSE, Banca mondiale, UNCTAD, G20) si adopera in vista dell'affermazione di prassi di gestione del debito e di concessione dei crediti riconosciute a livello internazionale. Rivestono particolare importanza le analisi di sostenibilità del debito del FMI, che aiutano a individuare nella maniera più tempestiva possibile evoluzioni non sostenibili del debito.

Anche i creditori privati forniscono contributi importanti per impedire le crisi del debito. Come dimostrato dalla crisi del debito nella zona euro, una valutazione imprudente dei rischi può aumentare drasticamente le ripercussioni di una perdita sul debito sul sistema finanziario internazionale. Valutazioni errate possono pregiudicare in maniera determinante il funzionamento dei mercati monetari e dei capitali per un lungo periodo. L'utilizzo di risorse pubbliche considerevoli (il cosiddetto «*bailout*») per ricapitalizzare gli istituti finanziari provoca a sua volta un nuovo improvviso aumento del debito pubblico. Questo circolo vizioso tra indebitamento pubblico e banche sottocapitalizzate può avere effetti destabilizzanti sull'economia reale.

Le riforme del sistema finanziario internazionale si prefiggono tra l'altro di interrompere questo circolo vizioso, nel senso che i creditori privati assumono la responsabilità della valutazione dei rischi di credito. Il punto di partenza al riguardo è la rielaborazione dei modelli di valutazione dei rischi e delle norme di iscrizione a bilancio. Le agenzie di rating

dovrebbero individuare meglio i rischi potenziali e comunicarli più rapidamente per creare, in questa maniera, un valore aggiunto per gli operatori del mercato. Inoltre gli istituti finanziari di rilevanza sistemica devono adottare misure precauzionali supplementari sulla base di prescrizioni più severe in materia di capitale proprio e di liquidità. La liquidazione delle banche deve infine essere disciplinata in maniera più prevedibile.

A titolo complementare si persegue una sorveglianza sensibilmente più efficace del sistema finanziario e delle misure di politica economica da parte del FMI e del FSB, fermo restando che al G20 compete un ruolo importante.

### **2.2.3 Risoluzione delle crisi**

Anche riuscendo a rafforzare notevolmente le misure preventive, è probabile che anche in futuro non si possano evitare del tutto le crisi finanziarie e del debito. Continua pertanto a essere necessario uno strumentario possibilmente adeguato di risoluzione delle crisi. In caso di crisi di carattere globale è di particolare importanza il settore pubblico internazionale, che comprende in particolare le istituzioni multilaterali come il FMI, la Banca mondiale e le banche regionali di sviluppo, come pure altri Paesi o gruppi di Paesi e le loro banche centrali.

L'obiettivo dell'impegno internazionale nella risoluzione delle crisi è di stabilizzare la situazione e di impedire il contagio di altri Paesi o regioni. L'entità di questo impegno è determinata essenzialmente dal potenziale pericolo di contagio internazionale o regionale che ci si aspetta dalla crisi. Normalmente si tratta di riportare le finanze dello Stato a un livello sostenibile mediante profonde riforme delle istituzioni e dell'economia. La messa a disposizione di denaro fresco è intesa quale sostegno transitorio alle misure di adeguamento necessarie.

L'erogazione di risorse finanziarie provenienti dal settore pubblico internazionale ha di norma contribuito a eliminare le crisi e anche a impedirne la diffusione in altri Paesi e regioni (esempi: Messico, Brasile, Turchia, Uruguay, Islanda, Irlanda). Contestualmente, però, l'impegno di denaro pubblico comporta notevoli rischi e distorsioni. Posto che il Paese debitore e i suoi creditori possano presumere un salvataggio da parte del settore pubblico, essi valuterebbero i rischi di un indebitamento in maniera diversa rispetto al caso contrario. L'impegno finanziario del settore pubblico suscita quindi in linea di massima un cosiddetto rischio morale («*moral hazard*») sia presso i creditori sia presso i debitori.

Se non è possibile creare una situazione sostenibile del debito mediante un finanziamento ponte, tale debito deve essere ristrutturato. Questo significa in particolare coinvolgere anche i creditori privati nel finanziamento della risoluzione della crisi. Tale pratica corrisponde alla politica del FMI, che consente la concessione di crediti a Paesi in mora di pagamento alla condizione che siano in corso trattative in buona fede con i creditori privati riguardo a una ristrutturazione del debito.

Nella realtà sussiste tuttavia la tendenza naturale, sia da parte del Paese debitore sia da parte dei creditori, di evitare nella misura del possibile la ristrutturazione del debito. I Paesi debitori temono che una ristrutturazione pregiudichi a lungo termine la loro reputazione di Paesi solvibili e intenzionati a pagare e che quindi i loro costi di finanziamento aumentino fortemente a causa dell'accresciuto rischio di credito assunto. In considerazione della loro posizione di rischio le banche creditrici temono una perdita di fiducia da parte del mercato e degli investitori, che potrebbe rendere necessaria una ricapitalizzazione. Ciò comporta, da un lato, che situazioni insostenibili vengano trascinate per diversi anni, circostanza che non è utile né al Paese né ai creditori. D'altro lato, vengono impiegate risorse pubbliche eccessive, trasferendo in tal modo l'onere dal settore privato a quello pubblico. Infine, il differimento delle ristrutturazioni distorce in maniera crescente la valutazione dei rischi per i prestiti di Stato sui mercati.

### 2.3 Principi per la ristrutturazione del debito degli Stati

Debiti elevati reprimono l'iniziativa privata, pregiudicano la capacità di manovra dello Stato, gravano le future generazioni e possono mettere in pericolo la stabilità finanziaria e quindi lo sviluppo economico se si dubita della solvibilità dei debitori. Le riforme dell'architettura finanziaria internazionale in corso devono garantire che i Paesi riducano in maniera possibilmente rapida i loro debiti a un livello sostenibile e che creino strumenti e istituzioni volti a impedire un nuovo accumulo del debito, come pure che i mercati dei titoli di Stato funzionino meglio. Quest'ultimo punto significa in particolare che i rischi di insolvenza devono essere stimati e valutati in maniera adeguata.

Fino a quando si eviterà l'insolvenza degli Stati mediante un impegno eccessivo di risorse pubbliche, sui mercati non sarà possibile effettuare una corretta valutazione dei rischi. Il miglioramento del funzionamento dei mercati determina anche la necessità di un quadro prevedibile per la ristrutturazione del debito degli Stati.

Il Consiglio federale ritiene che dalle suddette considerazioni si possa desumere una serie di principi per un quadro più efficace per la ristrutturazione del debito degli Stati:

- Nella risoluzione delle crisi occorre perseguire un'equa ripartizione degli oneri tra tutti i creditori. In particolare, occorre meglio ancorare nell'architettura finanziaria internazionale il coinvolgimento dei creditori privati nella risoluzione delle crisi.
- La ristrutturazione del debito degli Stati deve essere riconosciuta come *ultima ratio* credibile:
  - l'esistenza di un quadro affidabile esplicherebbe un effetto dissuasivo per ridurre il rischio morale dei creditori e dei debitori e quindi migliorare sui mercati la valutazione dei rischi del debito degli Stati;
  - un quadro ordinato per la ristrutturazione del debito degli Stati determinerebbe una maggiore prevedibilità e agevolerebbe a livello transfrontaliero una situazione sostenibile a lungo termine.
- L'obiettivo delle ristrutturazioni non deve essere la riduzione del debito di per sé. Esse devono invece integrarsi nelle misure di politica economica per l'affermazione di un andamento economico sostenibile a lungo termine.

### 3 Sviluppo dello strumentario attuale

L'attuale strumentario per la ristrutturazione del debito degli Stati si è sviluppato sulla base di diverse tipologie di indebitamento e di crisi. Sebbene nel corso degli ultimi secoli si siano ripetutamente verificati casi di insolvenza degli Stati, le origini dello strumentario attuale risalgono a un periodo compreso tra gli anni Cinquanta e gli anni Settanta, quando alcuni Paesi emergenti e in sviluppo si sono indebitati eccessivamente presso Stati creditori tradizionali e consorzi bancari. Quando i debiti dovevano essere nuovamente negoziati, la regola era di trattare in maniera possibilmente equa tutti i creditori internazionali. Per le trattative dei Paesi debitori con i loro creditori pubblici è stato istituito il Club di Parigi e per il coordinamento dei negoziati con le grandi banche il Club di Londra.

La crisi latino-americana del debito negli anni Ottanta è stata provocata da una frazionamento e da una nuova cartolarizzazione di debiti bancari. Con essa hanno iniziato a diffondersi prestiti di Stato emessi a livello internazionale. Ciò ha modificato nuovamente in maniera fondamentale la struttura dei creditori dei Paesi emergenti, rendendo più complesso, nel contesto della ristrutturazione del debito, il problema del coordinamento di una schiera sempre più eterogenea di creditori e il pericolo dei creditori «holdout». Le crisi nei Paesi emergenti a partire dalla metà degli anni Novanta – nel corso delle quali i creditori privati hanno svolto un ruolo dominante a livello di trattative – hanno nuovamente evidenziato la mancanza di un quadro ordinato per la gestione dell'insolvenza degli Stati.

Per colmare questa lacuna dal 2001 al 2003 il FMI ha discusso la creazione di una procedura di insolvenza per Stati, il meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM). Una procedura di questo tipo si è tuttavia dimostrata incapace di riunire una maggioranza in seno alla comunità internazionale ed è stata contestata in particolare dalle grandi banche internazionali. Ciononostante, la discussione ha contribuito a stabilire gli aspetti centrali della ristrutturazione del debito degli Stati. Il SDRM è inoltre servito a promuovere la diffusione di clausole di azione collettiva nei contratti di prestito. Con la creazione del meccanismo europeo di stabilità (MES), le cosiddette CAC (clausole di azione collettiva) sono divenute uno standard regionale.

#### 3.1 Istituzione del Club di Parigi da parte dei creditori pubblici (1956)

Il Club di Parigi<sup>3</sup> è un organismo informale degli Stati industrializzati<sup>4</sup> che coordina la ristrutturazione dei debiti pubblici bilaterali dei Paesi in sviluppo e dei Paesi emergenti. Sono oggetto di discussione in seno al Club di Parigi esclusivamente gli averi pubblici dei Paesi creditori e gli averi garantiti dal Paese dei creditori che godono pure di una garanzia del Paese debitore. A seconda della sua situazione di debito e del suo livello di sviluppo, un Paese debitore può ottenere una conversione del debito a determinate condizioni.

Il Club di Parigi è nato nel 1956 nel contesto della rinegoziazione del debito dell'Argentina. Originariamente nel Club di Parigi venivano negoziate soltanto proroghe dei termini, ma non riduzioni del debito. Questa situazione è cambiata negli anni Ottanta, allorché anche numerosi Paesi poveri non sono più stati in grado di onorare i loro debiti. A seguito dell'iniziativa HIPC (cfr. n. 2.1) il Club di Parigi ha svolto, soprattutto a partire dal 1996, un ruolo centrale nello sdebitamento dei Paesi più poveri. Ad oggi il Club di Parigi ha concluso oltre 428 contratti di conversione del debito con 90 Paesi debitori, per un totale nominale complessivo di 573 miliardi di dollari americani.

<sup>3</sup> Cfr. anche <http://www.clubdeparis.org/>

<sup>4</sup> Tra i membri permanenti rientrano: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Gran Bretagna, Irlanda, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Russia, Spagna, Svezia, Svizzera e Stati Uniti.

Le decisioni in seno al Club di Parigi sono prese secondo le regole e i principi del Club. Di seguito i principi fondamentali.

*Decisioni caso per caso:* ogni trattamento debitorio da parte del Club di Parigi viene deciso singolarmente in funzione delle necessità e delle peculiarità del Paese debitore. In tal modo si intende mantenere il carattere straordinario di ogni ristrutturazione del debito.

*Consenso:* tutte le decisioni sono prese all'unanimità dei membri. Si garantisce in tal modo una certa solidarietà tra creditori ufficiali.

*Condizionalità:* il Club di Parigi tratta unicamente con Paesi disposti ad attuare le riforme necessarie nel quadro di un programma del FMI.

*Solidarietà:* tutti i membri partecipanti al Club operano secondo modalità che garantiscono in una certa misura una ripartizione uniforme degli oneri della ristrutturazione dei debiti tra i membri.

*Comparabilità di trattamento:* il Paese debitore garantisce che nessun altro creditore abbia un trattamento migliore. Se creditori privati oppure non membri ottengono condizioni di ristrutturazione migliori, anche i membri del Club di Parigi hanno diritto a pagamenti più elevati. Lo statuto preferenziale dei creditori multilaterali non è toccato da questo principio.

In passato il Club di Parigi ha rivestito un ruolo centrale in ambito di ristrutturazione dei debiti. Esso ha tuttavia perso importanza a seguito delle evoluzioni più recenti. Da un canto, lo sdebitamento dei Paesi più poveri nel contesto dell'iniziativa HIPC si è ampiamente concluso. D'altro canto, come esposto nel *capitolo 2*, l'indebitamento ha subito un netto cambiamento proprio nei Paesi più poveri. Dei nuovi creditori come la Cina, l'India e il Brasile, apparsi più recentemente, non sono ancora membri del Club di Parigi e hanno quindi partecipato soltanto in misura minore al condono dei debiti. I Paesi più poveri si finanziano inoltre in misura crescente sul mercato internazionale dei capitali. Si pone pertanto la questione di come il Club di Parigi potrà trasmettere in futuro la propria grande esperienza in ambito di trattative per la conversione ordinata del debito.

### **3.2 Ristrutturazione dei prestiti bancari internazionali nel quadro del Club di Londra**

Il Club di Londra si è sviluppato parallelamente al Club di Parigi come organismo informale per la rinegoziazione dei debiti dei Paesi nei confronti delle banche commerciali internazionali. Le sue origini risalgono agli anni Settanta, quando le banche commerciali hanno (ri)cominciato a giocare un ruolo importante come creditori di certi Stati, soprattutto dell'America Latina. A tale scopo le banche si sono viepiù riunite in cosiddetti consorzi, per poter accordare congiuntamente prestiti più consistenti ai debitori ufficiali. I prestiti erano di norma denominati in valuta estera e remunerati con un interesse variabile.

All'inizio degli anni Ottanta l'aumento a livello mondiale dei saggi di interesse e l'indebolimento delle valute di numerosi Paesi emergenti e in sviluppo sono stati all'origine di una crisi del debito. Il Messico (1982) e altri Paesi, in particolare dell'America Latina, non sono più stati in grado di onorare i loro debiti nei confronti delle banche internazionali. Dato che la maggior parte dei prestiti erano stati accordati da consorzi bancari, essi contenevano una clausola (la cosiddetta «*cross default clause*») secondo la quale l'insolvenza nei confronti di un creditore poteva determinare l'insolvenza verso tutti i creditori. Per questo motivo i costi di un'insolvenza nei confronti di una banca del consorzio avrebbero dovuto essere assunti proporzionalmente da tutte le altre banche. Questo ha costretto le banche riunite in seno al consorzio a condurre trattative comuni con i Governi in questione. A taluni



prestiti partecipavano oltre 500 banche, circostanza che rendeva indispensabile un coordinamento affidabile dei creditori. Le banche che hanno partecipato maggiormente ai prestiti si sono riunite in gruppi *ad hoc* (le cosiddette «*Bank Advisory Committees*»). Dato che si incontravano perlopiù a Londra, il gruppo ha preso il nome di Club di Londra.

La struttura negoziale del Club di Londra si è rivelata efficace per le sfide di allora: il numero di banche con una partecipazione importante era limitato e i loro interessi favorivano un andamento positivo delle trattative. Numerose banche consideravano vantaggioso accordare crediti supplementari ai Paesi debitori per evitare un mancato pagamento. In tal modo si guadagnava tempo per costituire accantonamenti contro le insolvenze. Parecchie banche commerciali si sono anche preoccupate di curare le loro relazioni con i Paesi debitori. Il loro interesse nei confronti di un rimborso immediato del credito complessivo e del ricorso alle vie legali era quindi ridotto.

In linea di massima il sistema *ad hoc* del Club di Londra permane. Con la diffusione dei prestiti di Stato, la struttura dei creditori e quindi anche il ruolo delle banche internazionali sono cambiati sensibilmente (cfr. n. 3.3). Si è assistito a una rarefazione delle relazioni a più lungo termine tra il Paese debitore e i propri creditori, che avrebbero favorito la messa a punto di una soluzione. Con l'International Institute for Finance (IIF) si è poi affermata una lobby centralizzata delle grandi banche internazionali (cfr. anche n. 3.5).

### **3.3 Piano Brady (1989) e cartolarizzazione di debiti di Stato**

Il Piano Brady del 1989 ha condotto alla risoluzione della crisi latino-americana del debito. In questo contesto i prestiti bancari sono stati scambiati, con un ribasso, con i cosiddetti *brady bonds*, garantiti da prestiti del Tesoro americano e da crediti del FMI e della Banca mondiale. Pertanto, i debiti non onorati sono divenuti negoziabili per le banche. Con la creazione dei *brady bonds* è pure iniziata una rapida diffusione di prestiti di Stato standardizzati e quindi facilmente negoziabili.

Uno degli insegnamenti tratti dalla crisi latino-americana del debito è che la concessione di grossi crediti bancari a debitori ufficiali – in particolare a Paesi emergenti con mercati poco sviluppati – è vincolata a grandi rischi. Grazie allo scambio di crediti bancari tradizionali (ribassati) con *brady bonds* standardizzati e negoziabili, le banche hanno potuto distribuire e valutare meglio i loro rischi.

La diffusione di prestiti cartolarizzati ha offerto nuove possibilità di investimento anche a investitori più piccoli e anonimi. Con la crescente eterogeneità della base di creditori sono mutati anche gli incentivi dei medesimi, meno interessati delle banche ad affari consecutivi nei Paesi in questione.

Per quanto riguarda il quadro per la ristrutturazione del debito degli Stati, il Piano Brady ha posto le basi per l'emergenza di una schiera internazionale ed eterogenea di creditori. Si attribuisce maggiore importanza alle valutazioni a breve termine dei mercati, per cui diviene centrale anche la correttezza della valutazione dei rischi da parte del mercato. La molteplicità delle diverse giurisdizioni nelle quali vengono emessi prestiti accresce la complessità e i costi della conversione del debito e garantire quindi la parità di trattamento dei creditori risulta tanto più difficile. Nel contempo la cartolarizzazione e la negoziabilità internazionale dei debiti hanno agevolato in maniera determinante l'accesso al capitale globale da parte dei Paesi emergenti e dei Paesi in sviluppo e pertanto anche accresciuto le loro possibilità di finanziamento.

### 3.4 Clausole di azione collettiva e SDRM come approcci di risoluzione delle crisi nei Paesi emergenti

Le crisi nei Paesi emergenti a partire dalla metà degli anni Novanta (Messico, Corea, Brasile, Russia, Argentina, Uruguay) hanno reso sempre più attuale il problema dell'eterogeneità e dell'internazionalità della schiera di creditori. L'accesso a mercati finanziari sempre più dinamici ha consentito ai Paesi emergenti di coprire il loro importante fabbisogno di capitali. Essi hanno possibilità colto questa opportunità per ottenere risorse in diversi Paesi e valute, ripartendo in tal modo il loro debito esterno tra molteplici creditori internazionali. I principali luoghi di emissione dei prestiti di Paesi emergenti erano tradizionalmente Londra e New York, ai quali si sono aggiunti tra gli altri Francoforte, Zurigo e Tokio.

Il luogo di emissione determina di norma le condizioni per la concessione dei prestiti, il diritto applicabile e il foro competente. Alla maggiore eterogeneità dei creditori si è quindi aggiunta quella delle giurisdizioni competenti. Era prevedibile che in caso di ristrutturazione del debito si potesse giungere a trattative e procedure lunghe, complesse e onerose.

Nella ricerca di soluzioni per impedire ristrutturazioni del debito onerose, è apparsa rilevante la rinegoziazione delle condizioni di pagamento nei contratti di prestito. Mentre i bond emessi secondo la legislazione del Regno Unito ammettevano in linea di massima la possibilità di rinegoziare le condizioni di pagamento, i titoli emessi a New York escludevano esplicitamente questa possibilità<sup>5</sup>. Per diversi decenni questa differenza fondamentale nella struttura del contratto è stata ignorata dal mercato, poiché delle emissioni paragonabili a New York e Londra non presentavano differenze di prezzo.

Un approccio di riforma seguito dal 1995 dal cosiddetto Gruppo dei Dieci (G10)<sup>6</sup> consisteva nell'introduzione di clausole di azione collettiva (CAC) nei prestiti di Stato conclusi secondo una legislazione estera (cfr. anche *n. 4.2 e allegato I*). In tal modo doveva essere offerta una possibilità fondamentale per la ristrutturazione dei contratti di prestito e risolto il problema dei cosiddetti creditori «holdout», ovvero dei creditori che non partecipano alla ristrutturazione del debito e fanno valere successivamente per via giudiziaria i loro diritti contrattuali. Sulla base dei lavori del G10<sup>7</sup>, dal 2003 buona parte dei prestiti emessi all'estero dai Paesi emergenti contiene clausole di azione collettiva.

Dal 2001 al 2003 il FMI ha condotto con la comunità degli Stati e dei creditori e con un vasto pubblico un dibattito sulla creazione di una procedura di insolvenza per Stati istituzionalizzata, il cosiddetto **Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM)**. Il SDRM non doveva affrontare soltanto la problematica relativa agli «holdout», ma anche quello di un'azione collettiva nel caso di una schiera internazionale ed eterogenea di creditori. L'introduzione delle clausole di azione collettiva costituiva al riguardo un elemento complementare del meccanismo.

L'obiettivo del SDRM era di creare incentivi a favore dei creditori e del Paese debitore affinché potessero accordarsi rapidamente su una ristrutturazione del debito nel quadro di una procedura ordinata e prevedibile nonché di ottenere in tal modo una situazione sostenibile a lungo termine. L'esistenza del SDRM – ossia la possibilità di ristrutturare i debiti – doveva anzitutto suscitare un effetto preventivo presso i debitori e i creditori. Questo

---

<sup>5</sup> Conformemente alla legge americana «Trust Indenture Act» del 1939 i creditori non potevano essere costretti a rinunciare ai loro diritti derivanti da un contratto di prestito.

<sup>6</sup> Il G10 è stato istituito nel 1962 dai maggiori Paesi industrializzati. I membri fondatori, ovvero Stati Uniti, Canada, Gran Bretagna, Francia, Germania, Italia, Belgio, Paesi Bassi, Svezia e Giappone, hanno messo a disposizione del FMI crediti straordinari per il tramite degli Accordi generali di credito (GAB General Agreements to Borrow). Nel 1983 la Svizzera è divenuta l'undicesimo membro del G10.

<sup>7</sup> Gruppo dei Dieci (2003). *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*. Washington, D.C. <http://www.bis.org/publ/gten03.pdf>

significa che, nella misura del possibile, non si sarebbe dovuto giungere all'applicazione del SDRM.

Questo meccanismo avrebbe potuto essere attivato unicamente dal Paese debitore, con la motivazione di non essere in grado di assicurare una situazione sostenibile del debito. Tra i pilastri del SDRM rientravano la ristrutturazione mediante decisione a maggioranza qualificata, la possibilità di una moratoria temporanea sui debiti, nonché la protezione dei creditori e dei meccanismi per mobilitare nuove risorse. La sorveglianza del processo sarebbe stata affidata a un cosiddetto Sovereign Debt Dispute Resolution Forum (SDDRF), un'istanza arbitrale internazionale e indipendente.

Il SDRM avrebbe potuto essere istituito mediante una modifica dello statuto del FMI, che avrebbe reso necessaria una maggioranza di voti dell'85 per cento. La sua adozione avrebbe creato un nuovo diritto internazionale, nel senso che le decisioni di ristrutturazione del SDRM sarebbero state vincolanti a livello internazionale, circostanza che avrebbe imposto a sua volta un adeguamento delle leggi nazionali.

Il SDRM ha ottenuto soprattutto il sostegno dei Paesi europei, del Canada e del Giappone. I Paesi emergenti – che costituivano all'epoca il gruppo di destinatari del progetto – rimasero molto scettici. Gli Stati Uniti si sono avvalsi del dibattito sul SDRM per accelerare l'introduzione delle CAC. Nel mese di marzo del 2003, immediatamente dopo la pubblicazione del modello di clausole CAC del G10, gli Stati Uniti hanno ottenuto una sospensione delle discussioni sul SDRM in seno al FMI. La perdita di sovranità consecutiva al vincolo internazionale alle ristrutturazioni compiute nel quadro del SDRM era ritenuta eccessiva da molti Paesi. Anche il settore privato ha assunto una posizione ampiamente contraria nei confronti di una procedura istituzionalizzata.

La conquista del SDRM è stato di ripensare in maniera coerente ristrutturazioni complesse che vedono la presenza di una molteplicità di creditori e di giurisdizioni. Pur continuando a non essere in grado di raccogliere una maggioranza di consensi, come rischia di accadere anche nel caso di altre proposte con validità legale internazionale (cfr. *n. 4.1*), il SDRM costituisce un approccio risolutivo completo e moderno, per la maggior parte degli aspetti, al problema centrale della ristrutturazione dei debiti degli Stati detenuti da una schiera eterogenea e internazionale di creditori .

### **3.5 Autoregolamentazione e principi dell'IIF (2006)**

L'epoca successiva al fallimento del SDRM nella primavera del 2003 è stata caratterizzata da una forte congiuntura globale e da una calma relativa sui mercati finanziari. Numerosi Paesi hanno sfruttato questo periodo per ridurre i loro debiti. L'International Institute of Finance (IIF), l'associazione delle maggiori banche internazionali, si è avvalso del contesto favorevole per diffondere un approccio di autoregolamentazione.

L'IIF si era fortemente opposto al SDRM. Inizialmente aveva anche espresso ampie riserve nei confronti delle CAC, atteggiamento poi mutato a seguito dei lavori del G10 nel 2003. Nel 2006 l'IIF ha adottato unitamente ai rappresentanti dei più importanti Paesi emergenti principi generali sull'indebitamento pubblico. Essi coadiuvano l'introduzione delle CAC e comprendono principi non vincolanti per la risoluzione delle crisi e la ristrutturazione del debito. Nei principi rivestono un ruolo centrale le modalità di cooperazione del Paese debitore con i propri creditori. Al riguardo l'accento è posto sulla trasparenza, sull'informazione tempestiva, sul dialogo regolare e la cooperazione, sulla buona fede delle trattative e sulla parità di trattamento dei creditori.

Da allora l'IIF ha condotto, per conto dei creditori privati, una serie di trattative di

ristrutturazione, tra cui anche quelle con la Grecia. In base a queste esperienze nel 2012 i principi sono stati rielaborati ed estesi fundamentalmente a tutti i Paesi debitori.

I principi dell'IIF<sup>8</sup> non sono vincolanti e forniscono un'utile base di discussione. I numerosi rimandi dell'IFF al caso della Grecia nella rielaborazione dei principi evidenziano il fatto che essi non rappresentano ancora un quadro evoluto. Per quanto riguarda alcuni punti, come l'allestimento indipendente di analisi di sostenibilità del debito, essi non sono compatibili con la politica del FMI. D'altra parte i principi impongono proporzionalmente maggiori obblighi ai Paesi debitori che non ai creditori, circostanza che potrebbe pregiudicarne la legittimità.

I principi dell'IFF recano utili raccomandazioni di intervento per la ristrutturazione del debito degli Stati. Essi non costituiscono tuttavia un quadro sufficientemente efficace di intervento in vista di una conversione cooperativa, rapida e sufficiente del debito. Ai fini di una discussione futura dovrebbero soprattutto essere rilevanti i seguenti aspetti:

- **Interesse:** il settore privato sembra in linea di massima interessato all'affermazione di un quadro stabile e prevedibile.
- **Flessibilità:** come evidenziato da diversi aspetti del caso Grecia, è importante una certa dose di flessibilità.
- **Rappresentatività:** non è chiaro se l'IFF, che rappresenta gli interessi delle grandi banche internazionali, possa rappresentare in maniera adeguata la totalità dei creditori.
- **Responsabilità:** occorre stabilire in particolare maggiore chiarezza sulla ripartizione degli obblighi e delle responsabilità tra creditori e debitori.
- **Solidità:** i ritardi nelle trattative di ristrutturazione a seguito della capitalizzazione troppo debole di talune banche europee non sono stati finora praticamente tematizzati.

### 3.6 Crisi del debito nella zona euro e introduzione di CAC proprie alla zona euro

La minaccia di bancarotta di Stato in Grecia e in altri Paesi della zona euro ha fornito lo spunto per l'istituzione di uno scudo europeo di salvataggio (FESF) e, poco tempo dopo, per il suo trasferimento in un Fondo permanente salva-Stati per i Paesi della zona euro minacciati dalla crisi. Questo Meccanismo europeo di stabilità (MES) è entrato in vigore l'8 ottobre 2012. Esso consente di sostenere gli Stati membri della zona euro eccessivamente indebitati e con un accesso limitato ai mercati finanziari, tenuto conto dei vincoli della politica economica, tramite crediti ponte della comunità degli Stati europei. L'accordo MES prevede al riguardo una facilitazione permanente di 500 miliardi di euro. Un ulteriore elemento dell'accordo è l'introduzione di CAC per tutti i nuovi prestiti nazionali emessi dai Paesi della zona euro a contare dal 1° gennaio 2013<sup>9</sup>. Queste cosiddette CAC della zona euro costituiscono un'ulteriore evoluzione del modello di clausole pubblicato dal G10 nel 2003 (cfr. *allegato 2*). Essi recano in particolare una clausola di aggregazione che rende possibili decisioni di ristrutturazione su più emissioni.

In generale il caso della Grecia (cfr. *allegato 1*) è stato decisivo ai fini della ripresa del dibattito internazionale sulla gestione dell'insolvenza degli Stati, in particolare per i seguenti aspetti:

<sup>8</sup> Cfr. Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring.  
<http://www.iif.com/download.php?id=mUg/5udGdME=>

<sup>9</sup> Per le disposizioni concernenti le CAC della zona euro si veda:  
[http://europa.eu/efc/sub\\_committee/cac/cac\\_2012/index\\_en.htm](http://europa.eu/efc/sub_committee/cac/cac_2012/index_en.htm)

- molto presto vi è stata unanimità sulla necessità di una ristrutturazione. Il suo differimento è stato particolarmente oneroso per la maggior parte dei soggetti coinvolti. Particolarmente problematico è l'impegno straordinario di risorse pubbliche, che ha sostituito l'impegno privato.
- I contratti di debito retti dal diritto nazionale offrono un margine di manovra in caso di conversione del debito. Ciò potrebbe comportare notevoli incertezze per i casi futuri.
- La flessibilità era importante. Infatti, dato che il debito era emesso prevalentemente secondo il diritto nazionale, la ristrutturazione risultava atipica.
- Le CAC rivestivano importanza centrale, soprattutto perché non erano comprese nei prestiti greci. Laddove erano presenti, tuttavia, non sempre è stato possibile risolvere la problematica relativa agli «holdout».
- I Credit Default Swaps (CDS) hanno assunto per la prima volta un ruolo significativo a causa della grande incertezza esistente sui loro effetti e sul comportamento dei creditori assicurati nelle trattative di ristrutturazione. Era in particolare problematico il fatto che l'attivazione dei CDS dipendesse dalla decisione di un organismo insediato presso la International Swaps and Derivatives Association (ISDA).
- Infine, ci si può domandare se gli interessi dei creditori siano rappresentati adeguatamente dall'IIF.

### 3.7 Problematica relativa agli «holdout» nel caso dell'Argentina

Si considerano «holdout» i creditori che non partecipano alla ristrutturazione del debito e tentano successivamente di far valere i loro diritti contrattuali per via giudiziaria. Rientrano in particolare nella categoria degli «holdout» anche i cosiddetti fondi avvoltoio, che in caso di crisi acquistano i prestiti a prezzi bassi per poi reclamarne giudizialmente il valore nominale in caso di insolvenza.

Nella prassi la problematica relativa agli «holdout» – una delle principali motivazioni alla base del SDRM – è stata a lungo considerata come piuttosto eccessiva<sup>10</sup>. All'inizio del 2013 tuttavia una corte di appello di New York ha deciso a favore dei creditori «holdout», che facevano valere i loro diritti derivanti da bond argentini emessi prima della bancarotta di Stato del 2001. Questa decisione si fonda su un'interpretazione della cosiddetta clausola *pari passu*, che costituisce uno standard nella maggior parte dei contratti di prestito ed è destinata a garantire che i creditori di una medesima categoria di prestito beneficino di pari trattamento. Con il passare del tempo si è sviluppata un'interpretazione della clausola secondo la quale i pagamenti proporzionali *pari passu* devono essere effettuati contemporaneamente sia ai detentori di nuovi titoli sia agli «holdout». La corte di New York è andata oltre, nel senso che ha vietato all'Argentina di pagare i detentori di prestiti convertiti prima di avere pagato gli «holdout». In questo modo si intende forzare il pagamento degli «holdout». Questa decisione potrebbe costituire un precedente per ulteriori sentenze giudiziarie in ambito di «holdout», circostanza che renderebbe particolarmente interessante una situazione di insolvenza e potrebbe ridurre notevolmente i vantaggi dell'attuale approccio *ad hoc*, che è particolarmente flessibile. In questo modo potrebbe anche diminuire l'incentivo a partecipare a una conversione del debito.

Il caso dell'Argentina evidenzia inoltre l'assenza di un coordinamento tra i diversi tribunali e le diverse giurisdizioni. I tribunali esaminano le azioni dei detentori di bond argentini in maniera indipendente gli uni dagli altri e sotto giurisdizioni diverse, compreso l'International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID), insediato presso la Banca mondiale (cfr. anche *n. 4.1.3* e *allegato II*). Questa dispersione internazionale delle azioni è anche

<sup>10</sup> Nel contesto del condono multilaterale dei debiti (HIPC/MDRI) si sono nondimeno verificati ripetutamente casi in cui investitori privati hanno spinto verso l'alto i costi di condono del debito, finanziato con risorse pubbliche, rivendicando e ottenendo per vie legali il valore nominale.

particolarmente problematica ai fini della garanzia del principio di parità di trattamento dei creditori. Ciò potrebbe dare nuovo impulso sul piano internazionale all'esigenza di un quadro affidabile per la ristrutturazione del debito degli Stati.

### 3.8 Vantaggi e svantaggi del quadro attuale

Il quadro attuale per la ristrutturazione del debito degli Stati rimane informale e poggia su soluzioni volontarie *ad hoc*. I risultati delle soluzioni più recenti delle crisi non sono tuttavia in linea di massima soddisfacenti per quanto concerne la ristrutturazione dei debiti. Si delinea peraltro tutta una serie di nuovi problemi. Si pone pertanto la questione di come poter rafforzare questo quadro.

- Come evidenziato dal caso della Grecia, l'attuale approccio *ad hoc* permette di tenere conto di condizioni specifiche. Esso non ha tuttavia prodotto **alcuna soluzione soddisfacente**. Nella maggior parte dei casi le ristrutturazioni avvengono troppo tardi e costituiscono un onere finanziario eccessivo per il settore pubblico nazionale e internazionale.
- Nel caso della Grecia l'**organizzazione e la ricerca di una soluzione** per le trattative di ristrutturazione sono state soddisfacenti. La ricerca di una soluzione è stata agevolata dal margine di manovra offerto da un debito retto prevalentemente dal diritto nazionale. Nei casi futuri questa possibilità potrebbe però essere anticipata dai creditori e pertanto non riprodursi.
- Le **CAC della zona euro** affrontano la problematica relativa agli «holdout» e istituiscono le basi per un coordinamento al di là dei diversi gruppi di creditori. Non è tuttavia dimostrato che le CAC e le clausole di aggregazione siano sufficienti per giungere a una decisione tra creditori di giurisdizioni diverse.
- Lo **sdebitamento dei Paesi più poveri** da parte dei creditori pubblici è potuto essere risolto in maniera soddisfacente ricorrendo all'approccio attuale del Club di Parigi. La comunità internazionale dovrebbe comunque garantire che venga evitato un nuovo indebitamento eccessivo.
- La disponibilità a partecipare a ristrutturazioni volontarie del debito potrebbe diminuire a seguito della **tutela dei diritti dei creditori «holdout» di bond argentini da parte di una Corte di appello di New York**. Il protrarsi della procedura nel corso degli anni pone la questione se in ambito di ristrutturazioni non sia opportuno delineare una soluzione definitiva vincolante per tutti i soggetti coinvolti.
- Non esiste alcuna possibilità di una **moratoria sul debito** che tuteli i creditori, nel corso delle trattative di ristrutturazione, da un pagamento integrale ad altri creditori.
- Il **denaro fresco per affrontare le crisi** proviene in generale da risorse pubbliche, che devono pertanto essere eccettuate dalla ristrutturazione. Per una mobilitazione paragonabile di risorse private non esiste alcun meccanismo efficace né incentivi. Ciò rende ancora più difficile il coinvolgimento del settore privato nella risoluzione delle crisi.

## 4 Proposte di riforma

Le principali proposte attuali di riforma del quadro per la ristrutturazione del debito degli Stati provengono da diverse fonti del settore pubblico, della società civile e dell'economia privata. Tali proposte possono in linea di massima essere suddivise in cosiddetti approcci statuari di soluzione, che prevedono una giurisdizione istituzionalizzata, e in approcci contrattuali, che prevedono l'inserimento di clausole standardizzate nei contratti di debito. Dalle spiegazioni emerge chiaramente che esistono già numerose proposte. Al momento, però, la disponibilità internazionale a discutere approcci di riforma comuni è scarsa. Alla luce di quanto precede, il rapporto indica come, nell'ottica della Svizzera, i lavori possano avanzare in fasi più brevi e pragmatiche.

La Svizzera segue attentamente i dibattiti su questo tema ed espone per quanto possibile il proprio parere. L'*allegato III* fornisce una breve panoramica delle principali attività più recenti in questo campo.

### 4.1 Approcci statuari di soluzione

Il SDRM costituisce finora la proposta più matura di procedura di insolvenza avente validità legale sovranazionale (cfr. n. 3.4). Oltre al SDRM esiste tutta una serie di altri cosiddetti approcci statuari, che pongono in primo piano l'istituzione di un tribunale o di un organismo riconosciuto a livello internazionale o di una norma giuridica comune. Gli approcci di riforma differiscono in particolare quanto al grado di giurisdizione.

#### 4.1.1 Tribunali permanenti

Nel 2009 un gruppo di esperti delle Nazioni Unite ha sostenuto l'istituzione di una Corte internazionale di giustizia per la ristrutturazione del debito, l'***International Debt Restructuring Court (IDRC)***<sup>11</sup>. L'IDRC dovrebbe rendere possibile ristrutturazioni del debito efficienti, eque, trasparenti e rapide. Essa dovrebbe inoltre migliorare la trasparenza sull'indebitamento generale e quindi contribuire a una concessione dei crediti generalmente più efficace. La normativa relativa all'IDRC stabilirebbe l'iter della ristrutturazione del debito, definendo il ruolo dell'IDRC al riguardo. Sulla base di un complesso di norme riconosciuto a livello internazionale, l'IDRC stabilirebbe quali principi applicare alla determinazione del rango di un credito, alla necessità di cancellazione del debito e alla ripartizione equa degli oneri tra creditori. In qualità di istanza permanente, essa contribuirebbe inoltre alla creazione di norme nel settore della ristrutturazione del debito.

Il principale vantaggio dell'IDRC sarebbe – come nel caso del SDRM – la capacità di integrare in maniera coerente le diverse categorie di creditori (prestiti di diverse emissioni, prestiti bilaterali privati e pubblici ecc.). L'IDRC verificherebbe inoltre la legittimità dei debiti e consentirebbe ai creditori privati e pubblici di accordare nuovi crediti nonostante un default (per garantire funzioni essenziali dell'economia). L'IDRC sarebbe legittimato dal riconoscimento a livello mondiale delle proprie decisioni da parte di tutti i tribunali nazionali. Tuttavia, dato che gli Stati dovrebbero cedere una parte della loro giurisdizione, per il momento la proposta di una IDRC non dovrebbe pressoché incontrare consensi a livello mondiale.

Proposte come quella di un ***Sovereign Debt Tribunal (SDT)***<sup>12</sup> prevedono l'istituzione di un

---

<sup>11</sup> Nazioni Unite (2009). *Recommendations of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, A/63/838. (New York N.Y.: United Nations). <http://www.un.org/ga/president/63/interactive/financialcrisis/PreliminaryReport210509.pdf>

<sup>12</sup> Paulus, Christoph (2010). *A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution for Sovereign Debt Restructuring*. In Braga, Carlos A. Primo and Gallina A. Vincelette (eds.), *Sovereign Debt and the Financial*

tribunale permanente che potrebbe essere adito in caso di controversie legate all'insolvenza degli Stati. Il SDT sarebbe attivato sulla base delle clausole di arbitrato dei contratti di prestito. Di principio esso non necessiterebbe di alcun altro adeguamento delle normative nazionali. Il SDT sarebbe posto sotto l'egida di un'istituzione riconosciuta a livello mondiale, come ad esempio l'Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU), il cui segretario generale sarebbe responsabile della nomina da dieci a venti arbitri. In caso di controversia, debitori e creditori comporrebbero il tribunale competente ricorrendo a questi arbitri. La portata delle competenze del SDT non è definita nella proposta. Come nel caso del SDRM e dell'IDRC in linea di massima sarebbe possibile prendere in considerazione tutti i prestiti nonché un vasto gruppo di creditori, in particolare se una clausola di arbitrato prevedesse contrattualmente questi elementi.

In quanto tribunale permanente, con il SDT si eviterebbero fin dall'inizio disaccordi sulla convocazione, sulla struttura e sulle competenze di un tribunale arbitrale. Inoltre un tribunale permanente dovrebbe influire maggiormente sulla prassi legale in vigore in materia di ristrutturazione del debito rispetto a tribunali od organismi *ad hoc*. Un SDT richiederebbe comunque l'introduzione di clausole di arbitrato compatibili nei contratti di prestito e negli altri contratti di debito.

#### 4.1.2 Tribunali arbitrali *ad hoc*

Una procedura arbitrale equa e trasparente (***Fair and Transparent Arbitration Process, FTAP***)<sup>13</sup> è una proposta di procedura internazionale di insolvenza basata su tribunali arbitrali *ad hoc*, raccomandata dalle ONG. Il FTAP è attivato dal Paese debitore. Possono poi essere attivati contestualmente una moratoria sul debito e controlli sui movimenti dei capitali. Il Paese debitore e i suoi creditori nominano ciascuno uno o due arbitri e successivamente ne designano un altro come presidente. Compito del tribunale arbitrale è di verificare i debiti e la loro legittimità, come pure di constatarne la sostenibilità. Al riguardo tutte le persone interessate dal debito hanno il diritto di essere sentite in occasione delle udienze pubbliche. Il tribunale arbitrale decide in merito alla ristrutturazione mediante una sentenza arbitrale a maggioranza semplice.

La natura *ad hoc* del FTAP lo rende una variante vantaggiosa rispetto a un tribunale permanente. Anche questa variante consentirebbe di prendere in considerazione tutti i tipi di debito. Si pone tuttavia la questione di chiarire se un tribunale arbitrale *ad hoc* possa avere le capacità e le competenze richieste per valutare la sostenibilità e la legalità del debito. Non è altresì chiaro se una siffatta procedura otterrà anche il consenso dei debitori e dei creditori affinché la sentenza arbitrale possa essere effettivamente applicata.

#### 4.1.3 Ricorso ai tribunali esistenti

Il Centro internazionale per la risoluzione delle controversie relative agli investimenti (***International Centre for Settlement of Investment Disputes, ICSID***)<sup>14</sup>, insediato presso la Banca mondiale, è un'istanza permanente competente per le controversie su questioni bilaterali relative agli investimenti. Esso si fonda sulla convenzione ICSID relativa agli accordi bilaterali di promozione e protezione reciproca degli investimenti (APPI) che i Paesi concludono tra di loro. L'ICSID è una delle poche istanze internazionali ad aver trattato

---

*Crisis: Will This Time Be Different?* (Washington: World Bank Publishers).

[http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1238442914363/5969985-1295539401520/9780821384831\\_ch13.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1238442914363/5969985-1295539401520/9780821384831_ch13.pdf)

<sup>13</sup> Kaiser, J. (2010). *Resolving Sovereign Debt Crises. Towards a Fair and Transparent International Insolvency Framework*. Friedrich Ebert Stiftung Working Paper, settembre 2010.

Raffer, Kunibert (2005). *Considerations for Designing Sovereign Insolvency Procedures*, Law, Social Justice & Global Development Journal.

<sup>14</sup> <https://icsid.worldbank.org/ICSID/Index.jsp>



controversie in ambito di ristrutturazione di prestiti di Stato detenuti da privati. Nella causa *Abaclat and Others v. Argentina* – nel cui contesto un gruppo di detentori italiani «holdout» di bond ha promosso un'azione contro lo Stato dell'Argentina (cfr. *allegato II*) – l'ICSID ha riconosciuto ai prestiti di Stato il carattere di investimenti. Ha pertanto ottenuto la competenza, quale tribunale arbitrale, di decidere in merito a questo caso in virtù dell'APPI concluso tra Italia e Argentina.

L'idea che per il tramite dell'ICSID possa essere sviluppata, con una specializzazione corrispondente, un'istanza arbitrale già esistente e riconosciuta a livello internazionale è in linea di massima interessante. Gli APPI sono tuttavia strutturati in maniera molto diversa a livello mondiale, ragione per cui questo approccio potrebbe essere difficilmente attuabile. Gli APPI sono accordi non standardizzati tra Paesi. È quanto emerge dal trattamento dei prestiti di Stato nel loro contesto. Alcuni APPI, infatti, includono esplicitamente i prestiti di Stato nel campo di applicazione degli investimenti, altri li escludono esplicitamente e altri ancora non si esprimono in merito. Un ulteriore problema è costituito dal fatto che non tutti gli Stati concludono APPI tra di loro. Una serie di Stati rifiuta categoricamente la conclusione di nuovi APPI. Una multilaterizzazione degli APPI, come proposto in tempi recenti, potrebbe favorire una loro uniformazione. Attualmente però le corrispondenti proposte di riforma non sembrano suscettibili di riunire una maggioranza.

#### 4.1.4 Piattaforme di discussione e di conoscenze (senza giurisdizione)

La proposta di un **Sovereign Debt Forum (SDF)**<sup>15</sup> prevede la creazione di una piattaforma informale e permanente per il dialogo e lo scambio di informazioni tra debitori, creditori pubblici e privati, istituzioni internazionali e società civile. Il Forum raccoglierebbe e trasmetterebbe conoscenze sulle ristrutturazioni del debito. Esso avrebbe un carattere puramente informale e tutti gli attori rilevanti potrebbero aderirvi. Ove necessario le informazioni sarebbero trattate in maniera confidenziale per poter promuovere la trasparenza tra le parti. La rinuncia volontaria e temporanea ad azioni legali da parte dei membri costituisce un aspetto centrale, che creerebbe il margine di manovra necessario alle trattative.

Il SDF intende rendere prevedibili le ristrutturazioni del debito e accelerare la ricerca di soluzioni tramite una migliore comunicazione e una maggiore trasparenza tra debitori e creditori. Rimane aperta la questione del finanziamento dei costi operativi del SDF che, seppure con una struttura minimalistica, dovrebbe poter disporre di un piccolo effettivo permanente di personale. Tasse sui prestiti sono praticamente inattuabili e l'adesione a un'istituzione multilaterale indipendente dai creditori sembra difficilmente realizzabile.

## 4.2 Approcci contrattuali di soluzione

Gli strumenti di ristrutturazione del debito degli Stati attualmente utilizzati corrispondono a un approccio contrattuale, poiché soltanto il contratto di debito definisce i rapporti giuridici esistenti tra debitore e creditore. La ristrutturazione è negoziata all'interno di un quadro informale tra Paese debitore e rappresentanti dei creditori. La soluzione comprende poi di norma lo scambio dei titoli esistenti con titoli nuovi.

La molteplicità dei tipi di contratti esistenti per i diversi titoli di credito nazionali ed esteri è significativa. Sovente le basi contrattuali per le emissioni nazionali sono piuttosto semplici e standardizzate, mentre le emissioni internazionali si basano su regolamenti contrattuali

---

<sup>15</sup> Gitlin and House (2013). *A Renewed Proposal for a Sovereign Debt Forum*.  
<http://sauvescholars.org/uploads/A%20Renewed%20Proposal%20for%20a%20Sovereign%20Debt%20Forum%20-%202027Mar2013.pdf>

complessi<sup>16</sup>, che possono divergere fortemente a seconda del luogo di emissione.

La via contrattuale permetterebbe di completare la documentazione dei contratti di prestito con degli elementi statutari essenziali.

#### **4.2.1 Clausole di azione collettiva (CAC)**

Come descritto nel *capitolo 3*, le riforme più recenti pongono in primo piano l'introduzione di clausole di azione collettiva (CAC) in parte standardizzate. In questo senso il G10 ha pubblicato nel 2003 un modello di CAC valido per le emissioni all'estero e in valuta straniera. Il Meccanismo europeo di stabilità (MES) ha poi determinato per tutti i Paesi della zona euro l'introduzione generale di cosiddetti CAC della zona euro a contare dal 1° gennaio 2013.

Le CAC consentono di modificare determinate condizioni contrattuali tramite una maggioranza qualificata di creditori di una singola emissione, solitamente il 75 per cento della quota di capitale scoperto. Ciò può avvenire prima o dopo un mancato pagamento. In caso di mancato pagamento i creditori possono accelerare il versamento, di norma nella misura del 25 per cento del capitale scoperto. Questa situazione può essere nuovamente rovesciata da una maggioranza semplice. Per questo motivo le ristrutturazioni del debito vengono in genere attuate in maniera esaustiva, minimizzando in particolare le problematiche relative agli «holdout».

Uno dei principali problemi delle CAC consiste nel fatto che finora hanno fatto riferimento soltanto a singole emissioni. Dato che i debiti di un Paese risultano in genere da numerose emissioni e comprendono diverse tipologie, come prestiti di istituzioni pubbliche e private, le sole CAC non sono di grande ausilio per le ristrutturazioni. In altre parole, le CAC costituiscono una base necessaria, ma non sufficiente, in vista di ristrutturazioni ordinate del debito.

#### **4.2.2 Altri elementi contrattuali**

Le CAC possono essere completate da clausole di aggregazione che consentirebbero di raggruppare diversi prestiti e tipi di creditori a seguito di una decisione presa da una maggioranza qualificata di creditori. Nel caso delle clausole di aggregazione, che sono parte delle CAC della zona euro, la proposta di ristrutturazione deve essere accettata sia da una maggioranza qualificata (di norma del 75 %) dei creditori dell'intero debito scoperto, sia da una maggioranza qualificata (di norma del 66,6 %) dei creditori di ogni singola emissione. Delle clausole di aggregazione sono già state introdotte in precedenza da Paesi come l'Uruguay, l'Argentina e la Repubblica Dominicana. Al momento non sono praticamente state raccolte esperienze con le clausole di aggregazione. La loro solidità è messa in discussione soprattutto riguardo alla loro efficacia giuridica nelle diverse giurisdizioni.

Un elemento centrale del modello di clausole del G10 è la struttura del trust, nel cui ambito il creditore è rappresentato da un fiduciario (*trustee*), al quale vengono trasferiti determinati diritti del creditore, come il diritto di disdetta e quello d'intentare un processo. Ciò consente una protezione temporanea da azioni legali e, così facendo, di guadagnare tempo in vista di una riorganizzazione. Vengono altresì definiti gli interlocutori che seguono le singole emissioni e assumono il ruolo di rappresentanti nelle trattative. Dato che i trust costituiscono principalmente una peculiarità del diritto anglosassone, questo elemento non è stato ripreso in maniera vincolante nelle CAC della zona euro. Nella prassi i vantaggi della rappresentanza e dell'accompagnamento dell'emissione da parte della struttura del trust

---

<sup>16</sup> Sui mercati internazionali dei capitali si indebitano tendenzialmente soprattutto Paesi piccoli ed emergenti, mentre i grandi Paesi e quelli che dispongono di grandi mercati finanziari nazionali (come la Svizzera) possono finanziarsi prevalentemente sui mercati nazionali dei capitali.

sono controversi. L'idea di una persona di riferimento competente per le richieste del creditore di un'emissione, potrebbe contribuire in futuro a una migliore rappresentanza di creditori altamente eterogenei.

Tramite una cosiddetta clausola di «standstill» potrebbe essere garantita la possibilità di una rinuncia temporanea ad azioni legali. Ciò potrebbe sostenere una moratoria sul debito e dare tempo alle trattative. Anche gli obblighi di informazione potrebbero essere ulteriormente concretizzati a livello contrattuale. Il contratto di prestito potrebbe infine rinviare a un'istanza regolatrice o arbitrale (cfr. n. 4.1).

#### 4.2.3 Standardizzazione degli elementi contrattuali

In seguito alla crescente diffusione delle CAC si pone la questione fondamentale se e in quale misura una standardizzazione internazionale dei testi dei contratti per i prestiti di Stato sia opportuna e auspicabile. In linea di massima una standardizzazione potrebbe eliminare incertezze importanti e quindi contribuire a una migliore valutazione dei rischi derivanti dai prestiti di Stato. In questo senso sono ipotizzabili:

- a) Un'**intesa internazionale volontaria su elementi contrattuali uniformi** come le CAC, le clausole di aggregazione, di «standstill» o di informazione. In maniera analoga al modello di clausole del G10 si potrebbero stabilire standard alla cui attuazione e applicazione si impegnerebbero gli Stati partecipanti. Questo permetterebbe di fissare linee direttive per lo sviluppo di uno standard internazionale.
- b) Una **standardizzazione di determinati elementi contrattuali**, in particolare le maggioranze necessarie a elementi contrattuali chiaramente stabiliti e l'aggregazione. Al riguardo gli Stati garantirebbero le condizioni giuridiche per l'applicazione degli elementi contrattuali, come nel caso delle CAC della zona euro.
- c) Un **semplice standard contrattuale generale per i prestiti di Stato**. A seconda della sua struttura, esso potrebbe offrire ai mercati una prevedibilità notevolmente maggiore. Anche questo standard contrattuale potrebbe essere negoziato in maniera più o meno vincolante.

Rientrano in particolare nel novero delle istituzioni internazionali competenti ad assumere simili lavori il FMI e il FSB. Il G20 svolgerebbe inoltre un ruolo importante nell'avanzamento dei lavori.

#### 4.3 Valutazione e posizione della Svizzera

Dalle spiegazioni che precedono emerge che non mancano proposte interessanti di riforma del quadro per la ristrutturazione del debito degli Stati. Una procedura istituzionalizzata potrebbe sembrare idealmente la soluzione più efficace, ma concretizzare un simile progetto in maniera realistica e accettabile potrebbe comunque essere estremamente difficile. In passato la Svizzera si è adoperata a favore di un approccio statutario e in particolare dell'elaborazione del SDRM. Non esiste al momento un sostegno degno di nota alla ripresa di questo dibattito. I Paesi determinanti, in particolare, non sono disposti a discutere approcci di riforma globali in seno agli organismi internazionali.

Per questo motivo il Consiglio federale considera al momento più opportuno seguire un approccio pragmatico. Ciò corrisponde peraltro alle discussioni in corso a livello tecnico sia in seno al FMI che ad altri forum internazionali. Tali discussioni hanno posto in primo piano le possibilità di riforma a livello contrattuale, che hanno ottenuto maggiore dinamicità non da ultimo a seguito dell'introduzione delle CAC della zona euro. Secondo il Consiglio federale la crescente diffusione delle CAC va in genere valutata positivamente.

Gli approcci statutari dovrebbero rappresentare importanti punti di riferimento in vista di riforme a lungo termine dell'architettura finanziaria internazionale, poiché comprendono elementi centrali che possono essere trasferiti almeno in parte su un quadro contrattuale. Il Consiglio federale ritiene importante proseguire ulteriormente il trasferimento dei seguenti elementi statutari in un quadro contrattuale:

- **Coinvolgimento coerente di diverse categorie di creditori:** l'ulteriore diffusione e standardizzazione delle CAC e delle clausole di aggregazione costituisce attualmente l'approccio di riforma più realistico. Esse rendono in genere possibile la ristrutturazione di prestiti di diverse emissioni e potrebbero anche essere introdotti in altri contratti di debito. Rimane aperta la questione se le clausole di aggregazione possano essere efficaci senza istanza arbitrale.
- **Istanza arbitrale:** un'istanza che possa permettere un arbitrato tra diversi creditori e tipologie di creditori è in linea di massima auspicabile perché potrebbe coadiuvare il funzionamento delle CAC e delle clausole di aggregazione. Il ricorso a una simile istanza arbitrale dovrebbe essere disciplinato anticipatamente per contratto. L'istanza potrebbe esplicitare i propri effetti soltanto se una grande quantità di contratti contenesse rimandi corrispondenti.
- **Moratoria sul debito:** sarebbe inoltre auspicabile disciplinare in linea di massima la possibilità di una rinuncia temporanea all'azione legale per garantire una moratoria sul debito. Ciò offrirebbe il tempo necessario a una soluzione ordinata e orientata sul lungo termine. Questa possibilità potrebbe anche essere stabilita da una clausola di «standstill» a livello contrattuale, fermo restando che anche in questa ipotesi una grande quantità di contratti dovrebbe contenere clausole corrispondenti.

La Svizzera si impegnerà in particolare in seno agli organismi rilevanti come il FMI, il FSB, il Club di Parigi e il G20 affinché vengano esaminati i vantaggi di una standardizzazione degli elementi contrattuali menzionati qui sopra come pure la possibilità di una loro introduzione. Essa difenderà questo parere anche nei propri contatti bilaterali e assumerà una posizione corrispondente nelle discussioni con gli organismi apparentati come la Banca mondiale, le banche regionali di sviluppo e gli organi dell'ONU.

I prestiti della Confederazione Svizzera non contengono attualmente alcuna CAC. Qualora la standardizzazione delle CAC dovesse incontrare il sostegno della comunità internazionale, si dovrebbe esaminare un'eventuale necessità di adeguamento del Codice svizzero delle obbligazioni. In linea di massima il diritto svizzero prevede la riorganizzazione dei prestiti (art. 1157 segg. CO; Della comunione degli obbligazionisti). Conformemente all'articolo 1157 capoverso 3 le disposizioni in questione non sono tuttavia applicabili ai prestiti della Confederazione. Altri Paesi possono comunque emettere in Svizzera prestiti muniti di CAC (ad es. CAC della zona euro, CAC del tipo G10).

## 5 Conclusioni finali

Il rapporto spiega che la mancanza di un quadro efficace per la ristrutturazione del debito degli Stati costituisce una lacuna nell'architettura finanziaria internazionale. Le ristrutturazioni avvengono normalmente troppo tardi e spesso con risultati scarsi, ciò che accresce l'onere fiscale per il settore pubblico. Un quadro prevedibile per la ristrutturazione dei debiti degli Stati rappresenterebbe un importante elemento per combattere le crisi in maniera credibile. Esso contribuirebbe inoltre a una migliore valutazione dei rischi da parte dei mercati e quindi a impedire più efficacemente le crisi.

Per questo motivo il Consiglio federale ritiene importante che la Svizzera continui ad adoperarsi a favore di un quadro più efficace per la ristrutturazione del debito degli Stati. La Svizzera è interessata a una procedura internazionale prevedibile affinché vengano rafforzati la stabilità e il carattere aperto della sua piazza finanziaria. Essa continuerà quindi a impegnarsi in seno al FMI, al FSB, al Club di Parigi e al G20, nonché nell'ambito di contatti bilaterali e di gruppi di lavoro, a favore di riforme che garantiscano il coinvolgimento coerente di diversi creditori. Essa difenderà infine queste opinioni anche nelle discussioni con gli organismi apparentati come la Banca mondiale, le banche regionali di sviluppo e gli organi dell'ONU. Le relative proposte riguardano in particolare possibili intese internazionali su adeguamenti dei contratti in ambito di prestiti di Stato.

Il Consiglio federale ritiene importante inserire questi lavori nel contesto generale delle riforme dell'architettura finanziaria internazionale, opinione che la Svizzera ribadirà nell'ambito del proprio impegno internazionale. A suo avviso, i seguenti punti sono fondamentali:

- Le ristrutturazioni del debito devono essere riconosciute a livello internazionale come *ultima ratio*. La volontà internazionale di istituire un quadro per procedure ordinate costituirebbe un importante passo in questa direzione.
- Un quadro più efficace per la ristrutturazione del debito degli Stati esige l'attuazione conseguente delle riforme internazionali del settore finanziario. Rientrano in tale ambito le legislazioni concernenti la risoluzione della problematica «*too big to fail*» nel settore bancario, la trasparenza in ambito di iscrizione a bilancio dei rischi e le basi per la liquidazione delle grandi banche sistemiche.
- Le risorse pubbliche destinate alla risoluzione delle crisi devono essere limitate. In assenza di una simile limitazione, la distorsione a favore di «*bailout*» eccessivi perdurerà. Sarebbero ipotizzabili, in particolare, limiti superiori più chiari per accedere alle risorse del FMI.

L'Esecutivo intravede una maggiore necessità di intervento sulle misure concernenti i meccanismi contrattuali che consentono un coinvolgimento più coerente di diversi creditori nella ristrutturazione del debito degli Stati.

- Il Consiglio federale considera importanti gli adeguamenti contrattuali quali l'introduzione e la standardizzazione delle CAC e delle clausole di aggregazione. Qualora la standardizzazione delle CAC trovasse il sostegno della comunità internazionale, si dovrebbe esaminare l'eventualità di un adeguamento del Codice svizzero delle obbligazioni.

Il Consiglio federale ritiene inoltre che i seguenti elementi contrattuali contribuirebbero a rendere più efficace il quadro per la ristrutturazione del debito degli Stati:

- Un'istanza arbitrale prevista a livello contrattuale potrebbe promuovere il coordinamento delle pretese entro un termine adeguato come pure la parità di trattamento dei creditori.
- Una moratoria sul debito prevista a livello contrattuale sarebbe propizia a un intervento tempestivo.

La Svizzera insisterà su questi punti nel dibattito internazionale.

## Elenco delle illustrazioni

Figura 2.1: Evoluzione globale del debito dal 1920 .....	5
Figura 2.2: Tasso d'indebitamento di alcuni Paesi nel 1960, 1980, 2000 e 2012 .....	5

## Elenco delle abbreviazioni

<b>APPI</b>	Accordi bilaterali di promozione e protezione reciproca degli investimenti
<b>BAfS</b>	Banca africana di sviluppo
<b>BCE</b>	Banca centrale europea
<b>CAC</b>	Clausole di azione collettiva
<b>CDS</b>	Credit Default Swap
<b>FESF</b>	Fondo europeo di stabilità finanziaria
<b>FMI</b>	Fondo monetario internazionale
<b>FSB</b>	Financial Stability Board
<b>FTAP</b>	Fair and Transparent Arbitration Process
<b>HIPC</b>	Heavily Indebted Poor Countries Initiative
<b>ICSID</b>	International Centre for Settlement of Investment Disputes
<b>IDRC</b>	International Debt Restructuring Court
<b>IFA</b>	Architettura finanziaria internazionale
<b>IIF</b>	Institute of International Finance
<b>IMFC</b>	International Monetary and Financial Committee
<b>ISDA</b>	International Swaps and Derivatives Association
<b>MDGs</b>	Obiettivi di sviluppo del millennio
<b>MDRI</b>	Multilateral Debt Relief Initiative
<b>MES</b>	Meccanismo europeo di stabilità
<b>OCSE</b>	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economici
<b>PIL</b>	Prodotto interno lordo
<b>SDDRF</b>	Sovereign Debt Dispute Resolution Forum
<b>SDF</b>	Sovereign Debt Forum
<b>SDRM</b>	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
<b>SDT</b>	Sovereign Debt Tribunal
<b>UNCTAD</b>	United Nations Conference on Trade and Development

## Bibliografia

- Bingham, G. (2012). *The Bankruptcy of Bankruptcy*. In Fuchita Y., Herring R. and Litan R. (eds.) *Rocky Times: New Perspectives on Financial Stability*. Brookings Institution Press. November 2012.
- Committeri, M. & Spadafora, F. (2013). *You Never Give Me Your Money? Sovereign Debt Crises, Collective Action Problems, and IMF Lending*. IMF Working Paper WP/13/20, January 2013. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1320.pdf>
- Das, U., Papaioannou, G. & Trebesch, C. (2012). *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. IMF Working Paper WP/12/203, August 2012. [http://www.un.org/esa/ffd/ecosoc/debt/2013/IMF\\_wp12\\_203.pdf](http://www.un.org/esa/ffd/ecosoc/debt/2013/IMF_wp12_203.pdf)
- Economic and Financial Committee (2012). *Common Terms of Reference for the Eurozone-CAC*. [http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/cac\\_text\\_model\\_cac.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/cac_text_model_cac.pdf)
- Gelpern, A. (2013). *Sovereign Damage Control*. Peterson Institute for International Economics Policy Brief No. PB13-12, May 2013. <http://www.iie.com/publications/pb/pb13-12.pdf>
- Gianviti, F., Krueger, A., Pisani-Ferry, J., Sapir, A. & von Hagen, J. (2010) *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal*. Bruegel Blueprint 10. Brussels. <http://www.bruegel.org/download/parent/446-a-european-mechanism-for-sovereign-debt-crisis-resolution-a-proposal/file/928-a-european-mechanism-for-sovereign-debt-crisis-resolution-a-proposal-english/>
- Group of Ten (1996). *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors Prepared under the Auspices of the Deputies*. Washington, D.C. <http://www.bis.org/publ/gten03.pdf>
- Group of Ten (2003). *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*. Washington, D.C. <http://www.bis.org/publ/gten03.pdf>
- Hagan, S. (2005). *Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt*. Georgetown Journal of International Law, 36(2): 299-403.
- IEO (2004). *Evaluation Report: The IMF and Argentina 1991 – 2001*. Washington, D.C., July 2004. <http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/07292004report.pdf>
- IIF (2012). *Report of the Principles Consultative Group on 2012 Implementation of the Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring*. October 2012. <http://www.iif.com/download.php?id=mUq/5udGdME=>
- IMF (2001a). *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Restructuring International Sovereign Bonds*. January 2001. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/>
- IMF (2001b). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring: Preliminary Considerations*. November 2001. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2001/113001.pdf>
- IMF (2002a). *Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations*. August 2002. <http://www.imf.org/External/np/pdr/sdrm/2002/081402.htm>



- IMF (2002b). *The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism*. November 2002. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/112702.htm>
- IMF (2003a). *Crisis Resolution in the Context of Sovereign Debt Restructurings*. January 2003. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/012803.htm>
- IMF (2003b). *Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*. February 2003. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/021203.htm>
- IMF (2003c). *Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on the IMF's Policy Agenda*. April 2003. <http://www.imf.org/external/np/omd/2003/041103.pdf>
- IMF (2003). *Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring Within the Existing Legal Framework*. August 2003. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/080103.htm>
- IMF (2013). *Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, April 2013. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>
- Kaiser, J. (2010). *Resolving Sovereign Debt Crises. Towards a Fair and Transparent International Insolvency Framework*. Friedrich Ebert Stiftung Working Paper, September 2010.
- Krueger, A. (2001). *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Address given at the National Economists' Club Annual Members' Dinner, Washington, D.C., November 2001. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.HTM>
- Panizza, U., Sturzenegger, F. & Zettelmeyer, J. (2009). *The Economics and Law of Sovereign Debt and Default*. *Journal of Economic Literature*, 47(3): 1-47.
- Raffer, Kunibert (2005). *Considerations for Designing Sovereign Insolvency Procedures*. *Law, Social Justice & Global Development Journal*. [http://www.go.warwick.ac.uk/elj/lgd/2005\\_1/raffer](http://www.go.warwick.ac.uk/elj/lgd/2005_1/raffer)
- Reinhart, C. & Rogoff, K. (2009). *This Time is Different*. Princeton University Press.
- Schadler, S. (2012). *Sovereign Debtors in Distress: Are our Institutions up to the Challenge?* Cigi Papers No. 6, August 2012. <http://www.cigionline.org/sites/default/files/no.6.pdf>
- Schaltegger, Ch. & Winistörfer M. (2013). *Insolvenzordnung für Staaten: Lehren aus der Schweiz?* *Die Volkswirtschaft* 7/8-2013. <http://www.dievolkswirtschaft.ch/editions/201307/Schaltegger.html>
- Schaltegger, Ch. & Winistörfer M. (2013). *Zur Insolvenzordnung für öffentlich-rechtliche Körperschaften*. *Aktuelle Juristische Praxis*. AJP/PJA 7/2013.
- Weidemaier, W. & Gulati, M. (2012). *A People's History of Collective Action Clauses*. UNC Legal Studies Research Paper No. 2172302. [http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5387&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5387&context=faculty_scholarship)

Wright, M. (2012). *Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects*. Harvard Business Law Review, 2(1): 153-197.

Zettelmeyer, J, Trebesch, C. & Gulati, M. (2013). *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*. July 17, 2013. SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2144932](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2144932)

## **Allegato I: Esempi concreti**

L'iter della ristrutturazione del debito degli Stati è illustrato sulla base di esempi concreti che mostrano il ruolo del settore privato e di quello pubblico.

### **Caso 1: Argentina**

#### ***Antefatti***

I problemi di bilancio dell'Argentina, abbinati a una situazione economica in peggioramento dal 1998, sono culminati in un default di pagamento sia del debito interno (novembre 2001), sia del debito estero (dicembre 2001/gennaio 2002). Ne sono state le cause principali:

- il vincolo valutario esistente fin dal 1992 tra il peso argentino e il dollaro US ha invero potuto eliminare i problemi di inflazione dell'Argentina, ma ne ha anche pregiudicato in maniera crescente la capacità economica (recessione a partire dal 1998) a causa della continua rivalutazione del dollaro US, provocando alla fine una deflazione;
- l'assenza di disciplina budgetaria e le uscite dettate da motivi politici hanno potuto essere finanziate per lungo tempo da debiti esteri, denominati in valuta estera. Ciò ha limitato tuttavia successivamente in maniera crescente la capacità di manovra in ambito di politica economica;
- gli sviluppi esterni, come la crisi asiatica e la crisi della Russia, hanno indebolito le condizioni quadro globali dell'economia. La svalutazione della valuta nel limitrofo Brasile ha pregiudicato ulteriormente l'Argentina.

A partire dall'ottobre del 2001 la perdita di credibilità del vincolo di valuta ha provocato fughe massicce di capitali all'estero. Nel dicembre del 2001 il Governo si è visto costretto a congelare tutti i conti bancari interni. I costi di rifinanziamento sono balzati alle stelle. Nel gennaio del 2002 è stato soppresso il vincolo valutario. Il FMI ha sostenuto inizialmente le misure di crisi adottate dall'Argentina. Il corrispondente programma straordinario di credito è stato tuttavia troncato nel dicembre del 2001, dopo che non si sono delineate modifiche in profondità del corso in caduta. Nonostante il livello comparativamente basso – nell'ottica attuale – dell'indebitamento dello Stato (62,2 % del PIL 2001) e un basso debito estero (52,2 % del PIL 2001) nel dicembre 2001 e nel gennaio 2002 si è giunti al default dell'Argentina sulla totalità del suo debito di Stato.

#### ***La ristrutturazione del debito***

Il *debito interno* è stato ristrutturato in maniera relativamente rapida, nel senso che lo Stato ha incoraggiato – e in parte anche costretto – in grande stile aziende, banche e investitori individuali a comprare nuovi prestiti di Stato e a convertire quelli esistenti.

La rinegoziazione del *debito estero* è stata invece un processo lungo e complicato. Le trattative non sono iniziate prima del marzo del 2003. In seguito sono trascorsi altri due anni fino alla presentazione ai creditori di una proposta di ristrutturazione, conclusasi poco tempo dopo, nel febbraio del 2005. Con una cifra stimata in 100 miliardi di USD, l'Argentina ha registrato il maggior default della storia. Anche la quota di condono del debito, stimata al 75 per cento<sup>17</sup> del valore del capitale, è stata elevata. Gli oltre 152 diversi prestiti esistenti sono stati convertiti in tre prestiti (par, quasi-par e «discount bond», ossia di valore nominale inferiore o di cedola inferiore), fermo restando che il saggio di interesse era vincolato all'evoluzione futura del PIL. Tutti i nuovi prestiti sono stati provvisti di clausole di azione collettiva (CAC).

La struttura dei creditori privati era fortemente frammentaria. Oltre la metà dei prestiti era detenuta da investitori istituzionali, ai quali si aggiungevano oltre 600 000 investitori retail

---

<sup>17</sup> L'entità del condono del debito varia a seconda del tasso di sconto. Nella fattispecie si assume un tasso di sconto del 10%.

(450 000 dei quali in Italia, 35 000 in Giappone e 150 000 in Germania e nell'Europa centrale) che vi avevano in parte investito quote rilevanti dei loro risparmi. Oltre ai detentori argentini di prestiti di Stato esteri (38,4 %), anche numerosi investitori europei ne erano fortemente interessati (Italia 15,6 %, Svizzera 10,3 %, Germania 5,1 %), come pure investitori statunitensi (9,1 %) e creditori giapponesi (3,1 %). I creditori si sono riuniti allo scopo di rappresentare i loro interessi comuni. Nel dicembre del 2003 ne è sorto il Global Committee of Argentine Bondholders (GCAB), che rappresentava il 50 per cento circa dei crediti nei confronti dell'Argentina.

I partecipanti, in particolare gli investitori retail, non hanno ritenuto costruttive le trattative. L'assenza di una procedura negoziale formale e di termini chiaramente stabiliti si è rivelata un'aggravante. Sebbene si fossero già tenuti alcuni incontri puntuali, non si sono realizzati progressi sostanziali. L'assenza, inoltre, di una soglia minima di partecipazione e di clausole consensuali di uscita hanno indebolito la posizione negoziale dell'Argentina nell'ambito dell'offerta di conversione.

I creditori hanno criticato in generale la politica del Governo prima della crisi, che aveva mancato di attuare tempestivamente le riforme necessarie. In un suo rapporto del 2005 l'ufficio indipendente di valutazione del FMI illustra che già parecchi anni prima non erano state affrontate in maniera coerente lacune reperibili in precedenza<sup>18</sup>. I crediti del FMI – concessi all'inizio e durante la crisi – avrebbero contribuito, a queste condizioni, a procrastinare ulteriormente le riforme necessarie.

Il tasso di partecipazione alla conversione eseguita a partire dall'aprile 2005 risultò piuttosto debole con il 76,2 per cento del debito complessivo. I possessori di prestiti per un valore di circa 25 miliardi di USD ricusarono la proposta di conversione nella speranza di ottenere ancora l'intero valore nominale. Questo sebbene l'Argentina avesse introdotto nei nuovi bond una clausola «*most favoured creditor*», destinata a garantire che gli «holdout» non avrebbero beneficiato di migliori condizioni in epoca successiva. In seguito si è rivelato che la clausola offriva possibilità di impugnazione.

#### **Ripercussioni – Casi «holdout»**

L'Argentina continua a lottare contro «holdout» che tentano di reclamare per via giudiziaria il valore nominale originale. Rientrano in questa categoria anche i cosiddetti fondi avvoltoio che durante la crisi avevano acquistato prestiti a basso prezzo con l'obiettivo di reclamarne in caso di insolvenza il valore nominale originale.

Nel settembre del 2006 il gruppo italiano di investitori «Task Force Argentina» ha impugnato la conversione (*Abaclat and Others v. Argentina*), argomentando che essa contravveniva all'accordo bilaterale di protezione degli investimenti del 1990 tra l'Argentina e l'Italia (Bilateral Investment Treaty, BIT), che tutela gli investitori contro le discriminazioni e le espropriazioni. Oltre 180 000 possessori di prestiti hanno presentato un'azione collettiva presso il tribunale arbitrale ICSID (International Center for the Settlement of Investment Disputes). Nell'agosto del 2011 l'ICSID si è dichiarato disposto a esaminare il caso nel senso che riconosceva i prestiti argentini come investimenti e li sottoponeva quindi al BIT. La procedura è attualmente sospesa. Permane controversa anche la competenza dell'ICSID su queste questioni.

Nel 2010, mentre l'ICSID esaminava la competenza per l'azione collettiva italiana, l'Argentina propose agli «holdout» una nuova offerta di conversione, sebbene nel 2005 avesse escluso offerte e pagamenti a migliori condizioni. Circa 120 000 attori italiani hanno accettato questa seconda offerta. Rimangono pertanto circa 60 000 gli attori che fanno ulteriormente capo al BIT.

---

<sup>18</sup> Cfr. <http://www.ieo-imf.org/ieo/pages/CompletedEvaluation121.aspx>

Ribadiscono i propri diritti al pagamento senza sconto anche alcuni fondi hedge specializzati che dopo il default dell'Argentina si sono procurati prestiti a condizioni vantaggiose da possessori restii alla procedura. Il caso più noto è quello di Elliott Capital, che ha già tentato a più riprese di provocare il pagamento mediante il sequestro di valori patrimoniali argentini all'estero (ad es. un veliero scuola della marina argentina). Questi tentativi non hanno avuto successo, data l'immunità degli Stati che dispongono di simili patrimoni. Elliott Capital ha conseguito una prima vittoria nel novembre del 2012 presso una corte di New York. Fondandosi sulla clausola *pari passu*, il giudice ha vietato all'Argentina di pagare i prestiti convertiti finché Elliott Capital non fosse stata interamente pagata (valore nominale di 1,3 miliardi di USD, più gli interessi scoperti). La clausola *pari passu*, recata dalla maggior parte dei contratti pubblici di debito, è destinata a garantire la parità di trattamento tra creditori delle singole categorie. Il tribunale è giunto alla conclusione che la clausola *pari passu* comporta pagamenti proporzionali e che sia i nuovi creditori sia gli «holdout» devono essere pagati simultaneamente, indennizzando integralmente i secondi. L'Argentina si è opposta alla decisione, annunciando di non voler pagare gli «holdout», sebbene ciò comportasse la minaccia di un default del debito nel caso dei nuovi prestiti. In considerazione della prossimità di un default, il tribunale ha prorogato il termine fino al 15 dicembre 2012. La corte di appello di New York ha proceduto a una seconda udienza e il 1° marzo 2013 ha intimato all'Argentina di presentare entro quattro settimane un piano di pagamento dei vecchi e dei nuovi prestiti. Il 29 marzo l'Argentina ha offerto per i vecchi prestiti le medesime condizioni della conversione del debito del 2010. Questa proposta è stata respinta da Elliott Capital. Il caso rimane aperto e dovrebbe essere portato dinanzi alla Corte suprema degli USA. Una decisione corrispondente potrebbe avere ampie conseguenze sulla forma futura delle ristrutturazioni del debito degli Stati.

## Caso 2: Saint Kitts e Nevis

### **Antefatti**

Saint Kitts e Nevis era fortemente indebitata già prima della crisi finanziaria (188 % del PIL 2006). Dopo la perdita del trattamento di favore dell'UE per le banane e lo zucchero, il Paese si era affidato in misura crescente al turismo, che è calato tuttavia fortemente con la crisi finanziaria del 2008-2009. L'aumento dei prezzi internazionali dell'energia e dei generi alimentari ha provocato un deterioramento della bilancia dei pagamenti. Un uragano ha distrutto inoltre l'infrastruttura, soprattutto nel settore del turismo. L'appartenenza alla East Caribbean Currency Union (ECCU) ha limitato fortemente il margine di manovra di politica economica. Il calo delle entrate dello Stato di un ulteriore 13,5 per cento nel 2010 ha portato il deficit al 9,4 per cento del PIL, facendo lievitare il debito al 200 per cento circa del PIL. Il Governo ha chiesto il sostegno del FMI.

Con il FMI è stato concluso un programma triennale di riforme mediante un credito di circa 80 milioni di USD. Nel quadro di questo programma, Saint Kitts e Nevis si è incamminata non soltanto in direzione del risanamento delle finanze dello Stato e del rafforzamento della propria piazza finanziaria, ma anche in quella della ristrutturazione del proprio debito di Stato.

### **La ristrutturazione del debito**

La ristrutturazione del debito si è svolta in maniera relativamente rapida e senza intoppi. Nel giugno del 2011 Saint Kitts e Nevis ha reso nota ai creditori la propria volontà di avviare trattative di ristrutturazione. Dal totale dei debiti di 1,1 miliardi di USD sono stati eccettuati i Treasury Bills a breve termine, nonché i crediti multilaterali (detenuti nella misura dell'85 % dalla Caribbean Development Bank [CDB] e del 15 % da altre istituzioni finanziarie internazionali), ragione per la quale si sono dovuti ristrutturare prestiti per un valore complessivo di 750 milioni di USD. Si è operata una distinzione della ristrutturazione (1) tra debiti commerciali esterni (circa il 15,6 % dell'onere complessivo del debito dello Stato, di cui 135 milioni di USD da convertire), (2) debiti bilaterali detenuti da creditori ufficiali (circa il 2,7 %) e (3) debiti interni (circa il 54,6 %).

La *ristrutturazione dei debiti esterni detenuti da creditori privati* è stata avviata con un'offerta di conversione del Governo del 27 febbraio 2012. Fin dal 7 marzo 2012 un comitato di creditori ha manifestato con una quota determinante di prestiti la propria accettazione dell'offerta. Il 18 aprile 2012 la ristrutturazione si è conclusa con successo, con una partecipazione del 97 per cento dei creditori. Tutti i prestiti di Stato emessi internamente erano provvisti di CAC. Così, grazie alla soglia dell'85 per cento per attivare la clausola di azione collettiva, è stato possibile imporre la partecipazione al 3 per cento restante dei creditori. Per quanto riguarda l'offerta di conversione, i creditori potevano optare tra (1) un par bond in EC\$ di uguale valore nominale, con una durata di 45 anni e una cedola dell'1,5 per cento, ma un termine supplementare di 15 anni per il rimborso del capitale oppure (2) un discount bond in USD di un valore nominale inferiore del 50 per cento, con una durata di 20 anni e una cedola in calo progressivo (6 % nei primi 4 anni, poi 3 %), garantito in parte dalla CDB e con una provvigione «*clawback*».<sup>19</sup> Due terzi dei creditori (compresi gli «holdout») si sono decisi a favore della seconda variante.

La *ristrutturazione dei debiti bilaterali detenuti dai creditori ufficiali* è stata soprattutto negoziata con il Club di Parigi. Dopo sei serie di trattative, nel maggio del 2012 i crediti (compresi gli interessi arretrati) dei membri del Club di Parigi nei confronti di Saint Kitts e Nevis sono stati riconvertiti su una durata di 20 anni. È stato inoltre concesso un termine

---

<sup>19</sup> La provvigione «*clawback*» significa che i creditori possono esigere ulteriori par bond come indennizzo nell'ipotesi che Saint Kitts e Nevis non adempia i passi convenuti per la sesta verifica del programma del FMI.

supplementare di 7 anni per il rimborso del capitale e degli interessi ridotti. La maggior parte delle agevolazioni di debito proviene da singoli Paesi. La Gran Bretagna, ad esempio, ha deciso di condonare la totalità del debito, mentre gli USA hanno concesso una riduzione degli interessi. Queste misure corrispondono a un condono del debito del 60 per cento.

Dato che la maggior parte dei *debiti interni* (circa 600 milioni di USD) era detenuta da banche interne si trattava di contenere il più possibile le conseguenze di una ristrutturazione sul settore finanziario. È stato pertanto convenuto un «Debt-for-Land Swap» (debiti contro suolo) tra il Governo e le banche locali. In questo contesto è stato concesso suolo a una società di scopo avente la forma di società di gestione immobiliare. La società di scopo ha il compito di vendere suolo e di utilizzare i ricavi per pagare i creditori interni. In considerazione del grande numero di fondi la vendita di suolo potrebbe ancora durare alcuni anni. Non appena tutti i crediti saranno stati rimborsati i fondi restanti verranno restituiti allo Stato.

## Caso 3: Grecia

### **Antefatti**

Le difficoltà finanziarie della Grecia sono divenute enormi a partire dal 2010, costringendo il Paese a richiedere a più riprese l'aiuto dell'UE e del FMI. L'assenza di disciplina di bilancio ha provocato un accumulo di debiti non più sostenibile, unito a elevati deficit budgetari. L'economia greca ha inoltre patito di una mancanza di competitività che non poteva essere compensata con una svalutazione a causa della sua appartenenza alla zona euro. In contropartita dell'aiuto finanziario, la Grecia si è impegnata a effettuare tagli alle uscite e riforme strutturali. Il 21 luglio 2011, dopo un primo pacchetto di aiuti di 110 miliardi di EUR, le è stato concesso un secondo pacchetto di aiuti, che questa volta esigeva tuttavia la partecipazione dei creditori privati. Le banche che insieme ad altri creditori si sono riunite in una «Task Force for Greece» coordinata dall'Institute of International Finance (IIF) hanno approvato un condono del 21 per cento del debito sui loro crediti. Ma già al momento del vertice dell'UE del 26-27 ottobre 2011, dopo una serie di trattative e un inasprimento della situazione, i Paesi dell'UE hanno posto ai creditori privati la condizione di un maggiore condono del debito nella misura del 50 per cento per ottenere un nuovo pacchetto di aiuti di 130 miliardi di EUR. L'IIF e i capi di Stato e di Governo dell'UE hanno lanciato il processo di ristrutturazione del debito in margine al vertice.

### **La ristrutturazione del debito**

Il 17 novembre 2011 la «IIF Task Force for Greece» è stata convertita in un comitato formale di creditori privati. Esso comprendeva 32 creditori (prevalentemente istituti finanziari) che rappresentavano una parte importante dei crediti privati (30-40 %) nei confronti della Grecia. I 32 creditori hanno designato un comitato di direzione, formato da 13 creditori principali, con l'incarico di condurre negoziati formali con la Grecia dal novembre del 2011 al febbraio del 2012.

La BCE era divenuta il principale detentore di prestiti di Stato greci a motivo degli acquisti di prestiti effettuati nel quadro del Securities Market Programms (SMP). Un condono dei crediti della BCE nei confronti della Grecia sarebbe equivalso a un finanziamento illecito dei debiti di Stato. Per questa ragione il 17 febbraio 2012 le consistenze dei prestiti di Stato greci della BCE sono stati convertiti in nuovi prestiti di Stato greci equivalenti (senza modifica del valore nominale e della struttura). I nuovi prestiti di Stato sono stati esentati dalla conversione imminente.

Con una somma complessiva di 206 miliardi di EUR si è trattato della maggiore ristrutturazione di debiti di Stato detenuti da privati finora avvenuta nella storia. Il 91 per cento dei debiti sottostava alla legislazione greca, mentre il resto era stato emesso sotto diritto estero. I prestiti emessi in conformità della legislazione greca non contenevano CAC, ragione per cui non poteva essere forzata una piena accettazione dell'offerta di conversione. Essa offriva nondimeno forti incentivi di partecipazione e coadiuvava a impedire un default destabilizzante.

Il 21 febbraio 2012 la Grecia ha presentato un'offerta di conversione con un termine di decisione di due settimane. Essa avrebbe dovuto essere eseguita se fosse stata raggiunta una partecipazione del 90 per cento. Nel caso dell'avverarsi di questa ipotesi il FESF avrebbe inoltre assicurato un cofinanziamento di 30 miliardi di EUR. Urgeva una soluzione rapida poiché nel marzo del 2012 sarebbero giunti a scadenza prestiti per 15 miliardi di EUR. Per questo motivo i creditori hanno avuto poca libertà di scelta ed è stata presentata un'unica offerta. Era prevista una conversione dei vecchi prestiti in una combinazione di nuovi prestiti con le seguenti caratteristiche:

- prestiti FESF con una durata da uno a due anni e un valore nominale pari al



- 15 per cento di quello vecchio;
- prestiti di Stato con una durata fino a 30 anni e una cedola compresa tra il 2 e il 4,3 per cento, con un valore nominale pari al 31,5 per cento di quello vecchio;
- emissione secondo il diritto britannico, ragione per la quale i prestiti erano provvisti di CAC;
- titoli vincolati alla crescita economica, che rendono fino all'1 per cento del valore nominale non appena il PIL supera una determinata soglia.

La ristrutturazione ha comportato in media un condono del debito del 53,5 per cento (superiore al 50 % concordato nell'ottobre del 2011). Il condono effettivo è comunque diverso a seconda della durata. Esso dipende altresì dalle ipotesi di sconto. Secondo un calcolo usuale all'atto della conversione, i titolari di prestiti a breve termine hanno perso effettivamente l'80 per cento, mentre i titolari di prestiti a lungo termine non hanno praticamente subito riduzioni di valore.

È di particolare importanza l'introduzione retroattiva di CAC in tutti i prestiti di Stato greci, introduzione che ha costituito una condizione essenziale dell'offerta di conversione. Le CAC sono state elaborate sulla base delle CAC della zona euro, introdotte in epoca successiva (il 1° gennaio 2013). Per evitare che ciò equivallesse a un'espropriazione e venisse contestato dai creditori, il 23 febbraio 2012 la Grecia ha adottato una legge che vincola l'introduzione retroattiva delle clausole di azione collettiva a una maggioranza del 50 per cento di tutti i creditori e a una maggioranza di due terzi dei creditori votanti.

Con il 96,9 per cento la quota di approvazione del pacchetto di conversione è elevata. Ciò si spiega con il fatto che i nuovi prestiti sono stati sovraordinati *de facto* ai prestiti non convertiti, circostanza che ha reso attrattiva la partecipazione alla conversione. Anche i prestiti detenuti dagli «holdout» sono stati provvisti di CAC senza il loro assentimento. Sono così spariti per i creditori litigiosi i vantaggi derivanti da un'omissione delle CAC che avrebbe potuto superare gli inconvenienti di una subordinazione *de facto* dei loro crediti. Oltre ai suoi incentivi sufficienti a far accettare ai creditori l'offerta di conversione, potrebbe avere svolto un ruolo anche la pressione esercitata sulle banche e gli istituti finanziari dai Governi dei loro Paesi. Gli istituti finanziari che detenevano il maggior numero di prestiti greci si trovavano in Paesi della zona euro, creditori ufficiali della Grecia. Essi erano interessati a un'intesa rapida.

### **Ripercussioni**

La conversione ha aiutato la Grecia a ridurre notevolmente l'onere del proprio debito. Grazie a un condono di 106 miliardi di EUR (il 50 % circa del PIL) l'onere del debito ha potuto essere ridotto dal 165,3 per cento (fine 2011) al 132,5 per cento del PIL (marzo 2012). La Grecia ha inoltre ottenuto notevoli agevolazioni in ambito di interessi, pari a un valore di 30 miliardi di EUR. La ristrutturazione ha determinato un rapido miglioramento del credito della Grecia; fin dal 2 maggio 2012 Standard & Poor's ha infatti migliorato il rating di credito della Grecia da «Selective default» (SD) a «CCC».

Ciononostante la ristrutturazione del debito non è stata in grado di instaurare la sostenibilità del debito di Stato greco. Come condizione di una nuova tranche del pacchetto di aiuto finanziario la Grecia ha dovuto impegnarsi a eseguire con i creditori privati un programma volontario di riscatto dei prestiti. Esso concerne circa 63 miliardi di EUR di prestiti ulteriormente detenuti da creditori privati.

## **Allegato II: Clausole di azione collettiva (CAC)**

### **CAC della zona euro**

Fino allo scoppio della crisi nella zona euro solo pochi Paesi industrializzati, a parte la Gran Bretagna, applicavano le CAC ai prestiti di Stato. Ciò è prevalentemente riconducibile al fatto che la maggior parte dei Paesi europei emette i propri prestiti sotto la legislazione nazionale. Il 28 novembre 2010 i Paesi della zona euro decisero di introdurre CAC standardizzate nel quadro del Meccanismo europeo di stabilità (MES). Le clausole modello corrispondenti sono state elaborate da un sottogruppo del Comitato economico e finanziario europeo.

L'accordo MES, entrato in vigore l'8 ottobre 2012, esige a partire dal 1° gennaio 2013 l'introduzione di CAC su tutte le nuove emissioni di prestiti di Stato nella zona euro aventi una durata di oltre un anno. Le CAC della zona euro definiscono soglie di voto per forzare una conversione presso i titolari restanti di prestiti. In caso di modifica delle principali condizioni di prestito è necessario, all'atto della prima votazione, il 75 per cento dei titolari di prestiti presenti, mentre in caso di voto prorogato è necessaria la maggioranza dei due terzi del capitale scoperto complessivo dei prestiti. Nel caso di decisioni di minore importanza è necessaria, all'atto della prima votazione, la maggioranza del 50 per cento del capitale scoperto complessivo, mentre in caso di voto prorogato basta una soglia del 25 per cento.

La modifica simultanea delle condizioni di prestito di una o più serie di prestiti può essere forzata («*cross series modification*»). Per serie di prestiti si intende il raggruppamento di prestiti analoghi (medesime condizioni, con l'eccezione della data di emissione). Le modifiche necessitano di una maggioranza del 75 per cento del capitale raggruppato complessivo scoperto dei relativi prestiti, nonché una maggioranza dei due terzi del capitale complessivo scoperto di tutte le serie separate di prestiti. Nel contesto della «*cross series modification*» si offrono sovente più alternative ai titolari di prestiti affinché essi fruiscono della maggiore flessibilità possibile nella struttura effettiva della conversione.

Le CAC della zona euro prevedono anche clausole di accelerazione. Esse consentono a una maggioranza di titolari di prestiti di reclamare, in caso di default, il rimborso integrale degli interessi e del valore nominale. Al riguardo è necessaria una maggioranza del 25 per cento del capitale scoperto. Il rimborso accelerato può essere reso retroattivo con il consenso del 50 per cento del capitale scoperto.

Diversamente dalla proposta di CAC del G10 (cfr. qui sotto), le CAC della zona euro non prevedono nessuna possibilità di procedura giudiziaria in caso di sospensione temporanea. Non viene designato automaticamente un rappresentante dei creditori, mentre i detentori statali di prestiti o le banche centrali conservano il loro diritto di voto. Il motivo della minore restrittività della disposizione della zona euro va ricercato nel fatto che altrimenti le nuove CAC non potrebbero essere poste in sintonia con le giurisprudenze nazionali usuali.

Dal gennaio del 2013 i Paesi della zona euro emettono prestiti di Stato provvisti di CAC. Una prima valutazione delle ripercussioni delle CAC sui costi di rifinanziamento degli Stati sarà oggetto di un rapporto sull'implementazione dei nuovi standard CAC già preannunciato dal Comitato economico e finanziario europeo.

### **CAC del G-10**

Nel mese di giugno del 2002 il G10 ha istituito un gruppo di lavoro con l'incarico di elaborare un modello di clausole di azione collettiva che riducesse la problematica relativa agli «holdout». Occorreva d'altra parte valorizzare il dialogo, la trasparenza e l'imparzialità tra

debitori e creditori. Le proposte pubblicate nel quadro di un rapporto<sup>20</sup> nel mese di settembre 2012 possono essere riassunte nei seguenti punti:

- per ogni prestito viene designato un *rappresentante dei creditori* che agevola le trattative tra creditori e debitori. Il Paese debitore è tenuto a pubblicare con *maggior trasparenza* la propria situazione economica e di bilancio;
- per la *modifica di importanti disposizioni contrattuali*<sup>21</sup> si esige, come nella legislazione britannica, una maggioranza del 75 per cento dei creditori presenti alla seduta ordinaria. Affinché la seduta ordinaria possa avere luogo, i creditori partecipanti devono rappresentare almeno il 75 per cento del capitale complessivo. La soglia di maggioranza è inferiore se si tratta di una seduta posticipata (perché alla prima seduta mancava una rappresentanza del 75 per cento);
- nel caso di *disposizioni contrattuali di minore importanza* è proposta la maggioranza dei due terzi del capitale scoperto oppure dei partecipanti a una seduta;
- si prevede che i creditori con maggioranze corrispondenti alla modifica di importanti disposizioni contrattuali possano votare la *sospensione limitata nel tempo di procedure giudiziarie (standstill)*. Per questo tramite il Paese debitore fruisce di tempo per poter effettuare in maniera ordinata la ristrutturazione e la lotta contro la crisi;
- l'accelerazione dei pagamenti dopo un default necessita del consenso del 25 per cento dei creditori. Essa può essere *nuovamente abrogata* da una maggioranza dei due terzi del capitale scoperto;
- i prestiti in possesso statale o semistatale perdono il loro diritto di voto e non sono integrati nel calcolo del capitale scoperto (cosiddetto «*Disenfranchisement*»).

Il modello di clausole del G10 ha influenzato la struttura delle CAC di numerosi Paesi. Si osservano differenze in ambito di determinate norme di maggioranza o di rappresentanza dei creditori (trustee).

---

<sup>20</sup> Cfr. <http://www.bis.org/publ/gten08.htm#pgtop>.

<sup>21</sup> Nelle disposizioni contrattuali importanti rientrano di norma tutte le condizioni di pagamento.

### **Allegato III: Attività della Svizzera in relazione con il postulato**

La Svizzera rammenta, nella misura del possibile, ai principali organismi dell'architettura finanziaria internazionale la necessità di migliorare il quadro di ristrutturazione del debito degli Stati. Il nostro Paese aborda inoltre la questione nell'ambito di contatti bilaterali a livello ministeriale e a livello tecnico.

I principali organismi finanziari sono:

- *Fondo monetario internazionale (Organo di gestione ministeriale del FMI, Consiglio esecutivo)*
- *Financial Stability Board*
- *G20 Finance Track (Vertice dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali, incontri dei rappresentanti, gruppi di lavoro)*
- *Club di Parigi*

Il DFF, responsabile delle questioni di insolvenza degli Stati, ha partecipato negli anni 2012 e 2013 alle seguenti manifestazioni:

- *Sessione «A Debt Restructuring Mechanism for European Sovereigns – Do We Need a Legal Procedure?» Berlino, 13-14 gennaio 2012*
- *Roundtable on State Insolvency, Francoforte, 15-16 marzo 2012*
- *Meeting of G4 Deputies, Parigi, 2 aprile 2012*
- *Expert Group Meeting on Sovereign Debt Restructuring del FfDO/UNDESA e del CIGI, New York, 18 maggio 2012*
- *Incontro con delle ONG, Berna, 25 giugno 2012*
- *Meeting of G4 Experts, Zurigo, 2 luglio 2012*
- *Expert Group Meeting on Sovereign Debt Restructuring del FfDO/UNDESA e del CIGI, Londra, 19 settembre 2012*
- *Expert Meeting «New Developments in Sovereign Debt Restructuring» dell'IDB e del FfDO/UNDESA, Washington, 16 aprile 2013*