



Papers di
**DIRITTO
EUROPEO**

www.papersdidirittoeuropeo.eu
ISSN 2038-0461

2022, n. 2

DIRETTORE RESPONSABILE

Maria Caterina Baruffi (Ordinario di Diritto internazionale, Università di Bergamo).

COMITATO DI DIREZIONE

Francesco Bestagno (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; Consigliere giuridico presso la Rappresentanza permanente d'Italia all'UE); **Andrea Biondi** (Professor of European Law e Director of the Centre of European Law, King's College London); **Fausto Pocar** (Professore emerito, Università di Milano); **Lucia Serena Rossi** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna; Giudice della Corte di giustizia dell'Unione europea).

COMITATO SCIENTIFICO

Adelina Adinolfi (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Firenze); **Elisabetta Bani** (Ordinario di Diritto dell'economia, Università di Bergamo); **Matteo Borzaga** (Ordinario di Diritto del lavoro, Università di Trento); **Susanna Cafaro** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università del Salento); **Laura Calafà** (Ordinario di Diritto del lavoro, Università di Verona); **Javier Carrascosa González** (Catedrático de Derecho Internacional Privado, Universidad de Murcia); **Luigi Daniele** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Roma "Tor Vergata"); **Angela Di Stasi** (Ordinario di Diritto internazionale, Università di Salerno); **Davide Diverio** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Milano); **Franco Ferrari** (Professor of Law e Director of the Center for Transnational Litigation, Arbitration, and Commercial Law, New York University); **Costanza Honorati** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Milano-Bicocca); **Paola Mori** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università "Magna Graecia" di Catanzaro); **Matteo Ortino** (Associato di Diritto dell'economia, Università di Verona); **Carmela Panella** (Ordinario f.r. di Diritto internazionale, Università di Messina); **Lorenzo Schiano di Pepe** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Genova); **Alessandra Silveira** (Profesora Asociada e Directora do Centro de Estudos em Direito da União Europeia, Universidade do Minho); **Eleanor Spaventa** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università "Bocconi" di Milano); **Stefano Troiano** (Ordinario di Diritto privato, Università di Verona); **Michele Vellano** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Torino).
Segretario: **Caterina Fratea** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Verona).

COMITATO DEI REVISORI

Stefano Amadeo (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Trieste); **Bruno Barel** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Padova); **Silvia Borelli** (Associato di Diritto del lavoro, Università di Ferrara); **Laura Carpaneto** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Genova); **Marina Castellaneta** (Ordinario di Diritto internazionale, Università di Bari "Aldo Moro"); **Federico Casolari** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna); **Gianluca Contaldi** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Macerata); **Matteo De Poli** (Ordinario di Diritto dell'economia, Università di Padova); **Giacomo di Federico** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna); **Fabio Ferraro** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Napoli "Federico II"); **Daniele Gallo** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, LUISS Guido Carli); **Pietro Manzini** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, "Alma Mater Studiorum" Università di Bologna); **Silvia Marino** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università dell'Insubria); **Francesca Ragno** (Associato di Diritto internazionale, Università di Verona); **Carola Ricci** (Associato di Diritto internazionale, Università di Pavia); **Giulia Rossolillo** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Pavia); **Vincenzo Salvatore** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università dell'Insubria); **Andrea Santini** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano); **Cristina Schepisi** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Napoli "Parthenope"); **Martin Schmidt-Kessel** (Lehrstuhl für Deutsches und Europäisches Verbraucherrecht und Privatrecht sowie Rechtsvergleichung, Universität Bayreuth); **Chiara Enrica Tuo** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Genova).

COMITATO EDITORIALE

Diletta Danieli (Ricercatore t.d. di Diritto dell'Unione europea, Università di Verona); **Simone Marinai** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Pisa); **Teresa Maria Moschetta** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Roma Tre); **Rossana Palladino** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Salerno); **Cinzia Peraro** (Ricercatore t.d. di Diritto dell'Unione europea, Università di Bergamo); **Federica Persano** (Ricercatore di Diritto internazionale, Università di Bergamo); **Emanuela Pistoia** (Ordinario di Diritto dell'Unione europea, Università di Teramo); **Angela Maria Romito** (Associato di Diritto dell'Unione europea, Università di Bari "Aldo Moro"); **Sandra Winkler** (Associato di Diritto della famiglia, Università di Rijeka).

RESPONSABILE DI REDAZIONE

Isolde Quadranti (Documentalista, Centro di documentazione europea, Università di Verona).

I contributi sono sottoposti ad un procedimento di revisione tra pari a doppio cieco (*double-blind peer review*).

Non sono sottoposti a referaggio esclusivamente i contributi di professori emeriti, di professori ordinari in quiescenza e di giudici di giurisdizioni superiori e internazionali.

Fascicolo 2022, n. 2

INDICE

Ennio Triggiani <i>Editoriale. L'Unione europea nell'età della sua maturità</i>	1
Francesca Martines <i>La Conferenza sul futuro dell'Europa: prime valutazioni sugli strumenti di partecipazione, il processo deliberativo e il follow-up</i>	11
Federica Persano <i>Diritto d'asilo e sottrazione internazionale di minori nei casi di violenza domestica</i>	37
Diletta Danieli e Cinzia Peraro <i>L'applicazione del regolamento UE sui documenti pubblici e i suoi possibili sviluppi futuri</i>	57
Alessio Scaffidi <i>L'introduzione delle CACs single-limb nei titoli di Stato dell'eurozona: la tutela del bilancio a danno degli investitori?</i>	79
Approfondimenti del Master in Diritto ed Economia degli scambi internazionali (accreditato dalla Commissione europea come High-Quality Customs-Specific Study Programme)	
Cristina Faone <i>I criteri di daziabilità delle royalties tra soft law e principi giurisprudenziali</i>	109
Lilit Mora Simonyan <i>La Nuova Dogana: l'impatto di digitalizzazione e Paperless Customs</i>	129

L'introduzione delle CACs *single-limb* nei titoli di Stato dell'eurozona: la tutela del bilancio a danno degli investitori?

Alessio Scaffidi*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La ristrutturazione del debito sovrano, ovvero una *accepted international practice*. – 3. Le clausole di azione collettiva. – 4. La ristrutturazione del debito in assenza di CACs. – 5. La crisi del debito sovrano all'interno dell'eurozona. – 6. L'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità. – 7. Il Meccanismo europeo di stabilità e le clausole di azione collettiva. – 8. Un percorso di riforma tortuoso. – 9. La previsione delle clausole *single-limb* all'interno del riformato MES: dubbi e prospettive – 10. Cenni conclusivi.

1. Introduzione.

La crisi economico-finanziaria del 2008, unitamente alle politiche di austerità che in essa hanno trovato la propria scaturigine, hanno profondamente scosso tanto la tenuta dell'Unione europea, quanto la vita dei suoi cittadini. A distanza di oltre un decennio, apparentemente consapevoli dei gravi errori commessi in tale occasione¹, le istituzioni europee hanno deciso di rispondere alla nuova crisi deflagrata sulla scena globale² con provvedimenti tesi a perseguire valori europei, quali quelli della solidarietà e della resilienza, difficilmente (o comunque non sempre chiaramente) conciliabili con il pareggio di bilancio.

Il carattere espansivo del *Next Generation EU*, del *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) e del programma *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE) è, difatti, del tutto evidente; per contro, quello che appare molto meno lampante è la capacità delle suddette misure di rappresentare un duraturo e definitivo cambio di rotta nel quadro della politica economica e monetaria dell'Unione³. Un *vulnus*

* Dottore di ricerca in Diritto e istituzioni economico-sociali: profili normativi, organizzativi e storico-evolutivi, Università degli Studi di Napoli «Parthenope».

¹ Cfr., in particolare, COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Trarre insegnamento dal passato per evitare il rigore delle politiche di austerità nell'UE*, 2018, p. 10, reperibile [online](#): «Nelle crisi future, al posto di politiche di austerità restrittive, le istituzioni dell'UE dovrebbero invece attuare politiche che perseguano la cooperazione economica, la crescita e la solidarietà»; J.C. JUNCKER, *Statements for the 20th Anniversary of the Euro*, reperibile [online](#): «Non siamo stati sufficientemente solidali con la Grecia e con i greci durante la crisi del debito. [...] C'è stata dell'austerità avventata».

² I. e. la crisi economica innescata dal diffondersi della pandemia di Covid-19. Sul punto, *ex multis*, cfr. CONSOB, *La crisi da Covid-19. Dalla crisi sanitaria alla crisi economica*, 2020, reperibile [online](#).

³ Cfr., *ex multis*, T. TESCHE, *Pandemic Politics: The European Union in Times of the Coronavirus Emergency*, in *Journal of Common Market Studies*, 2022, pp. 480-496; J.E. FERNÁNDEZ, *A Critical Analysis on the European Union's Measures to Overcome the Economic Impact of the COVID-19 Pandemic*, in *European Papers*, 2020, pp. 1399-1423, reperibile [online](#).

questo che emerge chiaramente dall'esame di alcuni provvedimenti coevi rispetto a quelli finora citati, ma ad essi potenzialmente antitetici e, soprattutto, a differenza dei primi, di natura non temporanea.

In particolar modo, si intende far qui riferimento alla tanto discussa riforma del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità (TMES)⁴ e, nello specifico, all'incidenza che essa avrà sui titoli di Stato dell'eurozona. Invero, la recente revisione del TMES ha introdotto, tra le varie novità, rilevanti modifiche in tema di clausole d'azione collettiva e, dunque, in materia di *Private Sector Involvement* (PSI)⁵. Più nel dettaglio, il riformato art. 12 TMES prevede l'inserimento di clausole d'azione collettiva con approvazione a maggioranza unica (le cc.dd. CACs *single-limb*) nei titoli di Stato della zona euro di nuova emissione e con scadenza superiore ad un anno. Viene così sancito, all'interno dell'eurozona, il definitivo passaggio dalle CACs *double-limb* a quelle *single-limb*, ovvero dalle clausole «a doppia maggioranza» a quelle «a maggioranza singola».

A ben vedere, però, questa innovazione presta il fianco almeno a due rilevanti criticità: *in primis*, l'introduzione delle CACs *single-limb* sembra confermare che la ristrutturazione del debito, pur non essendo formalmente prevista dal TMES come condizione per l'ottenimento dell'assistenza finanziaria, è *de facto* un suo presupposto quasi automatico; *in secundis*, il superamento della doppia maggioranza (*rectius*, della votazione per serie di obbligazioni⁶) rischia di esporre a vuoti di tutela i creditori minoritari, solitamente riconducibili alla categoria degli investitori al dettaglio.

Muovendo allora da siffatto stato dell'arte, dopo una ricognizione della prassi europea ed internazionale in materia di clausole di azione collettiva, il contributo si prefigge l'obiettivo di identificare potenziali correttivi alla struttura delle CACs *single-limb*, al fine sia di realizzare un equilibrio tra tutela del bilancio e tutela degli investitori, sia di conformare gli strumenti permanenti di *governance* economica alla *ratio* solidaristica caratterizzante le misure pandemiche.

D'altronde, proprio la temporaneità dell'economia pandemica, così come lo scoppio del conflitto bellico tra Russia ed Ucraina⁷, obbligano l'Unione a prepararsi adeguatamente ad una purtroppo non improbabile nuova crisi dei debiti sovrani.

⁴ T/ESM 2012, il cui testo ufficiale è reperibile [online](#).

⁵ Cfr. IMF, *Factsheet - The IMF and the Private Sector*, 2001, p. 1: «The term “private sector involvement” is generally understood to refer to measures to “bail in” private creditors in the context of the resolution of a sovereign debt crisis. Measures may include rescheduling/reprofiling and restructuring. It is generally of a voluntary nature and the result of a collaborative approach between borrowers and lenders». Sul punto si veda anche D. SCHWARZER, S. COLLIGNON, *Private Sector Involvement in the Euro: The Power of Ideas*, London, 2003.

⁶ *Amplius, infra*.

⁷ Conflitto iniziato nel febbraio del 2014 e – dopo un periodo di stasi apparente – acuitosi nel febbraio 2022 a seguito dell'invasione russa di gran parte del territorio ucraino. Per una prima analisi degli effetti che la guerra avrà sulla struttura e sulla *governance* dell'economia europea cfr. *Informal meeting of the Heads of State or Government, Versailles Declaration*, 10 e 11 marzo 2022 (reperibile [online](#)), nella

2. La ristrutturazione del debito sovrano, ovvero una *accepted international practice*.

Le ragioni che spingono gli Stati ad indebitarsi sono numerose, dallo stimolo fiscale, al rilancio dell'economia nazionale, dalla copertura del *deficit* di bilancio, al rifinanziamento dei debiti⁸. Secondo l'opinione maggioritaria, due sono le principali forme di assunzione di debito da parte dei governi: i titoli di debito (ovvero i cc.dd. «titoli di Stato» o «obbligazioni sovrane») ed i prestiti; i primi si differenziano dai secondi per essere commerciabili, e dunque ontologicamente predisposti a circolare, mentre più rare e complesse sono le vicende che possono condurre alla mutazione soggettiva del lato attivo dei secondi. Anche in ragione di tale maggiore negoziabilità le obbligazioni sovrane rappresentano per gli Stati la forma più comune di debito. Esse, nello specifico, attribuiscono al loro possessore il diritto di riscuotere, ad una predeterminata scadenza⁹, il capitale nominale indicato sul titolo (in valuta locale o estera)¹⁰.

Nell'area euro i titoli di Stato sono tipicamente emessi dagli uffici nazionali di gestione del debito e scambiati attraverso un'asta pubblica sul mercato c.d. primario. A tali aste possono partecipare solo i *primary dealers*, ovvero intermediari finanziari in possesso di specifici requisiti patrimoniali e professionali¹¹. Gli operatori primari sono il collegamento cruciale tra il mercato primario e quello secondario e ricevono una compensazione per i loro servizi e per l'assunzione del rischio attraverso lo *spread* che applicano. Una volta sottoscritti sul mercato primario, difatti, gli strumenti finanziari già in circolazione vengono scambiati tra *primary dealers* e privati, così come direttamente tra privati, sul c.d. mercato secondario¹².

quale si afferma, tra l'altro, che «Russia's war of aggression constitutes a tectonic shift in European history». Non stupisce, dunque, che anche le riflessioni contenute nella sezione dedicata all'economia del report conclusivo della Conferenza sul futuro dell'Europa prendano le mosse dal contesto pandemico e bellico attuale, cfr. *Conference on the Future of Europe, Report on the final outcome*, maggio 2022, pp. 53 e ss., reperibile [online](#).

⁸ EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Single-limb collective action clauses. A short introduction*, 2019, p. 2, reperibile [online](#).

⁹ Si è soliti distinguere tra titoli: a breve termine con una scadenza intorno ai dodici mesi; a medio termine, con una scadenza dai due ai dieci anni; a lungo termine, con una scadenza superiore ai dieci anni. Sul punto cfr. L. REITER, *Instruments of Short- and Medium-Term Financing: On Financing and Capital*, München, 2019, p. 4 ss.

¹⁰ Solitamente il valore nominale del titolo è in una delle cc.dd. valute di riserva internazionale, ovvero dollaro USA, euro, franco svizzero, lira sterlina.

¹¹ Gli intermediari che intendono operare in qualità di *primary dealer* (solitamente si tratta di banche) devono possedere determinati requisiti patrimoniali, operativi e professionali e devono essere iscritti ad un apposito albo tenuto dalla autorità nazionali di gestione del mercato. Essi si impegnano a formulare in via continuativa, a prezzi competitivi ed entro un determinato *spread bid-ask* (differenza tra il prezzo *bid* e il prezzo *ask* praticato da un *dealer*: il prezzo *bid* è il prezzo al quale il *dealer* è disposto ad acquistare uno strumento finanziario; il prezzo *ask* è quello al quale il *dealer* è disposto a vendere uno strumento finanziario), offerte di acquisto e di vendita su un insieme di titoli di Stato. L'elenco degli operatori primari suddivisi per Stato è reperibile [online](#).

¹² Sul punto cfr. il sito <https://www.consob.it/web/investor-education/i-mercati-finanziari>.

Orbene, in circostanze normali e con l'aiuto di una prudente politica di gestione delle finanze pubbliche, uno Stato dovrebbe essere in grado di servire i propri debiti¹³. Non di rado, tuttavia, è possibile che per un'ampia serie di ragioni lo Stato non possa ripagare una parte o addirittura la totalità del debito, vedendosi così costretto, nella maggior parte dei casi, a «ristrutturare» la propria esposizione verso i creditori, cioè a scambiare le vecchie obbligazioni con delle nuove compatibili con la propria capacità di rimborso (perché, ad esempio, le nuove obbligazioni avranno un valore e/o una scadenza diversi e più favorevoli rispetto alle originarie)¹⁴.

È dunque una *accepted international practice*¹⁵ che gli Stati entrino in trattativa con i propri creditori per concordare i termini della ristrutturazione. Difatti, per entrambe le parti tale procedura, se svolta rapidamente, può costituire un vantaggio (o quanto meno un minor danno); in particolare, una ristrutturazione fluida e tempestiva può creare le condizioni necessarie affinché lo Stato superi la crisi e metta le proprie finanze su un percorso più sostenibile; allo stesso modo, anche i creditori hanno evidenti interessi a che le condizioni dello Stato non si deteriorino eccessivamente. Per contro, una ristrutturazione lenta e caotica comporta solitamente per lo Stato un danno di reputazione e la perdita di accesso ai mercati internazionali dei capitali¹⁶, mentre per i creditori la perdita parziale o totale dell'investimento iniziale.

A discapito, però, di tale apparente comunione di interessi, i creditori non agiscono quasi mai come una categoria unitaria; alcuni di essi, ad esempio, di sovente optano per non partecipare alla ristrutturazione, auspicando così di recuperare i propri crediti per intero (o comunque in misura maggiore). La *ratio* che giustifica tale comportamento risiede nel fatto che se lo Stato debitore riceve una riduzione del debito dalla maggioranza

¹³ È quanto suggerito dal Fondo monetario internazionale nell'opera *Revised Guidelines for Public Debt Management*, 2014, p. 4, reperibile [online](#).

¹⁴ Sul punto cfr. G. SALATINO, *The Restructuring of Sovereign Debt*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2020, pp. 343-402, p. 355: «The “restructuring mechanism” consists, in the end, in an exchange of old bonds with new bonds, which are within the sovereign’s ability to repay. The offer, however, is structured in a way as to render the old bonds less attractive and the new bonds more convenient. By way of example, while the old bonds are amended so as to include worse legal conditions, the new bonds may include better legal conditions and/or upfront payments for investors that accept the exchange (by way of example, Uruguay in 2003 amended the cross-default clause, the cross-acceleration clause and the waiver to immunity clause so that repayment of new bonds could not be challenged by the hold-out creditors)». Più in generale, cfr. S. PATERSON, A. KORNBERG, R. OLIVARES-CAMINAL, *Debt Restructuring*, Oxford, 2016.

¹⁵ Cfr. EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Single-limb collective action clauses. A short introduction*, cit., p. 3. Sul punto si veda anche T. STRICKLAND, *Sovereign Debt Restructuring: Recent Issues and Reforms*, in *Bulletin of the Reserve Bank of Australia*, December 2014, pp. 73-79, a p. 73: «[From 2004 to 2014], 14 countries have undertaken a total of 18 debt restructurings. These countries are Argentina (2005, 2010), Belize (2007, 2013), Cameroon (2005), Dominica (2004), Dominican Republic (2005), Ecuador (2009), Greece (2012), Grenada (2005), Côte d’Ivoire (2010, 2012), Jamaica (2010, 2013), Nicaragua (2008), Paraguay (2004), Seychelles (2010), and St Kitts and Nevis (2012)».

¹⁶ Essendo evidente che lo Stato non è più in grado di ripagare il proprio debito, è praticamente impossibile che si presentino investitori pronti ad acquistare nuovi titoli. È in questa evenienza che solitamente gli Stati fanno ricorso al Fondo monetario internazionale ed al Meccanismo europeo di stabilità.

dei creditori, le sue finanze possono – teoricamente – ripagare completamente i crediti di quanti hanno rifiutato di prender parte alla ristrutturazione (di solito minacciando contestualmente di adire le vie legali¹⁷). Mentre, quindi, è nell'interesse di tutti i creditori partecipare alla ristrutturazione del debito, dal punto di vista del singolo creditore il miglior risultato è che solo (tutti) gli altri creditori partecipino alla ristrutturazione.

È evidente, allora, che siffatti creditori, detti anche *holdout creditors*, possono causare i seguenti problemi: *i*) se presenti in ampio numero, essi possono bloccare la ristrutturazione o diminuirne il valore in modo significativo; *ii*) se ripagati per intero, possono creare incentivi per nuovi *holdout* nelle ristrutturazioni future; *iii*) se non vengono pagati, possono costituire una minaccia continua di controversie per il debitore sovrano.

Sulla base di tali elementi, studiosi ed esperti discutono quindi da tempo sui possibili modi di affrontare l'insolvenza degli Stati e, in particolare, sugli strumenti utili ad una ristrutturazione organizzata, fluida e rapida dei debiti sovrani. A tal scopo, diverse risultano essere le teorie prospettate; in passato molte ristrutturazioni – specialmente nei paesi dell'America latina¹⁸ – sono state realizzate attraverso «soluzioni basate sul mercato», ovvero lo stesso Stato prendeva autonomamente l'iniziativa di ridurre lo *stock* del proprio debito o riacquistandolo a prezzi scontati, o scambiando prestiti bancari con valuta locale da reinvestire in azioni nazionali (c.d. *debt-equity swap*¹⁹), o scambiando le obbligazioni preesistenti con i cc.dd. *exit bonds*, ovvero titoli con valore nominale o interessi più bassi²⁰.

Numerosi esperti, invece, sostengono la necessità di una *statutory solution* consistente nella creazione di un meccanismo internazionale permanente di

¹⁷ Invero, i creditori *holdout* possono tentare di recuperare i propri crediti intraprendendo un'azione legale presso i tribunali dello Stato il cui diritto regola le obbligazioni sovrane (è utile ricordare che i contratti obbligazionari possono essere regolati o dal diritto dello Stato emettente o da un ordinamento straniero, di solito quello degli Stati Uniti o del Regno Unito in quanto principali centri finanziari mondiali). Senza dimenticare, poi, il caso estremo dei cc.dd. *vulture funds* (o fondi avvoltoio) i quali utilizzano la minaccia del contenzioso quale vera e propria strategia di investimento. Essi, infatti, acquistano obbligazioni sovrane in difficoltà sul mercato secondario a prezzi scontati (ad esempio al 70 per cento del valore nominale), con l'obiettivo di intentare una causa per ottenerne il pieno valore nominale; sul punto cfr. D. SOOKUN, *Stop Vulture Fund Lawsuits: A Handbook*, London, 2010; M. MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, Milano, 2009, p. 136 ss. Molti Stati hanno poi adottato specifiche norme nazionali al fine di proteggere il proprio debito sovrano dai suddetti fondi, cfr. A. VITERBO, *Sovereign Debt Restructuring: The Role and Limits of Public International Law*, Milano, 2020, p. 22.

¹⁸ K. ROGOFF, J. ZETTELMEYER, *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001*, in *IMF Staff Papers*, 2002, pp. 470-507, a p. 476) affermano: «Market-based schemes enjoyed considerable popularity in the late 1980s and were tried in several countries (buybacks in Bolivia and Brazil, debt-equity swaps in Argentina, Brazil, Chile, and Mexico, and exit bonds in Mexico and Argentina)».

¹⁹ Cfr. S. CHATTERJI, P. HEDGES, *Loan Workouts and Debt for Equity Swaps*, New York, 2002; S. FRIEDRICH, *Debt-Equity-Swap*, München, 2010; J. BERGSMAN, W. EDISIS, *Debt-equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America*, Washington, 1989.

²⁰ Cfr. J.E. STIGLITZ, D. HETMANN, *Life After Debt: The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, New York, 2014; K.A. FROOT, *Buybacks, Exit Bonds and the Optimality of Debt and Liquidity Relief*, in *International Economic Review*, 1989, pp. 49-70.

ristrutturazione del debito²¹, con annessa predisposizione di «a kind of international bankruptcy procedure»²².

Infine, la dottrina maggioritaria propende per le cc.dd. «soluzioni basate sul contratto»²³. A parere dei sostenitori di tale tesi, lo strumento migliore per risolvere in maniera ordinata le ristrutturazioni non può che essere lo stesso contratto di acquisto del titolo sovrano, nel senso cioè che è compito delle parti contraenti includere nei contratti obbligazionari clausole che possano facilitare la ristrutturazione del debito. Tra le soluzioni di questo tipo figurano certamente le già citate clausole di azione collettiva, le quali consentono ad una maggioranza qualificata di investitori in obbligazioni sovrane di modificare i termini e le condizioni di pagamento in maniera giuridicamente vincolante per tutti i detentori dello stesso titolo.

La situazione attuale vede *de facto* una predominanza delle soluzioni basate sul contratto e non perché queste siano la migliore opzione possibile – esse, come si vedrà, mostrano svariate inefficienze – ma soltanto perché, almeno per il momento, appaiono come l'unica via percorribile. Infatti, se da un lato, in ragione dei loro scarsi risultati²⁴, le soluzioni basate sul mercato hanno perso negli anni la loro popolarità, dall'altro, nonostante le numerose proposte avanzate, nessun consenso è stato mai raggiunto dagli Stati sulla creazione di un meccanismo internazionale permanente di ristrutturazione del debito²⁵.

3. Le clausole di azione collettiva.

²¹ Cfr. A. VITERBO, *Sovereign Debt Restructuring*, cit., p. 22 ss.

²² G. SALATINO, *The Restructuring of Sovereign Debt*, cit., p. 344.

²³ Cfr. S. LANAU, *The contractual approach to sovereign debt restructuring*, in *Bank of England - Working Paper*, 2011, n. 409, p. 5 ss, reperibile [online](#).

²⁴ K. ROGOFF, J. ZETTELMEYER, *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001*, cit., p. 477, hanno evidenziato che le soluzioni basate sul mercato: 1) hanno beneficiato principalmente i creditori e non i debitori; 2) hanno aumentato le probabilità dei *holdout creditors* di ottenere un rimborso superiore rispetto agli altri creditori; 3) non hanno mai ottenuto una riduzione del debito su larga scala.

²⁵ Sul punto va inoltre ricordato che nel 2002 lo stesso Fondo Monetario Internazionale (FMI) aveva avanzato la proposta di un *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) la quale, tuttavia, non raccolse il necessario consenso tra gli Stati membri, cfr. A.O. KRUEGER, *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington, 2002, p. 4: «The objective of an SDRM is to facilitate the orderly, predictable, and rapid restructuring of unsustainable sovereign debt, while protecting asset values and creditors' rights. If appropriately designed and implemented, such a mechanism could help to reduce the costs of a restructuring for sovereign debtors and their creditors, and contribute to the efficiency of international capital markets more generally. Use of the mechanism would be for the debtor country to request; and not for the IMF or creditors to impose. If the debtor and creditors were able to agree a restructuring between themselves, they would of course be free to do so without having to invoke the mechanism. Indeed, the intention is that the existence of a predictable legal mechanism will in itself help debtors and creditors to reach agreement without the need for formal activation».

Come già anticipato, le CACs sono clausole inserite nei contratti obbligazionari che tipicamente permettono ad una «supermaggioranza» di investitori²⁶ di modificare i termini di pagamento essenziali – come l'ammontare del capitale dovuto, il tasso di interesse, le scadenze – dei titoli in loro possesso²⁷.

Le CACs possono avere caratteristiche differenti distinguendosi, tuttavia, principalmente in ragione delle procedure di voto necessarie per attivarle²⁸. Le clausole di azione collettiva «classiche», dette anche *bond-by-bond*, operano per serie di obbligazioni, ovvero le modifiche ai termini dei titoli interessano solo una serie specifica di valori mobiliari. Di conseguenza, una maggioranza qualificata di creditori, solitamente il 75 per cento del capitale in circolazione ricadente in quella specifica serie di obbligazioni, è autorizzata a vincolare alle nuove condizioni anche la minoranza dei creditori eventualmente contraria. È facile allora comprendere che, se lo Stato debitore intende ristrutturare più di una serie di obbligazioni, è necessario raggiungere la «supermaggioranza» dei creditori in ognuna di esse.

L'esperienza ha però dimostrato come questo tipo di CACs non assicuri una protezione completa contro le azioni dei creditori *holdout*, dato che quest'ultimi possono facilmente guadagnare una posizione di blocco nella serie oggetto di votazione, ostacolando così l'intero processo di ristrutturazione del debito.

Una seconda tipologia di *Collective Action Clauses* è quella delle CACs cosiddette *double-limb* per le quali occorre raggiungere una maggioranza qualificata sia a livello di serie singola, sia a livello complessivo di capitale da ristrutturare, cioè sul valore aggregato di tutte le serie soggette alla ristrutturazione²⁹. Solitamente le CACs *double-limb* richiedono nelle singole serie una maggioranza qualificata inferiore rispetto alle

²⁶ Al riguardo si veda J. DEY, *Collective Action Clauses Sovereign Bondholders Cornered*, in *Law and Business Review of the Americas*, 2009, pp. 485-530, a p. 502, il quale definisce una *supermajority* come «some percentage of creditors higher than a simple “greater-than fifty-percent” majority». Tali clausole, dunque, consistono in una deroga alla regola dell'unanimità del consenso la quale può ostacolare la ristrutturazione del debito e aprire la strada a comportamenti opportunistici dei creditori *hold-out*.

²⁷ In tema di CACs si vedano, *ex multis*, oltre ai testi già citati: F. PRENESTINI, *Principio di maggioranza e autonomia negoziale nell'assemblea degli obbligazionisti*, Roma, 2021; K. CHUNG, M.G. PAPAIOANNOU, *Do Enhanced Collective Action Clauses Affect Sovereign Borrowing Costs?*, in *IMF Working Paper*, 7 August 2020, reperibile [online](#); M.C. WEIDEMAIER, G.M. GULATI, *A People's History of Collective Action Clauses*, in *Virginia Journal of International Law*, 2014, pp. 1-95; R.B. AHDIEH, *Between Mandate and Market: Contract Transition in the Shadow of the International Order*, in *Emory Law Journal*, 2004, pp. 691-762.

²⁸ C. FANG, J. SCHUMACHER, C. TREBESCH, *Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and Effectiveness of CACs (paper presented at the 20th Jacques Polak Annual Research Conference IMF, November 7-8, 2019)*; A. GELPERN, B. HELLER, B. SETSER, *Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds*, in M. GUZMAN, J.A. OCAMPO, J.E. STIGLITZ (eds.), *Too Little, Too Late. The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, New York, 2016, pp. 109-143; Y. LI, *Sovereign bond disputes before investment treaty tribunals: Safeguarding the exercise of collective action clauses with a single-limb voting mechanism*, in C.J. TAMS, S.W. SCHILL, R. HOFMANN (eds.), *International Investment Law and the Global Financial Architecture*, Cheltenham, 2017, p. 137.

²⁹ Cfr. N. CARBONI, *Di cosa parliamo quando parliamo di riforma del MES*, in *Enciclopedia Treccani online – Atlante di geopolitica*, 7 dicembre 2020, reperibile [online](#).

CACs *bond-by-bond* – il 66 per cento (ovvero i 2/3) del capitale in circolazione rispetto al 75 per cento – per contro la seconda soglia, quella complessiva, varia dal 75 all’85 per cento del capitale da ristrutturare. Inoltre, qualora la maggioranza qualificata sia stata raggiunta in relazione al valore complessivo del capitale da ristrutturare e solo in alcune serie, la ristrutturazione interesserà esclusivamente quest’ultime, non potendo operare anche nelle serie che si sono opposte con successo³⁰. Le CACs *double-limb* ovviamente, rappresentano uno strumento più efficace di contrasto ai comportamenti opportunistici dei creditori *holdout*; nonostante ciò, il rischio dell’insorgere di una posizione di blocco in una o più serie particolari non può del tutto escludersi³¹.

Di più recente emersione è, invece, la terza categoria di CACs, ovvero quella delle cc.dd. clausole *single-limb*³². Le CACs *single-limb* richiedono un voto unico, in cui la maggioranza (solitamente pari al 75 per cento del capitale preso in considerazione) deve essere calcolata in aggregato su tutte le serie soggette a ristrutturazione; in altri termini, le CACs *single-limb* aboliscono il voto all’interno delle singole serie, permettendo così alla *supermajority* di vincolare tutti i creditori di minoranza, indipendentemente dalla propria serie di appartenenza.

Le CACs *single-limb* facilitano, quindi, nettamente la ristrutturazione del debito. Tuttavia, anche questo tipo di CACs presenta diverse criticità: invero, dal punto di vista dei creditori dello Stato, la tutela del proprio investimento è certamente inferiore in ragione della maggior facilità con la quale il debito può essere ristrutturato; dal punto di vista dei piccoli investitori, invece, è più probabile che i detentori di ampie quote obbligazionarie possano abusare della propria forza di voto, imponendo loro condizioni discriminatorie³³.

Una volta delineati gli elementi essenziali che caratterizzano le differenti CACs è ora opportuno analizzare come esse abbiano inciso su due delle più rilevanti

³⁰ Si tratta della c.d. *partial cross-series modification*, sulla quale cfr. S. GRUND, M. STENSTRÖM, *A framework for sovereign debt restructuring in the euro area*, in *Fordham Journal of International Law*, 2018, pp. 795-845; C. HOFMANN, *Sovereign-Debt Restructuring in Europe under the New Model Collective Action Clauses*, in *Texas International Law Journal*, 2014, pp. 385-443, a pp. 404-405.

³¹ Cfr. EUROPEAN SYSTEM OF CENTRAL BANKS, *ESCB Legal Conference 2016*, 6-7 October 2016, p. 92 ss., reperibile [online](#).

³² Cfr. IMF, *Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts*, September 2015, reperibile [online](#); CLIFFORD CHANCE, *New ICMA sovereign collective action and pari passu clauses*, in *Briefing note*, October 2014, reperibile [online](#). In questo senso va anche la riforma del MES, *amplius infra*.

³³ Una possibile soluzione a quest’ultimo problema potrebbe essere quello della verifica che i termini contrattuali siano *uniformally applicable*. Secondo l’IMF, *Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*, October 2014, p. 21, reperibile [online](#): «The “uniformly applicable” test is met if: (i) bondholders are offered the same new instrument or other consideration, or the identical menu of instruments or consideration; or (ii) the issuer proposes amendments to the terms and conditions of each series that would result in the amended instruments having identical provisions (other than provisions which are necessarily different, such as currency of payment)». Più in generale per un commento alle CACs *single-limb* cfr. J.P. BOHOSLAVSKY, M. GOLDMANN, *An Incremental Approach to Sovereign Debt Restructuring: Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law*, in *The Yale Journal of International Law Online*, 2016, n. 2, pp. 13- 43, a p. 35.

ristrutturazioni recenti del debito sovrano, quella conseguente al *default* argentino del 2001 e quella relativa al debito greco. All'esito di tale analisi, sarà dunque possibile comprendere come si sia giunti alla creazione del Meccanismo europeo di stabilità ed alla previsione delle CACs *single-limb* nella sua recente riforma.

4. La ristrutturazione del debito in assenza di CACs.

Nel 2001, a seguito del rifiuto del FMI di concedere un nuovo prestito, il governo argentino dichiarava *default*, il più grande della storia mondiale fino a quel momento³⁴. L'annunciata incapacità di ripagare il proprio debito dava dunque avvio a quello che gli studiosi hanno definito «the prototype of uncertain and chaotic restructuring»³⁵ e ciò non solo per i numeri concernenti la ristrutturazione (120 miliardi di dollari di debito complessivo, espresso in sei valute differenti, suddiviso in 152 tipologie di titoli, regolati dalla normativa di otto Stati, circa 500.000 creditori sparsi in tutto il mondo³⁶), ma anche per un approccio poco collaborativo³⁷ da parte dello Stato sudamericano nei confronti dei propri creditori.

L'Argentina difatti, anche in ragione dell'assenza all'epoca di consolidate soluzioni basate sul contratto (le CACs erano ancora molto poco diffuse), ha sempre cercato di uscire dalla crisi imponendo unilateralmente le proprie condizioni ai creditori – come dimostrato dalla moratoria temporanea del 2001³⁸ – riuscendoci poi sostanzialmente con

³⁴ A ben vedere la crisi argentina affonda le proprie radici negli anni '90 quando il paese sudamericano chiese più volte assistenza finanziaria al FMI, il quale concesse i prestiti subordinandoli all'attuazione di diverse misure di *austerity*. La predisposizione di tali misure, tuttavia, ebbero l'effetto contrario facendo scivolare il paese nella recessione e causando un aumento della disoccupazione, della pressione fiscale ed una rilevante riduzione della spesa pubblica. L'Argentina, quindi, si trovò a dover chiedere un nuovo prestito al FMI il quale però, come anticipato, in questa occasione decise di non intervenire. Cfr. J. BUTENSKY, *Tango or Sirtaki? The Argentine and Greek Dance with Sovereignty and a Multilateral Sovereign Debt Restructuring Framework*, in *Boston University International Law Journal*, 2017, pp. 157-194, a p. 165.

³⁵ G. SALATINO, *The Restructuring of Sovereign Debt*, cit., p. 345.

³⁶ Cfr. J. BUTENSKY, *Tango or Sirtaki?*, cit., p. 166; R. OLIVARES CAMINAL, *Rethinking Sovereign Debt Restructuring: Lessons from the Argentine Case*, London, 2007, p. 10 ss; THE ECONOMIST, *Argentina's debt restructuring: A victory by default?*, 3 March 2005, reperibile [online](#).

³⁷ Sul punto si veda G. SALATINO, *The Restructuring of Sovereign Debt*, cit., p. 346, secondo il quale: «Argentina did not follow a cooperative approach».

³⁸ Si tratta di una sospensione della scadenza delle obbligazioni governative approvata nel 2001 e poi prorogata di anno in anno fino al 2016. Più in generale sullo strumento della convenzione moratoria cfr. L.M. QUATTROCCHIO, *L'accordo di ristrutturazione dei debiti e la convenzione di moratoria: la disciplina, in Diritto ed economia dell'impresa*, 2016, n. 1, pp. 138-159; A. NIGRO, *Gli accordi di ristrutturazione con «intermediari finanziari» e le convenzioni di moratoria*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, n. 2, pp. 1-11. A riprova dell'atteggiamento «ostile» avuto dall'Argentina, si noti anche che nel 2005, contestualmente ad una prima proposta di scambio, lo Stato sudamericano approvava la c.d. «legge di blocco» (la *Ley* 10 febbraio 2005, n. 26.017) che proibiva al governo di riaprire in futuro il processo di scambio e di offrire un accordo migliore ai creditori *holdout*, legge poi *de facto* abrogata dalla citata proposta di scambio del 2010. Sul punto cfr. R. ZAMOUR, *NML v. Argentina and the Ratable Payment Interpretation of the Pari Passu Clause*, in *The Yale Journal of International Law Online*, 2013, pp. 55-66, a p. 57.

lo scambio di obbligazioni del 2010, accettato da più del 90 per cento della platea creditoria³⁹.

L'ampia partecipazione a tale scambio, tuttavia, non ha esentato l'Argentina dalle rivendicazioni dei diversi creditori *holdout* i quali, in assenza tanto di vere e proprie soluzioni contrattuali, quanto di un meccanismo internazionale permanente di ristrutturazione dei debiti sovrani, hanno scelto di adire differenti vie legali. In primo luogo, alcuni creditori hanno avanzato le proprie richieste presso le giurisdizioni nazionali le quali, però, sono giunte a statuizioni tra loro molto distanti. In particolare, va segnalato che tra i giudici nazionali non vi è stata parità di vedute sul tema dell'immunità sovrana dell'Argentina. Se oggi infatti, dopo un lungo dibattito, l'opinione maggioritaria fa rientrare l'emissione delle obbligazioni sovrane nella categoria degli *acta iure gestionis*⁴⁰ – e dunque, di conseguenza, quando gli Stati sovrani emettono obbligazioni non sono immuni dalla giurisdizione degli altri Stati – diversi sono i punti di vista sulla natura delle misure autoritative statali che abbiano un impatto sulle condizioni delle obbligazioni, prima fra tutte la moratoria.

Emblematica al riguardo è l'ordinanza del 2005 della Corte di cassazione italiana⁴¹ con la quale i provvedimenti di moratoria del debito adottati dall'Argentina sono stati

³⁹ U.S. DAS, M.G. PAPAIOANNOU, C. TREBESCH, *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts*, in *IMF Working Paper*, August 2012, p. 22 ss, reperibile [online](#).

⁴⁰ Cfr. R. QUADRI, *La giurisdizione sugli Stati stranieri*, Milano, 1941, p. 343: «La funzione dell'atto pubblico di emissione delle obbligazioni concerne solo il potere costituzionale della Pubblica Amministrazione di procedere al prestito stesso, in quanto solo in base alla legge la Pubblica Amministrazione risulta autorizzata ad emettere il prestito ed a determinate condizioni, mentre non si crea nessun "rapporto autoritativo", nè "esercizio del potere statale" tra lo Stato e i suoi creditori». Sul tema si veda anche W.P. NAGAN, J.L. ROOT, *The Emerging Restrictions on Sovereign Immunity: Peremptory Norms of International Law, the U.N. Charter, and the Application of Modern Communications Theory*, in *The North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, 2013, pp. 375-471, a p. 407; I. QUEIROLO, *Immunità degli Stati e crisi del debito sovrano*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area Euro*, Torino, 2013, p. 153; M.L. TUFANO, *L'immunità degli Stati: vecchi problemi e nuove prospettive*, in *Rivista di diritto internazionale privato e processuale*, 2008, pp. 681-688; B. CONFORTI, *Diritto internazionale*, Napoli, 2001, p. 279. Del pari, va poi segnalato che oggi l'art. 10 della convenzione delle Nazioni Unite, del 2 dicembre 2004, sulle immunità giurisdizionali degli Stati e dei loro beni (il cui testo, nelle lingue ufficiali, è reperibile alla [pagina dedicata](#) su *United Nations Treaty Collection*) esclude espressamente l'immunità con riferimento alle transazioni commerciali.

⁴¹ Cfr. Corte di cassazione (Sezioni Unite), [ordinanza del 27 maggio 2005, n. 11225](#), *Borri c. Repubblica argentina*. La Corte di cassazione ha fatto in particolare riferimento alla *Ley* del 6 gennaio 2002, n. 25.561, che ha dichiarato «l'emergenza pubblica in materia sociale, economica, finanziaria e cambiaria, in conformità a quanto disposto dall'art. 76 della Costituzione nazionale, delegando il Governo a procedere al riordinamento del sistema finanziario»; alla *Ley* n. 25.565, in pari data, che ha autorizzato il Ministro dell'economia a compiere ogni atto necessario al fine di «adeguare i servizi del debito pubblico alle possibilità di pagamento del Governo nazionale»; alla risoluzione del 25 aprile 2002, n. 73 che, al fine di «un ordinato processo di riprogrammazione di alcune obbligazioni e di rimborso del debito del Governo nazionale» ha disposto «il differimento, nella misura necessaria al funzionamento dello Stato nazionale, dei pagamenti dei servizi del debito pubblico del Governo nazionale fino al 31 dicembre 2002 ovvero sino a che si completi il rifinanziamento dello stesso, qualora ciò accada prima di questa data»; le leggi n. 25.725 e n. 25.820 del 2003 di proroga della delega al Governo, rispettivamente, fino al 31 dicembre 2003 ed al 31 dicembre 2004; alla legge n. 25.827 del 2003 con la quale il Parlamento ha ulteriormente disposto «il differimento dei pagamenti dei servizi del debito pubblico del Governo nazionale, contratto prima del 31

considerati atti distinti rispetto a quelli di emissione e di collocazione delle obbligazioni sul mercato internazionale, dunque espressione di sovranità e di conseguenza coperti dall'immunità. Di contrario avviso, invece, i giudici tedeschi i quali a più riprese hanno ritenuto che tali misure condividano la natura commerciale propria dell'emissione di obbligazioni⁴².

Ma con ogni probabilità la decisione più rilevante in tal senso proviene dagli Stati Uniti a conclusione del celebre caso *NML Capital c. Argentina*. Invero, con una sentenza del 2012 – poi confermata dalla Corte Suprema americana – la *Court of Appeals Second Circuit* ha riconosciuto, in base alla clausola *pari passu*⁴³, che i titoli dei creditori *holdout* dovessero esser pagati contemporaneamente alle obbligazioni ristrutturate e per la totalità del loro valore⁴⁴.

Contestualmente, un folto gruppo di obbligazionisti italiani (per lo più investitori al dettaglio), riuniti sotto la rappresentanza collettiva di alcune associazioni⁴⁵, ha tentato una

dicembre 2001 o in virtù di norme dettate prima di tale data, fino a che il Governo nazionale dichiara la conclusione del processo di ristrutturazione dello stesso».

⁴² Cfr. Landgericht Frankfurt am Main, 14. März 2003, 2-21 O 294/02; Bundesverfassungsgericht, [13. Februar 2003, 2 BvQ 3/03](#); OLG Frankfurt, 13. Juni 2006, 2006-8 U 107/03.

⁴³ Una clausola molto diffusa in ambito aziendale e che, invece, nel contesto dei debiti sovrani ha sempre suscitato perplessità; sul punto cfr. G.M. GULATI, K.N. KLEE, *Sovereign Piracy*, in *The Business Lawyer*, 2001, pp. 635-651, a p. 639: «The purpose of this clause, however, is to ensure that the borrower does not have, nor will it subsequently create, a class of creditors whose claims will rank senior in priority to the lending claims of the current creditors. In the corporate debt context, this means that no other lender will enjoy a priority in a liquidation distribution of the borrower's assets. In the sovereign debt context, where there is no liquidation, the *pari passu* clause works as a covenant by the borrower that it will not bestow a legally senior priority status on certain lenders. This protects against the temptation for the sovereign to enact laws affecting the legal ranking of creditors». Si veda anche S. CHODOS, *From the Pari Passu Discussion to the 'Illegality' of Making Payments: The case of Argentina*, in M. GUZMAN, J.A. OCAMPO, J.E. STIGLITZ (eds.), *Too Little, Too Late. The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, cit., pp. 77-83; G. AFFAKI, *Revisiting the Pari Passu Clause*, in R.M. LASTRA, L.C. BUCHHEIT (eds.), *Sovereign Debt Management*, Oxford, 2014, pp. 39-48, a p. 42.

⁴⁴ Cfr. United States District Court for the Southern District of New York, *NML Capital Ltd. v. Republic of Argentina*, No. 08-cv-6978 (S.D.N.Y. Dec. 7, 2011); United States Court of Appeals, Second Circuit, *NML Capital Ltd. v. Republic of Argentina*, 26 October 2012, 699 F.3d 246 (2d Cir. 2012); United States Supreme Court, *NML Capital Ltd. v. Republic of Argentina*, 16 June 2014, 573 U.S. 134 (2014). Appare opportuno sottolineare che la *NML Capital Ltd.* è un fondo controllato dalla *Elliott Management Corporation* che nel 2008 acquistò numerose obbligazioni argentine sul mercato secondario a prezzi molto convenienti e con l'obiettivo di resistere a qualsiasi proposta di ristrutturazione per ottenere il rimborso dell'intero importo delle obbligazioni (oltre, ovviamente, agli interessi maturati); può parlarsi quindi, a tutti gli effetti, di un *vulture funds*. Per una ricostruzione più dettagliata della vicenda e per alcuni commenti in merito cfr.: G. SALATINO, *The Restructuring of Sovereign Debt*, cit., p. 346; I. QUEIROLO, *Immunità degli Stati e crisi del debito sovrano*, cit., p. 164; R. ZAMOUR, *NML v. Argentina and the Ratable Payment Interpretation of the Pari Passu Clause*, cit., p. 73 ss. Per completezza non è superfluo ricordare che, in risposta alla summenzionata decisione della Corte Suprema americana, il 7 agosto 2014 l'Argentina ha depositato una *requête* contro gli Stati Uniti davanti alla Corte internazionale di giustizia. Il ricorso è stato successivamente oggetto di rinuncia all'esito della composizione extragiudiziale delle liti pendenti; cfr. S. CALDARELLI, *I vincoli al bilancio dello Stato e delle pubbliche amministrazioni. Sovranità, autonomia e giurisdizione*, Roma, 2020, p. 332 ss.

⁴⁵ Si fa qui riferimento alla *Task Force Argentina* (TFA) ed alla *North Atlantic Société d'Administration* (NASAM).

via alternativa a quella della giurisdizione nazionale avviando tre procedimenti⁴⁶ davanti all'ICSID⁴⁷. In particolare, la statuizione giunta al termine di uno dei procedimenti, il c.d. lodo *Abaclat*⁴⁸, rappresenta ancora oggi una decisione di particolare importanza, tanto da esser divenuta un precedente di grande rilievo nella storia sia dell'ICSID che, più in generale, della tutela degli investimenti internazionali.

In primo luogo, infatti, per la prima volta il Tribunale arbitrale ha enunciato l'ammissibilità di un'azione collettiva davanti all'ICSID⁴⁹, superando il silenzio sul tema da parte della relativa convenzione⁵⁰. In secondo luogo, sempre per la prima volta, il Tribunale ICSID ha dichiarato la propria competenza in caso di *default* di uno Stato per il mancato pagamento di un debito sovrano⁵¹, attraverso un'interpretazione estensiva del concetto di «investimento»⁵² previsto dal combinato disposto dell'art. 1 del *Bilateral Investment Treaty* (BIT) Italia-Argentina⁵³ e dell'art. 25 della convenzione ICSID.

⁴⁶ Si tratta dei procedimenti: ICSID Case no. ARB/07/5, *Abaclat and Others v. Argentina*; ICSID Case no. ARB/08/9, *Ambiente Ufficio S.p.a. and Others v. Argentina*, ICSID Case no. ARB/07/9, *Giovanni Alemanni and Others v. Argentina*. Per una compiuta ricostruzione della vicenda processuale si veda il sito www.italaw.com.

⁴⁷ ICSID (*International Centre for the Settlement of the Investment Disputes*) è una delle istituzioni del *World Bank Group* con funzioni di conciliatore o di arbitro nelle dispute relative ad investimenti fra Stati e investitori privati esteri in applicazione di trattati bilaterali (BIT) esistenti tra i paesi interessati. Sul funzionamento dell'ICSID si veda: E. SCISO, *Appunti di diritto internazionale dell'economia*, 4^a ed., Torino, 2021, p. 101 ss.; G.M. ALVAREZ, J. FOURET, R. GERBAY, *The ICSID Convention, Regulations and Rules: A Practical Commentary*, 2019; C. BALTAG (eds.), *ICSID Convention After 50 Years: Unsettled Issues*, Alphen aan den Rijn, 2017; J. PAULSSON, N. BLACKABY, L. REED, *Guide to ICSID Arbitration*, Alphen aan den Rijn, 2011; nonché il sito ufficiale: <https://icsid.worldbank.org/>.

⁴⁸ ICSID Case no. ARB/07/5, *Abaclat and Others v. Argentina*, cit., Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4 August 2011. Sulla base dei ragionamenti sviluppati in tale decisione anche i successivi due procedimenti vertenti sulla stessa questione sono stati accolti in punto di giurisdizione ed ammissibilità; cfr. ICSID Case no. ARB/08/9, *Ambiente Ufficio S.p.a. and Others v. Argentina*, cit., Decision on Jurisdiction and Admissibility, 3 February 2013; ICSID Case no. ARB/07/9, *Giovanni Alemanni and Others v. Argentina*, cit., Decision on Jurisdiction and Admissibility, 17 November 2014.

⁴⁹ Sul tema cfr. L. VANHONNAEKER, *Shareholders' Claims for Reflective Loss in International Investment Law*, Cambridge, 2020, pp. 319 ss.; J. PERMESLY, M. CRAVEN, *Where Are We Now? Investment Treaty Arbitration, Sovereign Debt, and Mass Claims in the Post-Abaclat Era*, in *Transnational Dispute Management*, 2018, n. 1, pp. 1-19, reperibile [online](#); G. ZARRA, *Parallel Proceedings in Investment Arbitration*, Torino, 2017, p. 86 ss.

⁵⁰ Si tratta della convenzione per la composizione delle controversie relative agli investimenti fra Stati e cittadini d'altri Stati, adottata a Washington il 18 marzo 1965 (il cui testo, nelle lingue ufficiali, è reperibile alla [pagina dedicata](#) su *United Nations Treaty Collection*).

⁵¹ In tal senso F. GRASELLI, *Accordo TFA – Repubblica Argentina: verso la conclusione della vicenda dei c.d. tango bonds?*, in *Rivista di Diritto Bancario*, giugno 2016, pp. 1-17, a p. 10, reperibile [online](#).

⁵² Difatti, il Tribunale arbitrale può giudicare solo qualora sussistano i requisiti previsti dall'art. 25 della convenzione ICSID, ovvero la controversia: a) ha per oggetto una questione di natura giuridica; b) concerne un investimento; c) l'investimento deve essere stato effettuato da un cittadino di uno Stato contraente in un altro Stato contraente; d) le parti devono avere preventivamente accettato la giurisdizione ICSID.

⁵³ Trattato Bilaterale Italia-Argentina sulla protezione degli investimenti, firmato il 22 maggio 1990 ed entrato in vigore il 14 ottobre 1993, il cui testo completo è reperibile [online](#). Più in generale sul tema dei BIT cfr.: J.W. SALACUSE, *The Law of Investment Treaties*, Oxford, 2015, p. 100 ss.; K.J. VANDEVELDE, *Bilateral Investment Treaties: History, Policy, and Interpretation*, Oxford, 2010; M. STEVENS, R. DOLZER, *Bilateral Investment Treaties*, Alphen aan den Rijn, 1995. Per una più dettagliata analisi del rapporto tra

Senza entrare nel dettaglio della statuizione⁵⁴, in tale sede è sufficiente evidenziare due particolari: il primo è che il collegio arbitrale ha deciso a maggioranza⁵⁵ che i titoli in possesso degli obbligazionisti italiani dovessero esser considerati a tutti gli effetti «investimenti», rilevanti tanto per il BIT che per la convenzione ICSID, dato che l'operazione finanziaria di cessione e collocamento dei *bonds*, prima sul mercato primario e successivamente su quello secondario, era da qualificarsi quale operazione unitaria⁵⁶; difatti, uno Stato non emetterebbe obbligazioni sovrane se non avesse la garanzia che esse siano poi collocate sul mercato secondario⁵⁷.

Il secondo elemento da evidenziare riguarda invece l'esito della controversia *Abaclat* – gli obbligazionisti italiani hanno ricevuto il pagamento di un importo pari al 150 per cento del valore nominale originario delle obbligazioni in *default*⁵⁸ – del tutto antitetico rispetto a quanto avvenuto davanti alla giurisdizione nazionale italiana; ciò a riprova del fatto che l'assenza di soluzioni basate sul contratto (o su di un meccanismo internazionale di risoluzione delle crisi sovrane) aumenta l'alea processuale, a discapito ovviamente della certezza del diritto⁵⁹ e della sicurezza degli investimenti.

5. La crisi del debito sovrano all'interno dell'eurozona.

BIT e le cc.dd. clausole *Investor-State Dispute Settlement* (ISDS) cfr.: S. PUGLIESE, *Il rischio nel diritto dell'Unione europea, tra principi di precauzione, proporzionalità e standardizzazione*, Bari, 2017, p. 100 ss.; A. ALGOSTINO, *ISDS (Investor-State Dispute Settlement), il cuore di tenebra della global economic governance e il costituzionalismo*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, n. 1, pp. 103-174.

⁵⁴ Per un'analisi approfondita della decisione sulla giurisdizione ed ammissibilità del caso *Abaclat* cfr.: S.K. PARK, T.R. SAMPLES, *Tribunalizing Sovereign Debt: Argentina's Experience with Investor-State Dispute Settlement*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2017, pp. 1033-1063, a p. 1049; F. GRASSELLI, *Accordo TFA – Repubblica Argentina: verso la conclusione della vicenda dei c.d. tango bonds?*, cit.; M. VALENTI, *La competenza ICSID nelle controversie relative al debito obbligazionario*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area Euro*, cit., p. 182 ss.

⁵⁵ In ragione della *dissenting opinion* dell'arbitro nominato dall'Argentina, il Prof. Abi-Saab. Il testo integrale della *dissenting opinion* è reperibile [online](#).

⁵⁶ Cfr. ICSID Case no. ARB/07/5, *Abaclat and Others v. Argentina*, cit., par. 359: «In other words, whatever the technical nuances between bonds and security entitlements may be, they are part of one and the same economic operation and they make only sense together».

⁵⁷ In tal senso M. VALENTI, *La competenza ICSID nelle controversie relative al debito obbligazionario*, cit., p. 185.

⁵⁸ Cfr. TFA, *Argentina: Tfa, arrivati i pagamenti per gli obbligazionisti italiani*, comunicato stampa del 1° luglio 2016, reperibile [online](#). È opportuno chiarire che la controversia si è conclusa sulla base dell'accordo transattivo raggiunto tra Task Force Argentina e Repubblica Argentina; cfr. ICSID Case no. ARB/07/5, *Abaclat and Others v. Argentina*, Consent award, 29 December 2016, par. ss.: «On 15 December 2016, the Tribunal unanimously decides, in accordance with Rule 43 of the ICSID Arbitration Rules, that the Settlement Agreement signed by TFA on behalf of the Claimants and the Argentine Republic, attached as Appendix A, be recorded verbatim as an enforceable Award on the agreed terms».

⁵⁹ Sul punto si veda E. SAVARESE, *Certezza del diritto e diritto internazionale. Coerenza e identità tra fonti e argomentazione*, Napoli, 2018, p. 259 ss.

Se il *default* argentino ha rappresentato un vero e proprio spartiacque nella storia mondiale degli investimenti, lo stesso deve dirsi per la ristrutturazione del debito greco, seppur in un contesto giuridico più circoscritto e specifico quale quello dell'eurozona⁶⁰.

Nel marzo del 2012, al culmine della crisi greca, gli Stati membri dell'eurozona ed il FMI accordavano alla Grecia un pacchetto di assistenza economica condizionato non solo all'attuazione di gravi misure di austerità, ma anche alla ristrutturazione del debito sovrano⁶¹. Dopo diversi mesi di confronto – a differenza di quanto avvenuto in occasione del *default* argentino – lo Stato ellenico annunciava di aver raggiunto un accordo con il «comitato dei creditori» sulla partecipazione del settore privato⁶². In base a tale accordo la Grecia offriva agli obbligazionisti del settore privato lo scambio dei vecchi titoli con un pacchetto di nuovi *bond*, equivalenti circa al 46,5 per cento del valore nominale dei titoli originari⁶³ (una svalutazione, dunque superiore alla metà del valore iniziale⁶⁴), con un coinvolgimento dei privati che, in ogni caso, sarebbe avvenuto su «base volontaria»⁶⁵.

⁶⁰ Cfr. A. SÁINZ DE VICUÑA, *Restructuring in a Monetary Union*, in R.M. LASTRA, L.C. BUCHHEIT (eds.), *Sovereign Debt Management*, pp. 177-193, a p. 178: «Historically, sovereign bond workouts have, in almost all cases, involved single states, not parties to a regional currency union. Unprecedented issues arose as a result of the decision of the Hellenic Republic, — a full member of the European Monetary Union (EMU) — to proceed, in the course of February and March 2012, with a restructuring of its outstanding sovereign bonds».

⁶¹ In quel momento storico il debito pubblico della Grecia ammontava a 356 miliardi di euro, di cui 205,5 miliardi di euro (circa il 57 per cento del totale) erano ammissibili allo scambio; ciò perché «T-bills, official sector loans, and ECB's holdings of Greek bonds were exempt from the swap», cfr. OECD, *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2013*, 2013, p. 144, reperibile [online](#).

⁶² Si trattava di uno *steering committee* presieduto dall'allora direttore generale dell'*Institute of International Finance* (IIF) Charles Dallara. Più in generale su tale punto si veda ESM, *The 2012 private sector involvement in Greece*, in *Discussion Paper Series*, June 2020, n. 11, p. 10 ss., reperibile [online](#).

⁶³ In particolare cfr. EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Single-limb collective action clauses. A short introduction*, cit., pp. 4-5: «Under this deal, Greece offered private-sector bondholders a swap for their bonds to a bundle that included: i) 15 % of the face value in the form of cash-equivalent European Financial Stability Facility (EFSF) notes maturing within 24 months; ii) 31.5 % of the face value in the form of new UK-law bonds with a maturity of up to 30 years; and iii) detachable GDP-linked securities (warrants), designed to give bondholders the potential right to receive an additional amount (up to 1 %) in the coupon on the new principal, under the condition that growth and nominal GDP would exceed a specified path as from 2015». Al riguardo si veda anche Cfr. J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M.G. GULATI, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, in *Economic Policy*, 2013, pp. 513-563, a p. 560.

⁶⁴ Mentre in termini di valore attuale netto (VAN), le perdite andavano dal 59 al 65 per cento, in termini nominali l'*haircut* ammontava al 53,5 per cento. Cfr. BANK OF GREECE, *The report on the recapitalization and restructuring of the Greek Banking Sector*, p. 12, reperibile [online](#).

⁶⁵ Come anche suggerito dalle conclusioni del vertice euro del 26 ottobre 2011; cfr. EUROSUMMIT, *Statement - Vertice euro*, 26 October 2011, par. 12, reperibile [online](#): «We invite Greece, private investors and all parties concerned to develop a voluntary bond exchange with a nominal discount of 50% on notional Greek debt held by private investors». I primi commentatori leggevano questa insistenza sulla volontarietà del coinvolgimento dei privati come un *escamotage* per evitare il pagamento dei *Credit Default Swap* (contratti aventi come oggetto dei titoli di debito emessi da enti privati o governativi, in cui il detentore di un credito si impegna a pagare una somma fissa periodica a favore della controparte che quindi si assume il rischio gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto) stipulati sul debito greco; cfr. ASSOCIAZIONE PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E BORSA, *Meccanismi di ristrutturazione dei debiti sovrani in Europa*, in *Osservatorio Monetario*, 2011, n. 3, p. 48 ss., reperibile [online](#); A. FRANCESCHI, *Il rollover del debito greco non farà scattare l'effetto domino sul mercato dei derivati. Ecco perché*, in *Il Sole 24 ore*, 6 luglio 2011. In realtà, con una determinazione del 9 marzo 2012, l'ISDA EMEA *Determinations Committee* ha statuito che la decisione della Grecia di ricorrere alle clausole

A ben vedere, tuttavia, lo scambio di obbligazioni, difficilmente poteva considerarsi «volontario» dato che, proprio al fine di ristrutturare più facilmente i debiti contratti con gli obbligazionisti privati, il Parlamento greco adottava, il 23 febbraio 2012, la legge 4050/2012, meglio conosciuta come *Greek Bondholder Act*⁶⁶. Tale legge modificava tutte le obbligazioni disciplinate dal diritto greco inserendo al loro interno, con effetti retroattivi⁶⁷, clausole di azione collettiva con peculiari *aggregation features*; esse, invero, consentivano ad una maggioranza qualificata pari al 66 per cento dei votanti, una volta raggiunto il *quorum* del 50 per cento di tutti gli obbligazionisti, di modificare i *bond* e vincolare anche i creditori *hold-out*⁶⁸.

L'offerta di scambio si chiudeva con successo l'8 marzo 2012. In totale, il tasso di partecipazione allo *swap* greco raggiungeva il 96,9 per cento del totale delle obbligazioni in circolazione ammissibili allo scambio, per un valore complessivo di 199 miliardi⁶⁹.

Il raggiungimento di questo «soddisfacente risultato»⁷⁰ è stato possibile grazie al fatto che – ancora una volta a differenza dell'Argentina – l'ampia maggioranza delle obbligazioni elleniche era disciplinata dal diritto nazionale. Non a caso, quindi, la restante parte delle obbligazioni – largamente minoritaria – emesse conformemente al diritto straniero, non è stata modificata; l'impossibilità di introdurre retroattivamente in tali titoli

di azione collettiva è stato un «evento di credito», facendo così scattare il pagamento dei *credit default swap*; cfr. il sito <https://www.isda.org/2012/03/09/isda-emea-determinations-committee-restructuring-credit-event-has-occurred-with-respect-to-the-hellenic-republic/>. Più in generale si veda: N. NAIFAR, *What Explains the Sovereign Credit Default Swap Spreads Changes in the GCC Region?*, in *Journal of Risk and Financial Management*, 2020, n. 10, pp. 1-22, reperibile [online](#), M. MEGLIANI, *Private Loans to Sovereign Borrowers*, in C. LUMINA, I. BANTEKAS (eds.), *Sovereign Debt and Human Rights*, Oxford, 2018, pp. 69-83; M. AUDIT, *Les Credit Default Swaps comme miroir des dérives de l'endettement public*, in H. GHERARI (sous la direction de), *Les dérèglements économiques internationaux: crise du droit ou droit des crises?*, Paris, 2014, pp. 81-94; J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M.G. GULATI, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, cit., p. 13; ALLEN & OVERY LLP, *Sovereign state restructurings and credit default swaps*, October 2011.

⁶⁶ Il testo del provvedimento normativo è reperibile [online](#).

⁶⁷ Sul punto si veda L.C. BUCHHEIT, G.M. GULATI, *Sovereign Debt Restructuring in Europe*, in *Global Policy*, 2018, Supplement 1, pp. 65-69; M.A. BOUDREAU, *Restructuring Sovereign Debt Under Local Law: Are Retrofit Collective Action Clauses Expropriatory?*, in *Harvard Business Law Review Online*, 2012, pp. 164-186.

⁶⁸ La peculiarità è ben esplicita da J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M.G. GULATI, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, cit., p. 11: «While the quorum requirement was lower than typical for the initial bondholder meeting under English-law bonds, this was arguably justified by the fact that the Greek sovereign allowed itself only «one shot» to solicit the consent of bondholder to the amendment of Greek-law bonds, whereas under the English-law bonds, failure to obtain a quorum in the first meeting would have led to a second meeting with a quorum requirement between just one third and one half». Più in generale cfr. F.C. VILLATA, *La ristrutturazione del debito greco del 2012: nuove prospettive per l'optio iuris*, in G. ADINOLFI, M. VELLANO (a cura di), *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area Euro*, cit., p. 111 ss.

⁶⁹J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M.G. GULATI, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, cit., p. 13.

⁷⁰ A chiusura dello *swap* il ministro delle finanze greco, Filippos Sachinidis, affermò: «We are extremely pleased with the results achieved in our PSI bond exchange», cfr. il sito <https://www.reuters.com/article/greece-debt-idINA8E8E900S20120425>.

le suddette CACs⁷¹ ha permesso infatti ai loro detentori di resistere più facilmente all'offerta di scambio, con un *holdout* complessivo finale pari a 6,4 miliardi di euro⁷².

Anche nella ristrutturazione del debito greco, dunque, si è manifestata una netta differenziazione (se non addirittura, *de facto*, una discriminazione) tra gli investitori, questa volta però in ragione dell'applicazione differenziata delle CACs, come già detto la «contract-based solutions» per antonomasia. A ciò deve poi aggiungersi che la maggior parte dei possessori dei *bond* ellenici provenivano da paesi europei con i quali la Grecia non aveva stipulato BIT, privando così di fatto gli investitori della possibilità di adire il Tribunale ICSID⁷³, ovvero quella che in passato si era rivelata essere una delle giurisdizioni a loro più favorevole.

6. L'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità.

Il 2 febbraio 2012, gli allora diciassette Stati dell'Eurozona hanno dato vita al Meccanismo europeo di stabilità (MES)⁷⁴. Istituito mediante un trattato intergovernativo⁷⁵ – dunque formalmente al di fuori del quadro giuridico dell'Unione europea – il MES è in realtà ontologicamente connesso all'art. 136 TFUE⁷⁶ e, più in

⁷¹ In realtà, come detto in precedenza, «the Greek legislation *could not* change the terms of the foreign-law bonds» (cfr. M. CHAMON, J. SCHUMACHER, C. TREBESCH, *Foreign-law bonds: can they reduce sovereign borrowing costs?*, in *ECB Working Paper Series*, June 2018, n. 2162, p. 4, reperibile [online](#)) poiché tali titoli, per l'appunto, erano sottoposti alle regole (principalmente) del diritto britannico, svizzero e giapponese; sul punto cfr. anche T. STRICKLAND, *Sovereign Debt Restructuring*, cit., p. 75. La mancata modifica dei titoli lasciava dunque in vita, nella maggior parte dei casi, le c.d. CACs *bond-by-bond*, con una maggiore capacità di resistenza alla ristrutturazione. Si veda anche G. SALATINO, *The Restructuring of Sovereign Debt*, cit., p. 350.

⁷² J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M.G. GULATI, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, cit., p. 13.

⁷³ Accedendo al seguente sito è possibile verificare tutti i BIT stipulati dalla Grecia ed attualmente ancora in vigore: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/countries/81/greece>. Parimenti va segnalata Corte di giustizia (Grande Sezione), sentenza del 6 marzo 2018, [causa C-284/16, Repubblica Slovacca c. Achmea BV](#), EU:C:2018:158, cui ha fatto seguito il recente accordo sull'estinzione dei trattati bilaterali di investimento tra Stati membri dell'Unione europea, stipulato il 5 maggio 2020, con il quale i paesi dell'UE hanno stabilito l'estinzione della quasi totalità dei Trattati Bilaterali di Investimento intra-UE. Per un primo commento sull'accordo cfr. A. LANG, *L'Accordo sull'estinzione dei trattati bilaterali di investimento tra Stati membri dell'Unione europea*, in *Eurojus.it*, 13 giugno 2020, reperibile [online](#).

⁷⁴ L'adesione al MES è regolata dall'art. 2 TMES. La Lettonia e la Lituania hanno aderito al MES rispettivamente il 1° gennaio 2014 ed il 1° gennaio 2015.

⁷⁵ Sui motivi di una simile scelta appaiono illuminanti le parole di G. LO SCHIAVO, *The ESM Treaty: a new form of intergovernmental differentiated integration to the benefit of the EMU?*, in AA.VV., *Evolving Europe: Voices of the Future*, Loughborough, 2013, p. 47: «One of the reasons the ESMT was concluded as an international agreement is that the EU budget does not have sufficient funds to provide the required financial assistance to create a strong system of assistance, and thus the Heads of Government and State decided to conclude an international agreement acting in their power as international Treaty law makers. In addition, Member States employed an international instrument because they were not capable of adopting an ESM-type instrument, under the Treaty rules and the budgetary constraints».

⁷⁶ Si fa qui riferimento alla versione emendata dell'art. 136 TFUE la quale, al neo introdotto par. 3, recita: «Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi

generale, al tema dell'assistenza finanziaria tra gli Stati membri quale manifestazione della solidarietà europea⁷⁷.

Al pari dei due meccanismi finanziari transitori, da esso prima affiancati e poi sostituiti⁷⁸, il MES mira a preservare la stabilità finanziaria dell'UE muovendo dal presupposto che le difficoltà economiche di uno Stato membro possono riverberarsi sulla stabilità macrofinanziaria dell'intera Unione. Invero, come è stato evidenziato, «il solo fatto che esista questa istituzione è un fattore che tranquillizza i mercati e rende meno probabile il ripetersi di situazioni di crisi»⁷⁹. Questo «effetto calmiera» è dovuto principalmente all'ingente «potenza di fuoco» del MES, ammontante a circa 500 miliardi di euro⁸⁰ e pari ad un multiplo del capitale effettivamente versato dagli Stati. Il MES, inoltre, ha la possibilità di raccogliere liquidità sui mercati internazionali attraverso l'emissione di obbligazioni a tassi molto convenienti e con scadenze fino a 45 anni⁸¹; una posizione di forza che viene a consolidarsi grazie allo *status* di creditore privilegiato di cui gode l'Istituzione, seconda solo al Fondo Monetario Internazionale⁸².

L'accesso all'assistenza finanziaria del MES avviene esclusivamente su istanza dello Stato interessato il quale, nel formulare la richiesta, indica lo strumento (o, eventualmente, gli strumenti⁸³) di cui vorrebbe beneficiare. Una volta pervenuta la

assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità». Cfr. [decisione 2011/199/UE](#) del Consiglio europeo, del 25 marzo 2011, che modifica l'articolo 136 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea relativamente a un meccanismo di stabilità per gli Stati membri la cui moneta è l'euro. Sul punto vedi anche M.L. TUFANO, *Art. 136 TFUE*, in A. TIZZANO (a cura di), *Trattati dell'Unione europea*, Milano, 2014, p. 1384 ss.

⁷⁷ È sufficiente qui evidenziare che questo legame con la solidarietà è esplicitamente riconosciuto dallo stesso TMES, cfr. par. 5 del preambolo: «This Treaty and the TSCG are complementary in fostering fiscal responsibility and solidarity within the economic and monetary union». Sul tema si veda F. CROCI, in *Solidarietà tra Stati membri dell'Unione europea e governance economica europea*, Torino, 2020, p. 188 ss.; A. SCAFFIDI, *Il Meccanismo europeo di stabilità e la solidarietà negata*, in M. DEL CHICCA (ed.), *New Awareness of Solidarity in European Union Law and Beyond*, Pisa, 2020, pp. 48-76.

⁷⁸ Si fa qui riferimento al Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) ed al Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF), istituiti nel maggio del 2010 ed operativi fino al 30 giugno 2013. Per maggiori dettagli cfr.: EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Financial assistance to EU Member States*, 2022, reperibile [online](#).

⁷⁹ G. GALLI, *Il Meccanismo europeo di stabilità: funzionamento e prospettive*, audizione presso le Commissioni riunite V e XIV della Camera dei Deputati, 6 novembre 2019, p. 1, reperibile [online](#).

⁸⁰ Con cadenza quinquennale il capitale autorizzato è riesaminato per vagliare l'eventuale necessità di adeguamenti, cfr. art. 10 TMES.

⁸¹ Cfr. art. 3 TMES. Gli strumenti di debito a lungo termine emessi dal MES sono valutati AAA da Standard & Poor's e Fitch, e Aa1 da Moody's. Il rating dei titoli a breve termine è invece A-1+ per Standard & Poor's, F1+ per Fitch e P-1 per Moody's; cfr. il sito <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-european-stability-mechanism-at-aaa-stable-outlook-16-07-2021>.

⁸² Cfr. par. 13 del preambolo TMES. Sul punto si veda T. CORDELLA, A. POWELL, *Preferred and Non-Preferred Creditors*, in *World Bank Policy Research Working Papers*, 2019, n. 8941, reperibile [online](#); S. SCHADLER, *The IMF's Preferred Creditor Status: Does it still Make Sense after the Euro Crisis?*, in *Centre for International Governance Innovation - Policy Brief*, 2014, n. 37, reperibile [online](#); M. MEGLIANI, *Verso una nuova architettura finanziaria europea: un percorso accidentato*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2013, pp. 67-107, a p. 76.

⁸³ Il catalogo degli strumenti di assistenza finanziaria a disposizione del MES è molto variegato. In particolare il Fondo può: 1) fornire assistenza finanziaria precauzionale ad uno Stato membro sotto forma

richiesta, il Consiglio dei governatori del MES⁸⁴ incarica la Commissione europea, di concerto con la BCE, di vagliare: 1) l'esistenza di un rischio per la stabilità finanziaria della zona euro; 2) la sostenibilità del debito pubblico del paese che ha formulato la richiesta; 3) le esigenze economiche del richiedente⁸⁵.

All'esito delle suddette valutazioni, se la richiesta è accolta, il Consiglio dei governatori affida alla Commissione europea il compito di negoziare con lo Stato interessato un «protocollo d'intesa» (*memorandum of understanding*, MoU) che precisi le condizioni alle quali è sottoposta l'assistenza finanziaria concessa. Difatti, tutte le forme di sostegno garantite dal MES, come esplicitamente richiesto dall'emendato art. 136 TFUE, sono soggette a «rigorosa condizionalità»⁸⁶ e ciò al fine di rendere compatibile con la *no bail-out clause*, sancita dall'art. 125 TFUE⁸⁷, l'assistenza finanziaria offerta.

di linea di credito condizionale precauzionale (*Precautionary Conditioned Credit Line*, PCCL) o sotto forma di linea di credito soggetto a condizioni rafforzate (*Enhanced Conditions Credit Line*, ECCL) (art. 14 TMES); 2) concedere assistenza finanziaria ricorrendo a prestiti, con l'obiettivo specifico di sottoscrivere titoli rappresentativi del capitale di istituzioni finanziarie del paese richiedente (art. 15 TMES); 3) concedere assistenza finanziaria ad uno Stato membro ricorrendo a prestiti non connessi ad uno specifico obiettivo (art. 16 TMES); 4) acquistare titoli di debito degli Stati membri in sede di emissione (art. 17 TMES) e sul mercato secondario (art. 18 TMES).

⁸⁴ Sulla falsariga delle organizzazioni di Bretton Woods, la *governance* del MES si fonda su un sistema tripartito. L'organo al quale spettano le decisioni principali è il Consiglio dei governatori (*Board of governors*), composto dai ministri delle finanze degli Stati membri e diretto dal presidente dell'eurogruppo. Il Trattato prevede poi il Consiglio di amministrazione (*Board of directors*) al quale, direttamente o su delega del Consiglio dei governatori, vengono attribuiti poteri decisionali; quest'organo è composto da diciannove funzionari, nominati direttamente dai governatori tra persone di elevata competenza in ambito economico-finanziario. Il vertice amministrativo del MES, infine, è affidato al Direttore generale (*Managing director*) il quale ricopre tale carica per cinque anni ed è nominato dal *Board of governors*. Il Direttore partecipa alle riunioni del Consiglio dei governatori, presiede quelle del Consiglio di amministrazione ed è il rappresentante legale del MES.

⁸⁵ Cfr. art. 13 TMES. La verifica della sussistenza di tali elementi è finalizzata a garantire «la natura precipuamente correttiva» dell'azione del MES cioè finalizzata a gestire quelle situazioni di crisi finanziaria che potrebbero perpetrarsi e diffondersi nonostante le eventuali azioni preventive e di contenimento intraprese dallo Stato in difficoltà. Cfr. N. RUCCIA, *Il Meccanismo europeo di stabilità ai tempi del coronavirus: la medicina cura la malattia?*, in SOCIETÀ ITALIANA PER LA ORGANIZZAZIONE INTERNAZIONALE, *Osservatorio sulle attività delle organizzazioni internazionali e sovranazionali, universali e regionali, sui temi di interesse della politica estera italiana - Working Paper*, 2020, n. 1, pp. 66-73, reperibile [online](#).

⁸⁶ Cfr. art. 136, par. 3 TFUE.

⁸⁷ Per un'analisi generale della *no bail-out clause* si rinvia, *ex multis*, a M.L. TUFANO, *Il principio del no bail-out nel diritto comunitario*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, 2002, pp. 505-517. Sul rapporto tra la *no bail-out clause* ed il MES cfr. Corte di giustizia, sentenza del 27 novembre 2012, [causa C-370/12, Thomas Pringle c. Government of Ireland e altri](#), EU:C:2012:756, punto 138 ss.: «Per quanto riguarda il Trattato MES, va constatato, in primo luogo, che i dispositivi di sostegno alla stabilità cui può ricorrere il MES in forza degli articoli 14-18 di tale Trattato fanno emergere che il MES non si farà garante dei debiti dello Stato membro beneficiario. Quest'ultimo resterà responsabile, nei confronti dei propri creditori, dei propri impegni finanziari. Infatti, la concessione di un'assistenza finanziaria ad un membro del MES, sotto forma di linea di credito, conformemente all'articolo 14 del Trattato istitutivo MES, o sotto forma di prestiti, conformemente agli articoli 15 e 16 dello stesso Trattato, non comporta affatto che il MES si farà carico del debito dello Stato membro beneficiario. Al contrario, siffatta assistenza conduce a creare per quest'ultimo, il quale resta, per quanto riguarda i debiti esistenti, responsabile dei propri impegni nei confronti dei suoi creditori, un nuovo debito nei confronti del MES. Va rilevato a tal fine che, conformemente all'articolo 13, paragrafo 6, del Trattato istitutivo MES, qualsiasi assistenza finanziaria

È opportuno evidenziare, tuttavia, come questo rigore si sia solitamente sostanziato, nella prassi, in pretese molto gravose (e poco solidali) per i paesi richiedenti assistenza. Agli Stati in difficoltà, invero, è stato imposto⁸⁸ di operare un consolidamento fiscale (con tagli alla spesa pubblica per ridurre i costi e migliorarne l'efficienza, aumentando parallelamente le entrate attraverso privatizzazioni o riforme fiscali), di dare avvio a riforme strutturali (comportanti *in primis* una ristrutturazione del debito), nonché a riforme del settore finanziario (con misure destinate a rafforzare la vigilanza bancaria o, se necessario, a ricapitalizzare le banche) o finanche di attivare contemporaneamente tutte le predette misure⁸⁹.

7. Il Meccanismo europeo di stabilità e le clausole di azione collettiva.

Il Trattato istitutivo del MES contiene al proprio interno riferimenti espliciti tanto al coinvolgimento del settore privato, quanto alle *Collective Action Clauses*. Più nel dettaglio, nella sua prima versione del luglio 2011⁹⁰, il Trattato prevedeva, *ex art.* 12, par.

concessa sul fondamento degli articoli 14-16 di quest'ultimo deve essere rimborsata al MES dallo Stato membro beneficiario e che, conformemente all'articolo 20, paragrafo 1, di detto trattato, l'importo da rimborsare è maggiorato con un margine adeguato. [...] Occorre rammentare come l'articolo 25, paragrafo 2, del Trattato MES preveda che, se uno Stato membro, membro del MES, non procede al pagamento da esso dovuto, una richiesta di capitale incrementato è indirizzata a tutti gli altri membri. Tuttavia, in forza della disposizione medesima, lo Stato membro inadempiente del MES resta tenuto a versare la propria parte di capitale. Pertanto, gli altri membri del MES non si fanno garanti del debito dal membro inadempiente. Quindi, un meccanismo come il MES e gli Stati membri che vi partecipano non rispondono degli impegni di uno Stato membro beneficiario di un sostegno alla stabilità e non si fanno neanche carico di tali impegni ai sensi dell'articolo 125 TFUE. Ne consegue che l'articolo 125 TFUE non osta alla conclusione tra gli Stati membri la cui moneta è l'euro di un accordo come il Trattato istitutivo MES né alla sua ratifica da parte di questi ultimi». Sul punto cfr. anche F. MUNARI, *Da Pringle a Gauweiler: i tormentati anni dell'unione monetaria e i loro effetti sull'ordinamento giuridico europeo*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, fasc. 4, 2015, pp. 733-737; P. MENGOZZI, *Il Trattato sul Meccanismo di Stabilità (MES) e la pronuncia della Corte di giustizia nel caso Pringle*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2013, pp. 129-152.

⁸⁸ Cfr. B. BRANCATI, *I confini sfumati del diritto e le loro ripercussioni sull'attività delle corti. Il caso delle misure anticrisi*, in *Osservatorio sulle fonti*, 2018, n. 1, p. 7, reperibile [online](#): «Lo Stato membro interessato dovrebbe essere libero di accettare o meno le condizionalità del *Memorandum* e l'assistenza finanziaria. Inutile dire, però, che le decisioni dello Stato interessato saranno, di fatto, fortemente condizionate dai rapporti di forza creati nell'ambito della negoziazione».

⁸⁹ Il MES ha nel tempo offerto assistenza ai seguenti Stati: 1) Cipro: programma di aggiustamento macroeconomico per un totale di 6,3 miliardi di euro; 2) Grecia: programma di aggiustamento macroeconomico per un totale di 61,9 miliardi di euro; 3) Spagna: programma per la ricapitalizzazione del proprio settore bancario per un totale di 41,3 miliardi di euro. Ad essi vanno poi aggiunti gli Stati aiutati dal FESF: 1) Irlanda: programma di aggiustamento macroeconomico per un totale di 17,7 miliardi di euro; 2) Portogallo: programma di aggiustamento macroeconomico per un totale di 26 miliardi di euro; 3) Grecia: secondo programma di aggiustamento macroeconomico per un totale di 141,8 miliardi di euro. Le condizioni imposte a ciascuno dei summenzionati Stati possono essere vagliate sul sito ufficiale del MES: <https://www.esm.europa.eu/assistance/programme-database/conditionality>. Attualmente non ci sono programmi di assistenza finanziari attivi; l'ultimo, il terzo programma di assistenza per la Grecia, si è concluso nell'agosto 2018.

⁹⁰ Una prima versione del TMES è stata firmata a Bruxelles l'11 luglio 2011 (il testo, in inglese, della prima versione del trattato è reperibile [online](#)); questa versione, tuttavia, non è mai entrata in vigore, ma è servita come punto di partenza per un secondo trattato, quello firmato a Bruxelles il 2 febbraio 2012 ed entrato in vigore l'8 ottobre 2012. Nello specifico, la nuova versione del trattato ha recepito le modifiche

2, che qualora il MES avesse fornito assistenza finanziaria ad uno Stato membro, quest'ultimo avrebbe dovuto coinvolgere in maniera adeguata e proporzionata anche il settore privato. In particolare, la natura e la portata di tale coinvolgimento dipendevano dall'esito di un'analisi di sostenibilità del debito, prendendo anche in considerazione il rischio contagio verso gli altri Stati membri dell'Unione. Se sulla base di tale analisi si fosse concluso che un programma di aggiustamento macroeconomico avrebbe potuto realisticamente riportare il debito pubblico su un livello di sostenibilità, il membro del MES beneficiario avrebbe adottato iniziative volte a incoraggiare i principali investitori privati a mantenere la loro esposizione. Qualora, al contrario, si fosse concluso per l'incapacità del programma di aggiustamento macroeconomico di riportare il debito pubblico su di un percorso sostenibile, il beneficiario del MES avrebbe dovuto avviare in buona fede negoziati con i propri creditori non ufficiali⁹¹ al fine di garantire un loro coinvolgimento diretto nel ripristino della sostenibilità del debito⁹².

Nella versione del Trattato poi entrata in vigore questo scenario è stato significativamente modificato; l'art. 12, par. 2 è diventato il considerando 12 (un cambio di collocazione certamente non privo di rilevanza), ma soprattutto è cambiata la formulazione della disposizione, la quale ora fa semplicemente riferimento al «prendere in considerazione una forma adeguata e proporzionata di partecipazione del settore privato nei casi in cui il sostegno alla stabilità sia fornito in base a condizioni sotto forma di un programma di aggiustamento macroeconomico»⁹³, il tutto sempre in conformità con la prassi del FMI⁹⁴.

A discapito di questa (formalmente) cauta posizione verso il *private sector involvement*, il TMES prevede tuttavia, all'art. 13, par. 3, che a partire dal 1° gennaio 2013 siano incluse in tutti i titoli di Stato della zona euro, di nuova emissione e con scadenza superiore ad un anno, clausole d'azione collettiva *identical and standardised*

introdotte dal Consiglio europeo del 21 luglio 2011 (concernenti il programma precauzionale, la ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie, l'intervento sui mercati secondari) e del 9 dicembre 2011 (attinente, questa volta, proprio al coinvolgimento dei creditori privati).

⁹¹ La contrattazione non avrebbe coinvolto i titoli in possesso della BCE e delle banche centrali nazionali.

⁹² Cfr. art. 12, par. 2, prima versione del TMES dell'11 luglio 2011.

⁹³ Cfr. considerando 12 TMES.

⁹⁴ Secondo M. MEGLIANI, *Verso una nuova architettura finanziaria europea: un percorso accidentato*, cit., p. 82, nota n. 133, la «prassi del FMI» a cui fa riferimento il TMES in tale sede può essere compendiata nei seguenti principi: «In primo luogo, un immediato dialogo con i creditori che dovrebbe continuare fino al termine del processo di ristrutturazione. In seconda istanza, una condivisione puntuale con tutti i creditori delle informazioni non confidenziali che dovrebbe includere: una spiegazione delle problematiche economiche e finanziarie che giustificano la ristrutturazione, un sunto dei punti salienti del programma di risanamento economico e le sue implicazioni; la formalizzazione di un quadro comprensivo del trattamento da riservare a tutti i creditori, inclusi i creditori bilaterali, l'elaborazione delle basi su cui la ristrutturazione del debito ripristinerebbe la sostenibilità a medio termine dell'indebitamento. In ultimo, dare ai creditori la possibilità di fornire fin da subito le loro indicazioni sul piano di ristrutturazione».

for all euro-area Member States⁹⁵. Una previsione questa che riguarda non solo le emissioni sottoposte al diritto straniero, ma anche le emissioni domestiche; tanto le obbligazioni denominate in euro, quanto quelle denominate in altre valute⁹⁶.

Prendono così vita le cc.dd. «Euro CACs» (o «euro area model CACs 2012»)⁹⁷, aventi una struttura *double-limb* e dunque con due differenti maggioranze qualificate da raggiungere tanto in ogni serie di obbligazioni (il 66 per cento, ovvero i 2/3 del capitale in circolazione), quanto *across all series*⁹⁸ soggette alla ristrutturazione (il 75 per cento del capitale totale in circolazione). Conformemente al modello classico di CACs *double-limb* già delineato in precedenza, qualora la maggioranza sia raggiunta in relazione al valore aggregato e solo ad alcune serie, quelle particolari serie dove hanno prevalso gli *holdouts creditors* saranno escluse dalla ristrutturazione.

8. Un percorso di riforma tortuoso.

Le criticità congenite al MES hanno indotto da subito le istituzioni europee e gli Stati membri a ragionare sulla necessità di operarne un profondo ripensamento⁹⁹. Un

⁹⁵ Cfr. EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Single-limb collective action clauses. A short introduction*, cit., p. 4.

⁹⁶ Con il [decreto del 7 dicembre 2012, n. 96717](#), il Ministero dell'economia e delle finanze ha stabilito che, a decorrere dal 1° gennaio 2013, tutte le nuove emissioni di buoni del tesoro poliennali (BTP) di ogni specie, ivi inclusi quelli indicizzati all'inflazione (BTP Italia e BTP€i), di certificati di credito del tesoro (CCT) di ogni specie, ivi inclusi quelli zero coupon (CTZ) e ogni eventuale futura emissione di titoli di Stato con scadenza superiore ad un anno, di tipologia o con caratteristiche differenti da quelle sopra richiamate, è soggetta alle clausole di azione collettiva.

⁹⁷ Cfr. T. MARTINELLI, *Euro CAC and the existing rules on sovereign debt restructuring in the Euro area: An appraisal four years after the Greek debt swap*, in *ADEMU Working Papers*, 2016, n. 43, reperibile [online](#). A ben vedere, però, la decisione di introdurre le CACs ha origini più antiche; invero, già nell'aprile 2003, gli Stati membri dell'UE avevano deciso di includere le CACs nelle loro emissioni di debito internazionale per promuovere gli sforzi per ristrutturazioni ordinate in caso di crisi del debito sovrano (cfr. il sito https://europa.eu/efc/efc-sub-committee-eu-sovereign-debt-markets/collective-action-clauses-euro-area/previous-work-cac-following-g10-commitments_en). In seguito, nel settembre 2003, l'*Economic and Financial Committee* (EFC) – un organo consultivo dell'Unione europea, definito dall'art. 134 TFUE (cfr. il sito https://europa.eu/efc/about-efc_en) – ha concordato un modello base di CACs da inserire nei titoli di debito dei paesi europei. Tuttavia, questa iniziativa non è stata mai effettivamente attuata poiché non vincolante. Solo nel marzo 2011 il Consiglio europeo è ritornato sul tema decidendo di includere le CACs in tutte le nuove obbligazioni degli Stati membri (cfr. conclusioni del Consiglio europeo del 24-25 marzo 2011, [EUCO 10/11](#)); la versione Euro CACs 2012 è stata quindi sviluppata e approvata dall'EFC nel novembre 2011 per poi essere inserite nel TMES.

⁹⁸ Cfr. EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Single-limb collective action clauses. A short introduction*, cit., p. 4.

⁹⁹ Sinteticamente, sono tre le maggiori criticità emerse in relazione al MES: 1) la sua istituzione al di fuori del quadro istituzionale europeo; 2) la stretta condizionalità alla quale la sua assistenza è assoggetta; 3) la «disuguaglianza istituzionalizzata» del suo *decision-making*. Al riguardo si veda, *ex multis*, A. SCAFFIDI, *La riforma del Meccanismo europeo di stabilità e le persistenti criticità in materia di decision-making*, in *Federalismi*, 2021, n. 20, pp. 84-101, reperibile [online](#); F. COSTAMAGNA, *The EMU and the European Social Dimension*, in F. AMTENBRINK, C. HERRMANN (eds.), *EU Law of Economic & Monetary Union*, Oxford, 2020, pp. 326-350; F. SALMONI, *L'insostenibile "leggerezza" del Meccanismo europeo di stabilità. La democrazia alla prova dell'emergenza pandemica*, in *Federalismi*, 2020, n. 20, pp. 280-313, a p. 292 ss., reperibile [online](#); B. BRANCATI, *I confini sfumati del diritto e le loro ripercussioni sull'attività*

primo progetto di riforma è stato presentato nel dicembre 2017 nell'ambito delle iniziative volte al completamento dell'Unione economica e monetaria¹⁰⁰. Più precisamente, in tale occasione la Commissione europea aveva avanzato una proposta di regolamento¹⁰¹ finalizzata a trasformare il Meccanismo europeo di stabilità in un Fondo monetario europeo (FME). Il Fondo in parola avrebbe sostanzialmente mantenuto la struttura finanziaria ed istituzionale del MES¹⁰², ma sarebbe stato incorporato nel quadro giuridico dell'Unione¹⁰³. Un progetto sicuramente ambizioso, ma non sufficientemente condiviso da tutti gli Stati europei.

Il processo di riforma tuttavia – come spesso accaduto nella storia dell'Unione – pur non arrestandosi, è stato oggetto di un parziale ridimensionamento. Ed infatti, facendo formalmente seguito al mandato ricevuto dal vertice euro del 14 dicembre 2018¹⁰⁴, il 13 giugno 2019 l'eurogruppo ha raggiunto un accordo su una proposta di parziale revisione del TMES¹⁰⁵. Su queste basi, il successivo vertice euro del 21 giugno 2019¹⁰⁶ ha chiesto all'eurogruppo di proseguire speditamente i propri lavori in modo da raggiungere al più presto un accordo definitivo e consentire così l'avvio del processo di ratifica da parte degli Stati membri. Nonostante il formale sollecito, i lavori si sono conclusi solo il 27 gennaio 2021 con la firma, da parte degli ambasciatori presso l'UE degli Stati aderenti al

delle corti, cit., p. 6 ss., K. KALAITZAKI, *The principle of European solidarity: Another victim of the EU financial crisis?*, in *Jean Monnet Module Working Paper Series School of Law UCLan Cyprus*, n. 2, 2016, pp. 4 ss., reperibile [online](#); A. MCDONNELL, *Solidarity, flexibility, and the Euro-crisis: where do principles fit in?*, in L.S. ROSSI, F. CASOLARI (eds.), *The EU after Lisbon: amending or coping with the existing treaties?*, Cham, 2014, pp. 57-92; L.S. ROSSI, "Fiscal Compact" e Trattato sul meccanismo di stabilità: aspetti istituzionali e conseguenze dell'integrazione differenziata nell'UE, in *Il Diritto dell'Unione europea*, 2012, pp. 293-307.

¹⁰⁰ Comunicazione della Commissione *Ulteriori tappe verso il completamento dell'Unione economica e monetaria dell'Europa: tabella di marcia*, [COM\(2017\) 821 final](#) del 6 dicembre 2017.

¹⁰¹ Proposta di regolamento sull'istituzione del Fondo monetario europeo, [COM\(2017\) 827 final](#) del 6 dicembre 2017.

¹⁰² Difatti, il FME avrebbe continuato: a fornire agli Stati membri sostegno per la stabilità finanziaria; a raccogliere fondi attraverso l'emissione di strumenti finanziari; ad effettuare operazioni sul mercato monetario. Non sarebbero cambiate né le modalità di adesione, né la *governance* tripartita. Inalterati sarebbero rimasti anche il capitale autorizzato iniziale, il modello di contribuzione e la capacità di prestito iniziale. Le operazioni di assistenza finanziaria sarebbero, altresì, sempre state soggette al rispetto di rigorose condizionalità ed all'analisi della sostenibilità del debito. Sul tema si veda anche A. SAPIR, D. SCHOENMAKER, *The time is right for a European Monetary Fund*, in *Bruegel Policy Briefs*, 2017, n. 4, reperibile [online](#).

¹⁰³ Di particolare interesse sono le motivazioni di tale scelta in relazione alle quali cfr. proposta di regolamento sull'istituzione del Fondo monetario europeo, cit., p. 3: «L'esperienza ha dimostrato che [...] la coesistenza tra le istituzioni dell'Unione e un meccanismo intergovernativo permanente come il MES genera una situazione complessa in cui la tutela giudiziaria, il rispetto dei diritti fondamentali e la responsabilità democratica sono frammentati e applicati in modo incoerente. Inoltre, il processo decisionale nell'ambito del metodo intergovernativo comporta solitamente un complesso *iter* procedurale nazionale e spesso non garantisce la rapidità necessaria per un'efficace gestione delle crisi». In aggiunta, la riforma prevedeva anche il riconoscimento al Parlamento europeo di un ruolo consultivo nel processo di nomina del Direttore generale.

¹⁰⁴ Cfr. conclusioni del Consiglio europeo del 13-14 dicembre 2018, [EUCO 17/18](#).

¹⁰⁵ *Draft revised text of the treaty establishing the European Stability Mechanism as agreed by the Eurogroup on 14 June 2019*, reperibile [online](#).

¹⁰⁶ Cfr. dichiarazione del vertice euro del 21 giugno 2019, [EURO 502/19](#).

MES, di un accordo definitivo per la revisione del trattato istitutivo (non entrato ancora in vigore)¹⁰⁷.

L'attuale *agreement amending the ESM Treaty*¹⁰⁸, pur lasciando inalterata la natura intergovernativa del MES, presenta innovazioni di rilievo in relazione al coinvolgimento dei privati in tema di salvataggio degli enti creditizi¹⁰⁹. Invero, a seguito della riforma del Trattato, al MES è stata attribuita una nuova funzione, quella di fornire una rete di sicurezza finanziaria (c.d. *backstop*) al Fondo di risoluzione unico nell'ambito del sistema di gestione delle crisi bancarie¹¹⁰; difatti le risorse finanziarie a disposizione di quest'ultimo potrebbero non essere sufficienti in caso di crisi sistemica.

¹⁰⁷ La prima scadenza per il raggiungimento dell'accordo definitivo era stata fissata per dicembre 2019, posticipata poi al primo trimestre del 2020 – soprattutto in ragione della forte opposizione italiana – ed infine rimandata agli inizi del 2021 causa scoppio della pandemia di Covid-19. L'Estonia, dato il concomitante cambio di governo, ha firmato l'accordo solo l'8 febbraio 2021. Sul punto è inoltre bene chiarire che il nuovo trattato entrerà in vigore quando sarà terminato il processo di ratifica da parte di tutti gli Stati membri (al momento della chiusura del contributo, non avevano ancora ratificato il trattato Italia e Germania). Per una più dettagliata cronologia del processo di revisione cfr. il sito ufficiale del MES: <https://www.esm.europa.eu/about-esm/esm-reform>. Del pari va segnalato che, proprio in ragione dello scoppio della pandemia, dopo un lungo negoziato diplomatico i ministri delle finanze dei paesi della zona euro hanno trovato un accordo su una nuova linea di credito del MES, la già citata *Pandemic crisis support*, (basata in realtà sulla già esistente *Enhanced Conditions Credit Line*) approvata definitivamente dal Consiglio dei governatori il 15 maggio 2020. L'accesso a tale linea di credito è possibile fino alla fine del 2022 (termine eventualmente prorogabile in base all'evoluzione della pandemia), per tutti gli Stati della zona euro e con condizioni standardizzate: sarà concesso fino al 2 per cento del valore del PIL dello Stato richiedente nel 2019; il prestito dovrà essere utilizzato per sostenere il finanziamento delle spese sanitarie, dirette ed indirette, nonché i costi relativi alla cura e alla prevenzione del Covid-19. Sul punto cfr. E. PISTOIA, *Il MES alla guerra del COVID-19: così esterno, così interno*, in M.L. TUFANO, S. PUGLIESE, M. D'ARIENZO (a cura di), *Sovranazionalità e sovranismo in tempo di COVID-19*, Bari, 2021, pp. 359-370; EAD, *I Trattati UE e il via libera all'uso del MES "senza condizionalità"*, in AA.VV., *Annali AISDUE*, vol. 2, Napoli, 2021, pp. 315-330.

¹⁰⁸ È opportuno segnalare che l'accordo è stato raggiunto su un testo sostanzialmente identico a quello del *Draft revised text of the treaty establishing the European Stability Mechanism* del 2019.

¹⁰⁹ In aggiunta si segnalano anche modifiche circa l'assistenza finanziaria precauzionale, con il mantenimento delle due linee vigenti di credito (precauzionale e a condizioni rafforzate) le quali, tuttavia, potranno essere attivate esclusivamente «a sostegno dei Paesi con una situazione economica e finanziaria solida – ma alle prese con uno *shock* avverso al di fuori del loro controllo – e con un debito pubblico considerato sostenibile e a seconda del rispetto o meno di determinati criteri specificati nell'Allegato III del Trattato revisionato», cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *La revisione del Meccanismo europeo di stabilità (MES)*, 22 ottobre 2019, dossier n. 26, a p. 8, reperibile [online](#); nonché A. SOMMA, *Il Meccanismo europeo di stabilità e il mercato delle riforme: un dialogo con gli economisti*, in E. CALZOLAIO, R. TORINO, L. VAGNI (a cura di), *Liber Amicorum Luigi Moccia*, Roma, 2021, pp. 341-362. In aggiunta, deve segnalarsi che l'attuale proposta recupera quel *package approach* – già presente nel progetto originario di riforma – comprendente anche il completamento dell'Unione bancaria e l'introduzione di uno strumento europeo di bilancio per la promozione della convergenza e della competitività degli Stati dell'eurozona sul quale cfr. M.L. TUFANO, S. PUGLIESE, *Il nuovo strumento di convergenza e competitività: verso una governance negoziata per l'UEM?*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, 2014, pp. 317-342.

¹¹⁰ La necessità di creare un *backstop* con risorse proveniente non dagli enti creditizi era stata già riconosciuta nelle conclusioni del Consiglio Ecofin di fine 2013 sul Meccanismo di risoluzione unico. La sua istituzione, in aggiunta, era stata considerata prioritaria anche dal c.d. rapporto sul completamento dell'Unione economica e monetaria predisposto nel 2015 dai cinque presidenti europei (J.C. JUNCKER, in collaborazione con D. TUSK, J. DIJSSELBLOEM, M. DRAGHI, M. SCHULZ, *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, 22 giugno 2015, reperibile [online](#)).

Ma, soprattutto, la riforma prevede novità di rilievo in tema di clausole di azione collettiva, con l'introduzione, a partire dal 1° gennaio 2022, di CACs *single-limb*.

9. La previsione delle clausole *single-limb* all'interno del riformato MES: dubbi e prospettive.

Come anticipato, la revisione del TMES ha introdotto un'importante modifica in relazione alle CACs. Nello specifico, con la riforma dell'art. 12 del Trattato¹¹¹, a partire dal 1° gennaio 2022¹¹², i titoli di Stato della zona euro di nuova emissione, con scadenza superiore ad un anno, devono contenere clausole d'azione collettiva con approvazione a maggioranza unica; viene sancito così, all'interno dell'eurozona, il definitivo passaggio dalle clausole *double-limb* a quelle *single-limb*.

La ragione ufficiale di tale scelta viene individuata nella volontà «to align the Euro CAC with the international standard»¹¹³, ed invero, come anticipato, con le CACs *single-limb* si salvaguarda la maggioranza dei creditori dalla tirannia della minoranza¹¹⁴, riducendo esponenzialmente il rischio di posizioni di blocco.

In aggiunta, a margine dei recenti studi economici e finanziari svolti sui titoli di Stato che già presentano CACs di tale tipo, è emerso che: «Using secondary-market bond yield spreads, we find that inclusion of regular CACs is associated with lower costs most of the time, while the inclusion of enhanced CACs is associated with lower spreads since the introduction of this clause in August 2014. These results suggest that market participants do not associate the use of CACs and enhanced CACs with borrowers' moral hazard»¹¹⁵.

¹¹¹ Il riformato art. 12 TMES deve essere letto in combinato disposto con il considerando 11 al cui interno è stato aggiunto il seguente periodo: «A seguito dell'introduzione di dette clausole a partire dal 1° gennaio 2013, i membri del MES si impegnano a introdurre entro il 2022 clausole di azione collettiva con votazione a maggioranza singola («CAC a maggioranza singola»). Il comitato economico e finanziario stabilirà la disciplina giuridica di dettaglio tenendo conto degli obblighi costituzionali nazionali dei membri del MES, così che tutti questi inseriscano CACs a maggioranza singola nei titoli di Stato di nuova emissione della zona euro, con modalità atte a garantirne la medesima efficacia giuridica».

¹¹² Cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico in Italia – Anno 2022*, a p. 8, reperibile [online](#): «Si comunica, inoltre, che a partire dal primo giorno del secondo mese successivo all'entrata in vigore delle modifiche al Trattato europeo istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità, tutti i nuovi titoli di Stato con scadenza superiore all'anno saranno emessi con Clausole di Azione Collettiva (*Collective Action Clauses* – CACs) di tipo cosiddetto “single limb”».

¹¹³ Cfr. S. GRUND, M. STENSTRÖM, *A framework for sovereign debt restructuring in the euro area*, cit., p. 837, secondo i quali: «An enhanced Euro CAC could be modeled on the CAC standard developed by the International Capital Market Association (ICMA) for international sovereign bonds, which, according to the IMF, is now used in the majority of new bond issuances».

¹¹⁴ Cfr. M. MEGLIANI, *Single-Limb Collective Action Clauses and the European Stability Mechanism Reform*, in *European Business Law Review*, 2021, pp- 77-92, a p. 85.

¹¹⁵ Cfr. F. SPÄTE, G. TRESKA, *Collective Action Clauses in a rising debt world*, in *General Investment - Core Matters*, 25 October 2021; K. CHUNG, M.G. PAPAIOANNOU, *Do Enhanced Collective Action Clauses Affect Sovereign Borrowing Costs?*, cit., p. 6.

Tuttavia, a parere di molti studiosi il nuovo modello di CACs presta il fianco, in ogni caso, a diverse criticità¹¹⁶. In primo luogo, non va dimenticato che la scelta di introdurre CACs *single-limb* si inserisce in un contesto ben specifico quale quello del MES. Invero, è ben evidente che la modifica del Trattato persegue il chiaro scopo di facilitare la ristrutturazione del debito degli Stati dell'eurozona che incorrano in gravi difficoltà economico-finanziarie. Certo, la ristrutturazione non viene formalmente prevista dal Trattato come condizione per ottenere l'assistenza finanziaria, ma essa è considerata da molti quale presupposto quasi automatico per l'attivazione del MES¹¹⁷, nonché sottoposto alla valutazione di soggetti altamente tecnici, ma scarsamente politici. Una ristrutturazione che potrebbe essere anche solo condizionata dal semplice annuncio della eventualità di attivare le CACs¹¹⁸.

In secondo luogo, va parimenti segnalato che le clausole *single-limb* aumentano il rischio di abusi contro i detentori di porzioni minori di titoli di credito¹¹⁹. In relazione a quest'ultimo punto vale la pena considerare che le obbligazioni sovrane sono detenute da una vasta gamma di soggetti quali, ad esempio, banche commerciali, banche centrali, fondi pensionistici, fondi speculativi, ma anche investitori al dettaglio¹²⁰. Ovviamente, questi ultimi perseguono obiettivi di investimento che possono divergere, anche di molto, da quelli degli investitori istituzionali e, in caso di ristrutturazione, hanno più difficoltà a coprire le ineluttabili perdite.

Orbene, nell'ambito delle CACs *single-limb*, è altamente improbabile che gli investitori al dettaglio riescano a formare una minoranza di blocco e, di conseguenza, i loro interessi saranno sistematicamente subordinati a quelli dei maggiori detentori.

Diventa essenziale, dunque, preservare la minoranza da eventuali condotte abusive della maggioranza; in effetti, anche se gli obbligazionisti non sono tenuti a trascurare i propri interessi¹²¹, è legittimo attendersi che la maggioranza eserciti il proprio potere in buona fede, a beneficio di tutti i prestatori e «not in a malicious manner that is

¹¹⁶ Si veda, *ex multis*, M. MEGLIANI, *Single-Limb Collective Action Clauses and the European Stability Mechanism Reform*, cit., pp. 85-86; A. SOMMA, *Il Meccanismo europeo di stabilità e il mercato delle riforme: un dialogo con gli economisti*, cit., pp. 355-356 ss.

¹¹⁷ Cfr., *ex multis*, V. GIACCHÉ, *Il funzionamento del Meccanismo europeo di stabilità (MES) e le sue prospettive di riforma*, audizione presso le Commissioni riunite V e XIV della Camera dei Deputati, 20 novembre 2019, reperibile [online](#).

¹¹⁸ Eventualità stigmatizzata dallo stesso governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, il quale ha evocato «il rischio enorme che si correrebbe con il semplice annuncio di una tale misura. Si potrebbe innescare una spirale perversa di aspettative di insolvenza, suscettibili di autoavverarsi»; cfr. I. VISCO, *Audizione sul funzionamento del Meccanismo europeo di stabilità e sulle sue prospettive di riforma*, audizione presso le Commissioni riunite V e XIV della Camera dei Deputati, 4 dicembre 2019, a p. 13, reperibile [online](#).

¹¹⁹ Cfr. A. GELPERN, B. HELLER, B. SETSER, *Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds*, cit., p. 120.

¹²⁰ L.C. BUCHHEIT, G. CHABERT, C. DELONG, J. ZETTELMEYER, *How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades*, in *Peterson Institute for International Economics – Working Paper*, 2019, reperibile [online](#).

¹²¹ P.R. WOOD, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, London, 2007, p. 303.

disadvantageous, discriminatory and oppressive to the interests of some of them»¹²². Questo perché l'interesse della comunità crea obblighi reciproci e comporta il dovere di agire in buona fede nell'interesse di tutti gli associati¹²³.

Tuttavia, dato che può risultare difficile provare per via giudiziaria che il comportamento della maggioranza sia stato contrario a buona fede, è necessario predisporre forme di tutela già all'interno delle CACs ed al momento dello *swap*. Per tali ragioni, l'offerta di scambio dovrebbe sempre essere uniformemente applicabile a tutti i creditori; ciò implica che i detentori di tutte le serie interessate debbano essere invitati a scambiare, convertire o sostituire i propri titoli alle stesse condizioni, con lo stesso nuovo strumento, e/o con un nuovo strumento scelto da un catalogo comune a tutti gli investitori.

Del pari, muovendo dal presupposto che non tutti gli investitori sono uguali, potrebbe essere utile identificare i creditori più deboli e di conseguenza, garantire loro una maggiore forma di tutela, eventualmente addirittura escludendoli dal processo di ristrutturazione. A tale scopo, almeno due sono i criteri utilizzabili.

Un primo criterio identificativo può essere individuato nel grado di speculazione che caratterizza l'operazione di investimento analizzando, ad esempio, il momento dell'acquisto. In questo modo si potrebbe tracciare una linea di demarcazione tra i detentori che hanno acquistato obbligazioni sui mercati in tempi «normali» e quelli che invece le hanno acquistate quando il loro prezzo era molto inferiore rispetto al valore nominale ordinario; in altri termini, i detentori che hanno realizzato manovre chiaramente speculative non dovrebbero mai ricevere un trattamento preferenziale o, addirittura, potrebbero ricevere un trattamento peggiore rispetto agli altri.

Un secondo criterio può consistere nel porre una soglia al di sotto della quale le obbligazioni sono esentate dalla riduzione del loro valore nominale, indipendentemente dalla causa in concreto sottostante all'operazione d'acquisto. Al riguardo, un utile punto di riferimento è costituito dalla seconda ristrutturazione del debito argentino, quella del 2010¹²⁴, dove è stata predisposta un'offerta di scambio «Par option» a favore dei detentori di obbligazioni che non superavano la soglia dei 50,000 USD¹²⁵; un tetto formalmente applicabile a tutti i tipi di investitori, ma chiaramente destinato a salvaguardare gli investitori al dettaglio. Con questa clausola, le obbligazioni al di sotto di una certa soglia, detenute da singoli detentori in tutte le serie interessate dalle CACs *single-limb*, sarebbero esentate dalla riduzione del debito.

¹²² Cfr. *Assenagon Asset Management SA v Irish Bank Resolution Corp Ltd (formerly Anglo Irish Bank Corp Ltd)* [2012] EWHC 2090 (Ch).

¹²³ M. MEGLIANI, *Single-Limb Collective Action Clauses and the European Stability Mechanism Reform*, cit., p. 85.

¹²⁴ Sul punto cfr. CENTRO STUDI DI POLITICA INTERNAZIONALE, *L'impatto della crisi finanziaria internazionale in Argentina*, in *Osservatorio di Politica Internazionale – Note*, ottobre 2010, n. 16, reperibile [online](#).

¹²⁵ Per tutti i dettagli dell'operazione e dell'opzione c.d. «Par option» cfr. il sito https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/us_prospectus_version_ingles_30042010.pdf.

Ragionando più in generale, le esenzioni basate su questo meccanismo potrebbero assumere due forme: o un'esenzione *tout court*, in cui le obbligazioni al di sotto del limite massimo non sono interessate dall'offerta di scambio e, quindi, non sono condizionate dall'attivazione delle CACs *single-limb*; o uno scambio con nuove obbligazioni dallo stesso valore nominale.

Le due opzioni comportano, naturalmente, importanti conseguenze giuridiche. Nel primo caso, difatti, sopravvivendo i titoli originali, le obbligazioni esentate sarebbero completamente escluse dal calcolo del *quorum* dell'assemblea e, di conseguenza, dal voto nel processo di ristrutturazione. Nella seconda fattispecie, invece, le vecchie obbligazioni verrebbero scambiate con delle nuove – come detto, dal valore nominale identico, ma con scadenza successiva – ed i loro titolari sarebbero autorizzati a votare, facilitando così il raggiungimento del *quorum* richiesto per la ristrutturazione complessiva del debito. Al momento questa seconda opzione sembra preferibile in quanto capace di conciliare le esigenze dei piccoli investitori con quelle degli Stati in *default*.

10. Cenni conclusivi.

Le riflessioni sin qui svolte – è opportuno chiarirlo – non intendono porre in discussione l'utilità delle CACs in caso di crisi del debito sovrano e conseguente necessità di ristrutturazione dei conti pubblici. La storia, difatti – ed in particolare il *default* argentino – ha ampiamente dimostrato la difficoltà di realizzare tale compito in assenza di strumenti contrattuali di risoluzione delle crisi, ovvero in assenza di clausole di azione collettiva all'interno dei titoli di Stato.

Quello che in tale sede, invece, si intende discutere è l'opportunità di realizzare in siffatto periodo storico un drastico passaggio da clausole *double-limb* a CACs *single-limb*, e ciò per diverse ragioni. In primo luogo, la previsione di CACs *single-limb* nei nuovi titoli di Stato dell'eurozona, più che essere finalizzata ad agevolare l'accesso al credito da parte degli Stati, sembra essere esclusivamente propedeutica al rafforzamento della stretta condizionalità che governa il MES e dunque, più in generale, al consolidamento del MES quale strumento di *governance* macroeconomica sbilanciato verso logiche di *austerity*¹²⁶.

In secondo luogo, questa massima propensione alla ristrutturazione non è stata compensata, al momento, dalla predisposizione di effettivi strumenti di tutela a favore degli investitori, dimenticando dunque, evidentemente, come la categoria degli investitori sia una categoria ampiamente eterogenea, contenente al proprio interno non solo grandi enti creditizi, fondi sovrani e *vulture funds*, ma anche risparmiatori e piccoli investitori.

¹²⁶ Una impressione che diventa sostanzialmente certezza se si legge la riforma del MES nel suo complesso. Sul punto cfr. *ex multis* A. SCAFFIDI, *Il Meccanismo europeo di stabilità e la solidarietà negata*, cit., p. 66 ss.

Alla luce di questa netta scelta di campo, non stupisce quindi la palese incertezza che regna in sede giurisdizionale (nazionale e sovranazionale), nonostante il valore costituzionale formalmente riconosciuto al risparmio¹²⁷.

La speranza, dunque, è che l'*Economic and Financial Committee* – anche alla luce di quanto emerso dalla Conferenza per il futuro per l'Europa¹²⁸ – prenda seriamente in considerazione tali problematiche e ripensi rapidamente alle modalità di funzionamento delle CACs visto che, nel frattempo, si è optato per posticiparne l'ingresso «al primo giorno del secondo mese successivo all'entrata in vigore delle modifiche al Trattato europeo istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità»¹²⁹.

¹²⁷ Cfr. art. 47 Cost. Più in generale sul tema cfr. G. ARIOLLI, *La tutela del risparmio. Quaderno di sintesi della giurisprudenza costituzionale*, reperibile [online](#).

¹²⁸ Cfr. *Conference on the Future of Europe, Report on the final outcome*, cit., p. 54: «Reviewing the EU's economic governance [...] in order to ensure that the green and digital transitions, social justice and social progress go hand-in-hand with economic competitiveness».

¹²⁹ Cfr. [press release](#) *The ESM Members within the Economic and Financial Committee have agreed to introduce the single-limb Collective Action Clauses on the first day of the second month following the entry into force of the ratification of the Agreement amending the ESM Treaty*, 7 December 2021, p. 1: «The introduction of the single-limb CACs will thus take place in all Member States concerned on the first day of the second month following the entry into force of the AA-ESMT. It will not be as of 1 January 2022 as previously contemplated by the AA-ESMT».

ABSTRACT: La recente revisione del Trattato istitutivo del Meccanismo europeo di stabilità ha previsto, tra le varie novità, l'inserimento di clausole d'azione collettiva con approvazione a maggioranza unica (le cc.dd. CACs *single-limb*) nei titoli di Stato della zona euro di nuova emissione e con scadenza superiore a un anno. Dopo una ricognizione della prassi europea ed internazionale in materia di clausole di azione collettiva, il contributo esamina le criticità di tale riforma – in particolare l'incidenza negativa che essa ha sui diritti degli investitori – tentando di proporre alcuni correttivi.

PAROLE CHIAVE: MES; riforma; clausole d'azione collettiva; crisi del debito sovrano.

The introduction of single-limb CACs in eurozone government securities: budget protection at the cost of investors?

ABSTRACT: *The recent reform of the Treaty establishing the European Stability Mechanism has introduced, among other novelties, the inclusion of collective action clauses with single-majority approval (the so-called single-limb CACs) in all new euro area government securities, with maturity above one year. After a review of European and international practice on collective action clauses, the paper examines the critical aspects of this reform, as well as its negative impact on investors' rights, and finally proposes some corrective measures.*

KEYWORDS: *ESM; reform; collective action clauses; sovereign debt crisis.*