

U.S.A.: Default, speculazione finanziaria e sovranità. L'Argentina davanti alle Corti federali*

di Donato Messineo**
(26 Settembre 2014)

Recentemente, la Corte Suprema USA è stata chiamata ad occuparsi di vicende legate alla ristrutturazione del debito argentino. Due sue decisioni hanno tenuto indenni pronunce della Court of Appeals for the Second Circuit, le quali a loro volta avevano confermato precedenti arresti della Southern District Court of NY.

Nel febbraio 2012, il giudice Griesa della District Court of NY aveva ordinato alla Repubblica Argentina di pagare – ai fondi speculativi detentori – l'intero valore facciale, accresciuto degli interessi, di titoli del debito pubblico emessi nel 1994. I titoli in questione erano stati acquistati a poco prezzo sul mercato secondario, dopo il *default* sovrano del 2001, da *hedge funds* specializzati nell'acquisto di strumenti emessi da debitori decotti, in quanti tali di scarso valore. La strategia di tali fondi prevede in generale che, dopo acquisti siffatti, essi non aderiscano alle ristrutturazioni del debito ed agiscano invece per ottenere il pagamento alle condizioni originarie. Ciò, una volta che l'emittente sia tornato *in bonis*, anche grazie alla falciata accettata dagli obbligazionisti per converso aderenti alla ristrutturazione. Nel caso di specie, a seguito del *default* l'Argentina ha offerto, nel 2005 e nel 2010, in sostituzione dei *bond* originari, nuovi titoli di importo minore, con scadenze più lontane e rendimenti inferiori. L'offerta è stata accettata da più del 90% degli obbligazionisti. Per contro, i citati fondi speculativi non hanno aderito alla ristrutturazione e hanno agito in giudizio per ottenere il pagamento alle condizioni originarie, ottenendo dalla District Court gli ordini surriferiti.

Gli ordini emessi in prime cure sono stati impugnati dall'Argentina, ma nell'ottobre 2012 la Court of Appeals for the Second Circuit li ha confermati.

Da ultimo, il 16 giugno 2014 la Corte Suprema U.S.A. ha deliberato di non esaminare il ricorso proposto dall'Argentina per ottenere un *writ of certiorari* nei confronti della Court of Appeals.

La condanna sopravvissuta ai gravami riguarda \$ 1,33 mld dovuti a una parte dei creditori non aderenti al concambio ("*holdouts*"), ma il totale degli *holdouts* (che potrebbero ottenere pronunce analoghe) ammonta a \$ 15 mld.

Va aggiunto che il 16 giugno 2014 la Corte Suprema ha altresì respinto – nel merito – un'ulteriore istanza rivolta dall'Argentina contro una decisione della medesima Court of Appeals. Quest'ultima aveva confermato l'ordine emesso, sempre su iniziativa dei fondi creditori, nei confronti di intermediari localizzati negli USA affinché questi esibissero informazioni relative ai conti presso di essi intrattenuti dall'Argentina, nonché alle operazioni effettuate su tali conti, per agevolare l'esecuzione coattiva sul debitore sovrano (*Republic of Argentina v. NML Capital, LTD*).

Le due decisioni della Corte Suprema hanno reso inoppugnabili le pronunce gravate. La prima, in particolare, comporta che l'Argentina non potrà effettuare in favore dei creditori aderenti alla ristrutturazione alcun pagamento di quanto dovuto, tempo per tempo, in forza dei *bond* da costoro accettati in cambio di quelli originari se contestualmente non soddisfa, per una percentuale equivalente, i fondi speculativi non aderenti al concambio. Questo risultato è il frutto dell'interpretazione data dai giudici newyorkesi a una clausola contenuta nel regolamento di emissione del prestito del 1994 (molto comune negli strumenti della specie) secondo cui le relative obbligazioni "*shall at all times rank pari passu and without any preference among themselves*"; e "*the payment*

* Scritto sottoposto a *referee*

obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtness”.

Secondo la lettura più diffusa, clausole siffatte vietano al debitore sovrano di discriminare dal punto di vista giuridico lo *status* dei *bond-holders*, attraverso provvedimenti formali; ma non anche di pagare, nei fatti, taluni creditori a preferenza di altri [cfr. L.C. BUCHHEIT, *The pari passu clause sub specie aeternitatis*, 10 *Int'l Fin. L. Rev.* 12 (1991)]. I giudici hanno accolto, invece, la tesi – minoritaria, ma già seguita dalla Corte di Appello di Bruxelles nella sentenza del 26.9.2000 relativa al caso *Elliott vs Peru* – secondo cui, in forza della clausola “*pari passu*”, ogni qual volta il debitore non abbia risorse sufficienti per soddisfare tutti i creditori, costui sarebbe tenuto a pagare ciascuno di essi *pro rata* [cfr. R. OLIVARES CAMINAL, *The pari passu clause in sovereign debt instruments: development in recent litigation*, in <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap72.htm> (2013)].

Peraltro, poiché l'emissione del 1994 è assistita da una clausola di accelerazione – che dà diritto al creditore di esigere immediatamente l'intera prestazione se il debitore è divenuto insolvente – a seguito del *default* del 2001 l'Argentina è “decaduta del termine” (per usare il lessico dell'art. 1186 cod. civ. it.), e l'importo dovuto agli *holdouts* comprende da allora l'intero capitale più gli interessi. Su tali basi, la District Court aveva ordinato che l'Argentina non pagasse le cedole del debito ristrutturato che vengono a scadenza senza prima aver soddisfatto per intero i fondi: ciò, appunto, in quanto il pagamento del 100% di quelle cedole esigerebbe il contestuale pagamento del 100% di quanto dovuto ai detti fondi, che hanno ormai titolo a pretendere l'intera prestazione. Inoltre, la District Court aveva evidenziato che secondo la legge statunitense gli effetti dell'ordine investono anche la banca depositaria e gli esercenti i servizi di compensazione.

Per comprendere appieno l'effetto della condanna descritta va tenuto presente che la legge argentina e le clausole che regolano il debito ristrutturato, adottate al fine di incentivare l'adesione dei *bond-holders* alla ristrutturazione, impediscono che i creditori aderenti al concambio possano subire un trattamento peggiore rispetto agli *holdouts*: di conseguenza, l'eventuale pagamento che l'Argentina effettuasse ai fondi in esecuzione della condanna potrebbe porre sostanzialmente nel nulla la ristrutturazione stessa.

Da più parti (governi, istituzioni finanziarie internazionali, esperti) è stata manifestata preoccupazione per l'esito del contenzioso in esame, sia in relazione all'affermata lesione di prerogative sovrane, sia per le possibili conseguenze dell'estensione dei principi di diritto patrocinati dai giudici americani. In particolare il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha posto l'accento sulle possibili conseguenze “di sistema” della vicenda, evidenziando che la sospensione dei pagamenti agli aderenti alla ristrutturazione potrebbe in futuro ostacolare soluzioni concordate alle crisi dei debitori sovrani, incentivando, tra l'altro, iniziative individuali da parte dei singoli creditori [v. FMI, *The Fund's lending framework and sovereign debt – preliminary considerations*, in <http://www.imf.org/>, 31(2013)].

Al riguardo, va rilevato che nel 1994 l'Argentina – al fine di rendere i titoli più appetibili per gli investitori – aveva espressamente stabilito non soltanto il loro assoggettamento alla legge di New York, ma anche la devoluzione di eventuali controversie alla giurisdizione di quello Stato. Correlativamente, sin dalla sua *opinion* del 26.10.2012, la Court of Appeal ha rilevato che “*Argentina voluntarily waived its immunity from the jurisdiction of the district court*”. Nel caso di specie, dunque, la giurisdizione delle Corti statunitensi può essere riconosciuta senza bisogno di interrogarsi sull'estensione del principio consuetudinario “*par in parem non habet jurisdictionem*”. Segnatamente, non assume rilievo la dubbia riconducibilità delle decisioni di uno Stato concernenti l'adempimento del proprio debito pubblico al novero degli atti di natura privatistica (esclusa, ad esempio, da Cass., SS.UU., ord. n. 6532/2005) piuttosto che a quelli *iure*

imperii, che in quanto tali sarebbero oggetto di immunità. Neppure il menzionato ordine di esibire le informazioni relative ai conti argentini e alle rispettive movimentazioni appare problematico. Esso infatti non pregiudica il regime di immunità “funzionale” dall’espropriazione forzata di cui godono, in forza di una norma del diritto internazionale generalmente riconosciuta, i beni in concreto destinati da ciascuno Stato all’adempimento delle proprie funzioni pubbliche (al riguardo, cfr. la sent. della Corte cost. n. 329/1992).

La ricordata interpretazione della clausola *pari passu* accolta dalla Court of Appeal potrebbe comunque apparire incompatibile con le prerogative statali sotto un diverso profilo. Certo, è difficile negare che l’Argentina abbia alterato la *par condicio creditorum* attraverso provvedimenti formali (basti notare che la sospensione dei pagamenti dovuti agli *holdouts* è stata disposta e rinnovata sulla base di una legge, c.d. “*Lock Law*”). Nondimeno, la pretesa di determinare giudizialmente l’ordine dei pagamenti da parte dello Stato debitore appare sovradimensionata, giacché il provvedimento finisce per replicare taluni effetti tipici delle misure adottabili nell’ambito delle procedure concorsuali ai danni di soggetti privati sulla base delle legislazioni nazionali: tali procedure presuppongono, però, la possibilità di spossessare il debitore del proprio patrimonio, liquidarlo e distribuirne il ricavato, cosa per definizione impensabile nei confronti di uno Stato.

In generale, in assenza di procedure sovranazionali per la risoluzione delle crisi dei debitori sovrani, l’eguale trattamento dei rispettivi creditori è garantito attraverso ristrutturazioni volontarie del debito. Tuttavia, il consenso unanime di costoro è difficile da raggiungere, tra l’altro, per l’esistenza di un conflitto immanente tra l’interesse collettivo del ceto creditorio – da una parte – e l’interesse del singolo creditore – dall’altra: difatti, mentre i creditori come gruppo hanno interesse al più celere risanamento dell’emittente sovrano, anche a costo di rinunciare a una parte delle proprie pretese, il singolo obbligazionista (che si tratti di un originario sottoscrittore o di un acquirente successivo) può trarre vantaggio attendendo che, grazie alla ristrutturazione accettata dagli altri obbligazionisti, il debitore ritorni solvibile, per poi pretendere l’adempimento dell’intero credito originario (cfr. F. ELDERSON – M. PERASSI, *Collective Action Clauses in sovereign foreign bonds; towards a more harmonized approach*, in *Euredia* 2003, 250).

Per superare l’inconveniente, a livello internazionale, fin dal “Rapporto Rey” del G-10 del 1996, sono stati compiuti sforzi per diffondere l’introduzione nell’ambito delle emissioni sovrane delle cc.dd. “*Collective Action Clauses*” (CACs). Tali clausole attribuiscono a una maggioranza qualificata di titolari dei *bond* il potere di approvare modificazioni dei termini del prestito con effetti vincolanti anche nei confronti dei creditori assenti o dissenzienti. Esse hanno dunque l’effetto di incentivare comportamenti collaborativi, e comunque di impedire l’esercizio da parte degli *holdouts* di azioni giurisdizionali pregiudizievoli del buon esito della ristrutturazione. Da ultimo, ai sensi dell’art. 12, para. 3 del Trattato istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità, è stato stabilito che clausole siffatte, redatte secondo un modello uniforme, siano incluse “*a partire dal 1° gennaio 2013... in tutti i titoli di Stato della zona euro di nuova emissione e con scadenza superiore ad un anno*”.

Naturalmente, però, l’introduzione delle CACs nelle nuove emissioni sovrane non altera le problematiche concernenti eventuali ristrutturazioni del debito in passato già emesso senza clausole siffatte da Stati che in futuro dovessero fronteggiare difficoltà, e pertanto non consente di fugare le surriferite perplessità destinate dall’interpretazione della clausola “*pari passu*” offerta dalle richiamate pronunce delle Corti statunitensi.

** Dottore di ricerca in diritto costituzionale, Università di Ferrara