

Verso una procedura fallimentare
per il debito sovrano e maggiore
disciplina nei finanziamenti
del Fondo Monetario Internazionale.
Una valutazione di mezza via *

CURZIO GIANNINI

1. Introduzione

Il dibattito sull'architettura finanziaria internazionale prosegue ormai da quasi un decennio, se si considera la crisi messicana del 1994-95 come punto d'inizio. Date le circostanze, un senso di frustrazione è inevitabile; uno scetticismo totale sarebbe, tuttavia, fuori luogo. Le riforme istituzionali sono un processo già piuttosto complicato; a livello internazionale, esso si complica ulteriormente a causa della maggiore numerosità e diversità dei soggetti coinvolti e di un contesto istituzionale relativamente poco sviluppato.

Ciononostante, in passato sono state realizzate sul piano internazionale alcune importanti riforme istituzionali. L'antica tesi "realista", secondo cui la cooperazione internazionale non sarebbe altro che una copertura per le lotte di potere, è stata confutata da tempo. A questo proposito basterà citare due esempi. Prima della Seconda Guerra Mondiale, nessuno avrebbe immaginato che i maggiori paesi potessero stipulare un Trattato formale che fissava precise regole del gioco per la disciplina delle

□ Banca d'Italia, Ufficio Relazioni Internazionali, Roma; e-mail: giannini.curzio@insedia.interbusiness.it.

* Le opinioni espresse sono unicamente dell'autore e non riflettono necessariamente quelle della Banca d'Italia. Si ringraziano Biagio Bossone, Marco Committeri, Carlo Cottarelli, Giorgio Gomel, Ignazio Visco e due anonimi *referees* per gli utili commenti a una precedente versione del lavoro.

loro relazioni monetarie. Eppure, il Trattato di Bretton Woods non solo fu stipulato, ma può a ragione essere considerato un successo ragguardevole, visto che gli anni del dopoguerra hanno rappresentato il più prolungato periodo di crescita e stabilità monetaria che il mondo occidentale abbia mai conosciuto. Analogamente, nei primi anni Novanta molti in Europa ritenevano che il progetto di separare l'unione monetaria da quella politica non sarebbe mai decollato. Come risultato oggi abbiamo l'euro, uno strumento che si sta peraltro dimostrando capace di stimolare una sempre maggiore integrazione politica tra i paesi della UE.

In verità, il dibattito è stato ostacolato dall'incapacità di costruire un consenso su quali siano le caratteristiche del contesto attuale che necessitano interventi correttivi, e perché. Nella letteratura rilevante coesistono ancora troppe tesi divergenti, che si riflettono spesso nelle posizioni di *policy* ufficiali. Se l'individuazione di un fallimento del mercato non basta a innescare una reazione da parte della comunità ufficiale, a causa di problemi d'azione collettiva o dell'incapacità dei governi, come possiamo attenderci un'azione determinata laddove manchi il consenso sul fallimento del mercato da risolvere?

In questo contributo non affronterò tutti i temi toccati nel dibattito sull'architettura finanziaria internazionale. Mi concentrerò su un'area soltanto, riguardante le crisi debitorie sovrane e la loro risoluzione, che a mio giudizio sta al cuore dei problemi in discussione. A tal fine l'esposizione procederà come segue. In primo luogo, cercherò di confutare alcune tesi la cui importanza è stata a mio avviso enfatizzata eccessivamente nella letteratura di cui sopra. In secondo luogo, riaffermerò la necessità di una nuova architettura finanziaria internazionale, basandomi sulla nozione di *cheapest-cost avoider* tratta dallo strumentario della *Law & Economics*. Darò quindi una valutazione dei risultati finora raggiunti, nella convinzione che essi siano tutt'altro che trascurabili e che in prevalenza vadano nella giusta direzione. Infine, discuterò le ragioni per cui ritengo che sia stato dato un peso eccessivo all'attuale opposizione del mondo finanziario privato alla riforma dell'architettura finanziaria internazionale. Storicamente, la comunità finanziaria privata ha spesso osteggiato il cambiamento istituzionale, per schierarsi dalla parte dei suoi sostenitori solo ex-post. E, infatti, le opinioni all'interno del settore privato sono già molto cambiate dall'inizio del dibattito; l'esperienza ulteriore, soprattutto con riferimento alla risoluzione della crisi argentina, potrà convincere gli investitori privati che le auspiccate riforme istituzionali sono nel loro stesso interesse.

2. Tre affermazioni esagerate

Il dibattito sull'architettura finanziaria internazionale è stato ostacolato da alcune tesi ricorrenti, che a mio avviso sono esagerate e di conseguenza improduttive. Credo sia utile confutarle prima di proseguire nel discorso.

Proposizione 1. *L'FMI non può, e non deve, agire da prestatore di ultima istanza per i paesi membri.*

Questa è la proposizione più semplice da liquidare. Si potrebbe, infatti, sostenere che il Fondo monetario fu concepito fin dall'inizio come uno speciale tipo di prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*, LOLR). L'Art. I dello Statuto dell'FMI afferma che una delle finalità fondamentali dell'istituzione è quella di

“garantire fiducia ai membri rendendo loro disponibili, sotto adeguate garanzie, le risorse generali del Fondo, fornendo così loro l'opportunità di correggere gli squilibri di bilancia dei pagamenti senza fare ricorso a misure deleterie per la prosperità nazionale o internazionale”.

Di certo i padri dello Statuto prevedero un ruolo solo limitato di prestatore di ultima istanza, come testimoniato dal divieto di effettuare prestiti a fronte di “un ampio e sostenuto deflusso di capitale” (art. VI), nonché dal riconoscimento che, in presenza di uno “squilibrio fondamentale”, si sarebbe reso necessario aggiustare i tassi di cambio. Da allora il contesto nel quale opera l'FMI è cambiato considerevolmente, e l'istituzione si è adattata con il tacito (e talvolta esplicito) consenso dei propri membri. Il divieto dell'Art. VI, formalmente ancora in vigore, è stato il primo a essere disatteso – a conferma del fatto che le norme statutarie sono vincolanti solo nella misura in cui sono ritenute utili da almeno una parte degli azionisti. Con l'avvento della convertibilità del conto capitale i compiti di stabilizzazione delle aspettative per l'FMI si sono gradualmente accresciuti, non solo mediante l'erogazione di pacchetti anti-crisi, ma anche attraverso la sorveglianza e i cosiddetti “programmi precauzionali”.

Avendo dimostrato le carenze, o per lo meno l'inefficacia, delle argomentazioni giuridiche, esistono due altri modi per giustificare la proposizione 1 sulla base della teoria economica. Il primo modo consiste nel sottolineare che l'FMI non è in grado di creare liquidità, in ragione della

sua natura di “fondo creditizio” (Capie 2002). Ma l’idea che un prestatore di ultima istanza debba sempre avere una disponibilità illimitata di risorse è fondata su una confusione tra l’attività di prestito fatta a sostegno degli scambi di mercato (oggi meglio identificata come una forma di politica monetaria) e quella fatta a sostegno di singole istituzioni, che non implica poteri di creazione di moneta. È quest’ultimo il concetto da applicare al rapporto tra l’FMI e i suoi paesi membri (Freixas *et al.* 2000). Di conseguenza il punto chiave non è *se* il Fondo monetario possa o debba agire da prestatore internazionale di ultima istanza, ma piuttosto *come* l’attività di LOLR possa essere meglio organizzata a livello internazionale tenendo conto della maggiore complessità del contesto economico, legale e istituzionale. Il secondo modo consiste nell’enfatizzare il fenomeno di *moral hazard* generato dall’attività del Fondo in qualità di prestatore di ultima istanza. Ma anche questa tesi è contraddetta dal fatto che, almeno finora, l’assistenza finanziaria dell’FMI non sembra aver comportato alcun tangibile elemento di sussidio (Jeanne e Zettelmeyer 2001). Per generare *moral hazard*, un LOLR deve scaricare sulla collettività almeno una parte dei costi derivanti dai rischi assunti dal settore privato. Fino a oggi così non è stato. Inoltre, la distinzione tra *moral hazard* da parte dei creditori o da parte dei debitori non è in sé rilevante, poiché, in assenza di frizioni, per evitare il fenomeno è sufficiente che il costo del rischio sia sostenuto da una delle parti che entra nella relazione di credito – una diretta applicazione del teorema di Modigliani-Miller. Se vi sono frizioni, ovviamente, il modo in cui i costi sono allocati può influire sull’efficienza complessiva del contesto istituzionale – un argomento sul quale ritornerò nella prossima Sezione. Ma ciò non ha nulla a che vedere con il *moral hazard* in quanto tale.

Proposizione 2. *Il principale fallimento del mercato, da correggere mediante modifiche dell'architettura finanziaria internazionale, riguarda il coordinamento tra creditori.*

Il coordinamento tra creditori in caso di insolvenza è sempre problematico, soprattutto nel contesto degli attuali mercati di titoli obbligazionari, solitamente frammentati tra una miriade di detentori. Ma è proprio questo il problema principale da risolvere? Direi di no. In passato i creditori sono sempre riusciti a coordinarsi in modo efficace, laddove veniva percepito un chiaro interesse in tal senso. Sia nella seconda metà del diciannovesimo secolo, sia negli anni Trenta del secolo scorso – due periodi caratterizzati da un diffuso ricorso ai prestiti obbligazionari – i creditori formarono rapidamente dei comitati volontari per la tutela dei propri interessi. Ed essi furono molto efficaci nel raggiungimento dei propri obiettivi, visto che in media i rendimenti effettivi riuscirono a compensare le perdite derivanti dalle interruzioni nel servizio del debito e dalle decurtazioni del capitale investito (Eichengreen 1991). Questo notevole risultato non può attribuirsi al maggiore coinvolgimento dei governi dei paesi creditori nei negoziati, giacché le autorità fecero raramente ricorso a politiche commerciali aggressive per estorcere ai paesi in crisi condizioni più favorevoli per i propri cittadini. La ragione principale alla base di rendimenti ex-post così elevati sembra risiedere nel riconoscimento, da parte dei paesi insolventi, che ripianando prontamente i propri debiti essi avrebbe riguadagnato accesso al mercato dei capitali in tempi più rapidi. Con riferimento agli anni Trenta, infatti, i paesi che interruppero il servizio del debito si ripresero più rapidamente dalla Grande Depressione rispetto a quelli che avevano cercato di evitare il fallimento (Eichengreen e Portes 1990).

Se in passato i creditori sono riusciti a coordinarsi in modo così efficace, perché oggi dovrebbero incontrare maggiori difficoltà? Una ragione potrebbe risiedere nell'esistenza di misure contrattuali, come le "clausole di accelerazione", che tendono a innescare una reazione automatica a fronte di atti ostili da parte del debitore, rendendo così più difficile una reazione più ponderata da parte dei creditori. Un'altra possibile spiegazione è rappresentata dal rischio che, a fronte di una crisi nel conto capitale della bilancia dei pagamenti, la disponibilità di ingenti finanziamenti da parte dell'FMI possa distorcere la struttura degli incentivi che regola il comportamento dei creditori e dei debitori: quanto più grave è la crisi, tanto più elevata è la probabilità di un intervento del Fondo monetario (Miller e Zhang 2000). *Prima facie*, quest'ultima spiegazione è

resa plausibile dall'esistenza stessa dell'FMI, che rappresenta la differenza di gran lunga più rilevante tra il contesto finanziario internazionale dei nostri giorni e quello degli anni Trenta.

Qualunque sia la vera ragione, è in ogni caso chiaro che i problemi di coordinamento tra creditori non bastano di per loro a spiegare perché l'insolvenza di uno stato sovrano debba essere considerato oggi un fatto più grave rispetto al passato. Per comprendere perché l'architettura finanziaria internazionale abbia assunto una posizione così di rilievo nel programma di lavoro delle autorità ufficiali occorre quindi effettuare un'analisi più approfondita.

Proposizione 3. *Qualsiasi tentativo di stabilire a livello internazionale procedure fallimentari analoghe a quelle in vigore nei paesi comporterebbe uno sconvolgimento del mercato del debito sovrano.*

Questa tesi è stata avanzata, tra gli altri, da Dooley (2000) e Shleifer (2003). L'idea sottostante è che l'incapacità dei debitori e dei creditori di rinegoziare rapidamente i contratti rappresenti una reazione endogena a una caratteristica peculiare dei rapporti finanziari internazionali che coinvolgono debitori sovrani; cioè, l'impossibilità di aggredire le attività che il debitore sovrano detiene all'interno della propria giurisdizione. Qualunque tentativo di attenuare i diritti dei creditori, rendendo la ristrutturazione più agevole, impedirebbe al mercato del debito di funzionare.

Tale affermazione, a prima vista fondata, non lo è per niente alla luce di un'analisi più attenta. Il fine delle procedure fallimentari non è quello di pregiudicare gli interessi dell'una o dell'altra delle parti coinvolte in ogni circostanza specifica. Piuttosto, esse hanno il duplice obiettivo di tutelare le attività del debitore dai rischi di un ingiustificato depauperamento, e di ridurre l'incertezza sulle procedure utilizzate per allocare le attività dopo la dichiarazione di insolvenza (contribuendo così a contenere i costi di transazione complessivi). L'esistenza di procedure volte a conseguire questi obiettivi è più importante delle caratteristiche specifiche di ciascuna procedura. A livello mondiale si registra, infatti, un'ampia varietà di meccanismi fallimentari, in relazione alle diverse tradizioni giuridiche e alle caratteristiche sociali prevalenti in ciascun paese. Chi teme che il mercato del debito sovrano possa scomparire a seguito dell'introduzione di un esplicito regime fallimentare internazionale, tipicamente ipotizza una

procedura simile al *Chapter 11* in vigore negli Stati Uniti, che è spesso citato come uno schema molto favorevole al debitore. Ma, come già detto, tutte le procedure fallimentari sono in qualche misura “favorevoli al debitore”, poiché sono volte a proteggere le attività del debitore dai rischi di ingiustificato depauperamento. Il vero problema quindi è: quanta protezione dovrebbe essere concessa ai debitori al fine di incrementare il benessere sociale? Non è possibile rispondere a questa domanda in termini astratti, e vi ritornerò nella prossima sezione con riferimento al mercato del debito sovrano. Ci sono almeno tre ragioni per ritenere che la proposizione 3 rappresenti una semplificazione eccessiva e poco costruttiva. In primo luogo, il *Chapter 11* non esaurisce la gamma dei possibili regimi fallimentari da prendere come modello di riferimento. Ad esempio, in un recente rapporto redatto sotto l’egida dei Supplenti del G10 si distinguono le procedure fallimentari “centrate sulle parti interessate” (*stakeholder-centered*) da quelle “centrate sulle autorità” (*official-centered*), in base al ruolo effettivamente ricoperto dai tribunali durante la fase di riorganizzazione dell’impresa (Contact Group 2003). Alla luce della maggiore frammentazione giuridica del contesto internazionale, non vi è dubbio sul fatto che lo schema fallimentare da adottare debba appartenere al primo genere, e cioè riconoscere ai creditori, all’interno della procedura, un ruolo maggiore rispetto a quello loro normalmente attribuito nei regimi “centrati sulle autorità”.

In secondo luogo, per valutare fino a che punto un particolare schema sia favorevole al debitore occorre andare oltre le apparenze. Per esempio, cosa pensare del fatto che, secondo gli esperti del settore, più del 50% delle ristrutturazioni aziendali negli Stati Uniti avrebbero luogo “all’ombra della legge”, ossia senza l’esplicito ricorso al *Chapter 11*?¹ Ciò rende il regime fallimentare americano complessivamente più favorevole ai creditori o al debitore? Risulta, infine, in qualche maniera paradossale che gli oppositori di uno schema fallimentare internazionale, come Shleifer, citino il mercato delle obbligazioni municipali americane come un modello da seguire per il debito sovrano, in termini di *spread* medi e tassi di insolvenza. Di fatto, gli enti municipali americani sono soggetti a una procedura fallimentare speciale – il *Chapter 9* – che sulla carta appare ancora più favorevole al debitore rispetto al *Chapter 11*. Se il *Chapter 9* ha prodotto risultati così positivi, perché non replicarlo a livello internazionale

¹ Cfr. Gilson (1996).

con i necessari adattamenti?² Di certo deve esserci un nesso mancante nel ragionamento, oppure occorre ammettere che la distinzione tra sistemi a favore del creditore e sistemi a favore del debitore è troppo vaga per essere di una qualche utilità.

Alla luce di queste considerazioni sembra possibile argomentare che un sistema fallimentare sovranazionale non dovrebbe recare danni al mercato del debito sovrano, più di quanto le normative fallimentari nazionali abbiano recato danni ai mercati finanziari domestici. Ciò non vuol dire che tutto funzionerebbe perfettamente. Come sempre, il diavolo si nasconde nei dettagli. Tuttavia, come sottolineato recentemente da Ken Rogoff (2003, p. 2),

“una procedura fallimentare per i debitori sovrani che sia ben strutturata non rappresenta, per autorità di governo responsabili, un incentivo ad assumere comportamenti scorretti, almeno non più di quanto la scoperta di una nuova cura per il tumore dei polmoni può verosimilmente rappresentare, per i non fumatori, un incentivo a iniziare a fumare”.

Per quanto riguarda i governi “irresponsabili”, non è d’altro lato chiaro perché i creditori dovrebbero ritenere i propri diritti meglio protetti nell’attuale situazione di vuoto istituzionale piuttosto che in un mondo regolato da procedure prevedibili e affidabili per il trattamento dell’insolvenza di stati sovrani.

² La ragione per cui il Chapter 9 sembra funzionare bene è legata al fatto che le municipalità necessitano di nuovi finanziamenti quando il default è in corso. Nel caso del fallimento della Orange County californiana nel 1994, il governo della Contea pubblicò un prospetto informativo per illustrare il proprio comportamento negoziale. Alla domanda “perché non possiamo permetterci di ignorare l’esistenza di quel debito?” la risposta era “se non paghiamo, ciò avrà un impatto molto grave sulla Orange County. Incontreremmo gravi difficoltà ad accedere al mercato obbligazionario, e quindi a reperire fondi per pagare la costruzione di strade, infrastrutture di controllo delle inondazioni, prigioni, autostrade, ecc., che è necessaria per sostenere la crescita dell’economia”. Tale motivazione aiuta a comprendere perché i governi, a livello sia locale sia nazionale, tentano fino all’ultimo di evitare il fallimento e normalmente cercano di negoziare accordi per la ristrutturazione del debito su base volontaria. Sull’argomento ritornerò nella prossima sezione.

3. Qual è il problema?

Il contesto internazionale si differenzia da quello nazionale sotto due aspetti principali. Entrambi hanno a che fare con la nozione di sovranità. In primo luogo, i diritti di proprietà a livello internazionale non sono sorretti da una struttura universalmente riconosciuta e prevedibile che ne assicuri il rispetto. Ciò li rende fundamentalmente più deboli che in un contesto nazionale. In secondo luogo, le azioni dei debitori, direttamente nel caso di prenditori sovrani o indirettamente nel caso di prenditori *corporate*, sono soggette alle oscillazioni della politica interna nel paese prenditore. Questo significa che il “debitore” è in realtà una forma di azione collettiva camuffata: le sue azioni sono il risultato di un gioco tra molti “principali” (i vari gruppi di interesse) in potenziale conflitto tra loro e un “agente” (il governo) che può anche perseguire obiettivi suoi propri. Trattare il “debitore” come un individuo perfettamente razionale e dotato di preferenze stabili, come avviene nella maggior parte dei nostri modelli analitici, ha probabilmente un potenziale euristico assai scarso (Dixit 1998). Considerazioni di economia politica sono dunque componenti inevitabili della relazione debitore - creditore a livello internazionale.

Queste due caratteristiche combinate assieme generano tensioni nelle relazioni finanziarie internazionali. Da un lato, diritti di proprietà deboli tendono a ridurre il livello di equilibrio dei prestiti internazionali. Per contro, governi “miopi”, che cioè non massimizzano alcuna individuabile funzione di benessere sociale, producono una tendenza all’eccesso di prestiti. Le crisi debitorie più dolorose sono una conseguenza di questa tensione. Per una descrizione chiara e concisa del meccanismo torna utile citare nuovamente Rogoff (2003, p. 2):

“rendendo i fallimento molto costoso, le forme rischiose di debito – particolarmente quelle soggette a problemi di azione collettiva – forniscono una qualche misura di fiducia agli investitori internazionali [...] In altre parole, i costi del fallimento forniscono una punizione che in qualche caso sostituisce gli effettivi diritti di proprietà a livello internazionale”.

Ma in che modo i fallimenti sono costosi per il paese che prende a prestito? Anche se le deroghe all’immunità sovrana rappresentano una pratica comune ai giorni d’oggi, esistono tipicamente pochi *asset* su cui i creditori non soddisfatti possono rivalersi. Se i fallimenti sono costosi è

principalmente perché inibiscono, in qualche modo, la possibilità di indebitarsi nuovamente in futuro: a differenza delle imprese finanziarie, e in un certo senso anche a differenza di quelle non finanziarie che prendono a prestito, i debitori sovrani dopo un fallimento incorrono in un *financing gap* che, non potendo coprire con fondi esteri, devono eliminare tramite una correzione nel saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Di certo, il paese può trovare un creditore pronto a farsi carico del rischio di prestare fondi mentre il servizio del debito è sospeso, poiché tali prestiti non sono proibiti dalla legge; i nuovi prestiti potrebbero, tuttavia, essere attaccati da altri creditori attraverso le vie legali. Senza tutela legale il debitore è pertanto impossibilitato a raccogliere altro denaro, e deve quindi sostenere un costo in termini di perdita di output per realizzare il necessario aggiustamento nelle partite correnti.

Ora, come sottolinea Rogoff stesso, questo tipo di costi non rappresenta un valido sostituto dei più solidi diritti di proprietà; è una soluzione inefficiente al problema. Per capire perché, è utile fare riferimento alla nozione di *cheapest cost avoider* comunemente usata nell'analisi e nella pratica legale. Quando devono allocare i costi di un sinistro tra le varie parti coinvolte, la legge, e i giudici che devono interpretarla, possono fondare i propri giudizi su due criteri alternativi. Il primo è il criterio del *loss spreading*, col quale si cerca di minimizzare i costi sostenuti dalle parti distribuendo le perdite in maniera più ampia possibile. Il secondo è quello di assegnare le perdite principalmente al *cheapest-cost avoider*, minimizzando in questo modo la probabilità che esse si materializzino nuovamente in futuro. In altre parole, il criterio del *cheapest-cost avoider* consiste nell'identificare la controparte che, grazie ai propri mezzi, capacità, o risorse, è in grado di prendere provvedimenti, al minor costo possibile, affinché le probabilità che l'incidente si ripeta in futuro siano minimizzate. Il principio, dovuto a Calabresi (1970), è intrinsecamente dinamico e si prefigge di ridurre i costi sociali modificando gli incentivi piuttosto che focalizzandosi sulla ripartizione di costi *dati*.

Si può obiettare che basarsi solo sui costi del fallimento (che chiaramente non sono interpretabili come un'applicazione del principio del *loss spreading*) può portare a scegliere il *cost avoider* sbagliato, perché non si tiene nella dovuta considerazione la seconda peculiarità del contesto internazionale, ossia l'intrinseca natura "politica" del debitore. Il contribuente locale, infatti, ha di regola un controllo solo limitato sulle azioni del proprio governo, che come detto prima sono il risultato di un gioco tra molti principali. Inoltre, per prolungare il proprio mandato, i

governi in carica possono avere l'incentivo a nascondere informazioni rilevanti o agire contro gli interessi della maggioranza dei cittadini. Ciò non significa che i paesi siano sempre dei debitori inaffidabili. I vincoli politici a livello nazionale possono essere cambiati, e di fatto diversi paesi sono riusciti in passato a rafforzare le proprie istituzioni e la qualità del proprio *policy-making*. Nel breve periodo, tuttavia, tali vincoli possono ritardare il riconoscimento di un problema relativo al debito estero, e determinare interventi correttivi solo gradualmente quando il problema è infine riconosciuto. Soprattutto, come spiega Johnson (1997), tali vincoli rendono endogena la probabilità di successo di un dato mutamento di *policy*, ossia la fanno dipendere da come il consenso attorno al nuovo regime di politica economica viene creato e preservato. Questo incentiva i governi in carica a rimandare il momento in cui viene riconosciuta l'esistenza di un problema debitorio, e ad evitare misure impopolari volte a contenerlo. Al contrario gli investitori privati, che sono rappresentati principalmente da istituzioni finanziarie specializzate nella gestione attiva di portafogli e nella elaborazione di informazioni, sono liberi di reagire in tempo reale se lo ritengono opportuno. Il risultato di questa asimmetria di fondo è la tendenza, nei mercati del debito sovrano, a un eccesso di credito (*overborrowing* e *overlending*) accompagnato da episodi di *sudden deaths*, come li chiama Guillermo Calvo, con possibili effetti di contagio internazionale.

Si noti come l'esistenza stessa dell'FMI costituisca un implicito riconoscimento dell'inefficienza della soluzione di mercato per risolvere questa tensione. Se davvero i costi del fallimento rappresentassero una buona risposta alle peculiarità del contesto internazionale, perché ci si dovrebbe preoccupare di avere un'istituzione con un mandato quale quello indicato nel già citato articolo 1 dello statuto dell'FMI?

Anzi, con l'approfondirsi dei processi di liberalizzazione finanziaria, i compiti dell'FMI a questo riguardo si sono notevolmente accresciuti. Sotto la pressione degli eventi, il Fondo monetario, e più in generale la comunità ufficiale, ha sviluppato la nozione di finanza ufficiale catalitica (*catalytic official finance*, COF). Non è questo il luogo per passare in rassegna i presupposti teorici e l'evoluzione storica di questa nozione.³ Ai nostri fini è sufficiente osservare che la COF è un tentativo di evitare il completo fallimento applicando una ricetta fatta di tre ingredienti: una forte condizionalità in termini di misure correttive richieste al paese debitore, un

³ Per un'analisi della finanza ufficiale catalitica e per i riscontri empirici si rimanda a Cottarelli e Giannini (2002).

sostegno finanziario ampio ma al tempo stesso limitato (tale cioè da non coprire l'intero *financing gap*) da parte del Fondo monetario, il contributo del settore privato per colmare il fabbisogno finanziario non coperto da risorse ufficiali.

Il problema della COF, comunque, è che in sostanza essa non cambia la natura della questione. Soprattutto, la COF non risolve il problema della mancanza di protezione legale per il paese insolvente: di fatto, essa mira proprio a evitare il fallimento. Ma questo risultato non può essere dato per scontato, e se alla fine esso avviene, come in Argentina, l'FMI è uno tra i tanti creditori colpiti – anzi, quello colpito maggiormente, visto che la COF implica per definizione che vengano prestate ingenti somme di denaro ufficiale. Perciò l'FMI, come ogni altro creditore, ha bisogno di proteggersi dal rischio di fallimento. Ciò viene realizzato non solo attraverso l'imposizione della condizionalità, ma anche attraverso un attento razionamento degli esborsi, il ricorso a prestiti di breve periodo e l'applicazione, quando viene impiegata la SRF, di un tasso penalizzante (si veda la sezione successiva). Nel complesso, queste pratiche corrispondono al riconoscimento della forza dei vincoli politici nazionali e dell'incertezza che circonda il successo delle misure correttive concordate dall'FMI col paese debitore. Un effetto collaterale della COF è l'appesantimento dell'onere in capo ai contribuenti locali, i quali possono controllare le azioni dei propri governi in misura assai parziale. Perché mai gli investitori privati, le cui azioni rimangono sempre “sovrane”, cioè volontarie, dovrebbero sentirsi rassicurati da un LOLR che ha bisogno di proteggersi, lui stesso, dal medesimo rischio per il quale dovrebbe fornire una copertura, aumentando forse in tal modo questo rischio? La COF può quindi risultare addirittura controproducente: mentre *ex post* può non riuscire a ripristinare la fiducia, la consapevolezza che essa sarà comunque erogata se le cose vanno male può scoraggiare un attento monitoraggio da parte dei creditori.

È possibile considerare questo argomento da un'angolazione diversa. Quello che molti spesso non tengono ben presente è che una politica di LOLR, a livello sia nazionale sia internazionale, è ottimale solo a condizione di assumere che il LOLR stesso abbia informazioni, o poteri coercitivi, superiori rispetto a quelli degli investitori privati. In tutti gli altri casi si può dimostrare come una politica di sospensione del servizio del debito sia preferibile dal punto di vista sociale.⁴ Pur essendo abbastanza

⁴ Si veda Wallace (1998) e Rogoff (1999)

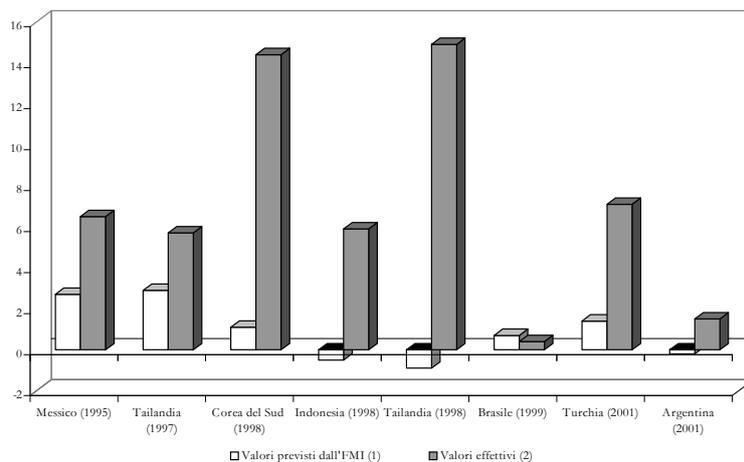
robusto, questo risultato teorico sulle crisi debitorie è stato costantemente ignorato nel dibattito ufficiale.

Non vi è d'altro lato nessun motivo per giungere alle conseguenze opposte e concludere che la COF sarà sempre inefficace. In alcuni casi, il pacchetto catalitico dell'FMI potrebbe consentire di guadagnare tempo prezioso, da utilizzare per allentare i vincoli politici domestici e riportare il paese sul giusto sentiero.

Di fatto, la recente storia di gestione delle crisi finanziarie annovera alcuni successi, dal Messico (1994-95), al Brasile (1999), e anche alla Corea del Sud (1998). Si può tuttavia sostenere come queste storie di successo siano meglio spiegate in termini di potere coercitivo superiore (Messico) o di ricorso alla *moral suasion* (Brasile e Corea) piuttosto che in termini di COF.

FIGURA 1

AGGIUSTAMENTO DI PARTE CORRENTE IN ALCUNI PAESI COLPITI DA CRISI
(in percentuale del PIL)



essere considerati significativamente meno rischiosi dei prestiti privati, giustificando in questo modo tassi di interesse più bassi di quelli di mercato. Ma questo risultato continua a valere nella presente congiuntura? Certamente si spera di sì; tuttavia, il fatto che le autorità argentine abbiano minacciato un fallimento sui prestiti del Fondo come strumento di negoziazione dovrebbe essere considerato come un ulteriore segnale che la COF è un'arma a doppio taglio, da usare con maggiore parsimonia di quanto fatto finora.

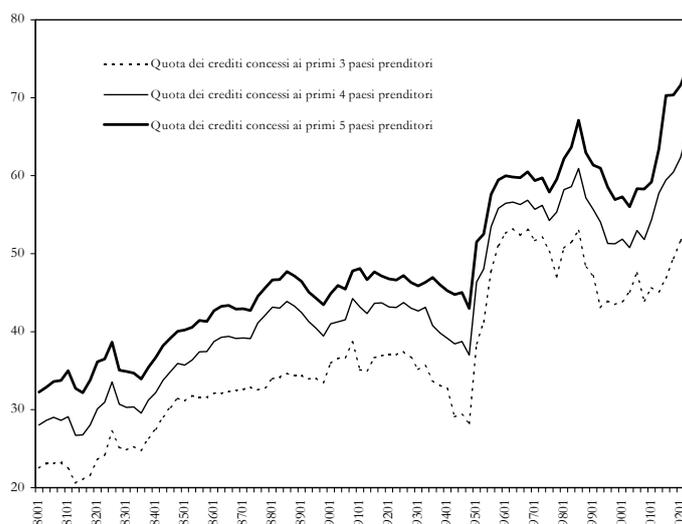
¹ Differenza tra il saldo corrente previsto dall'FMI per l'anno di riferimento del programma e il saldo effettivo dell'anno prima.

² Differenza tra il saldo effettivo nell'anno di riferimento del programma e il saldo effettivo dell'anno prima.

Nel complesso penso che vi siano buone ragioni non tanto per disconoscere la COF, quanto per utilizzare anche altri strumenti a essa complementari, che consentano al paese debitore di prendere iniziative tempestive per evitare di imboccare sentieri di debito non sostenibili. Per avere senso tali strumenti dovrebbero permettere al paese di reperire risorse addizionali mentre è in corso la ristrutturazione del debito, similmente a quanto accade nel caso del *debtor-in-possession financing* comune a molte procedure fallimentari a livello nazionale. Se l'obiettivo verrà raggiunto, questi strumenti potranno ridurre i costi del fallimento e quindi spostare una parte dell'onere della gestione della crisi dai contribuenti locali agli investitori internazionali. Questa forma di *burden-sharing* non ha alcun intento punitivo, e nemmeno si basa su considerazioni di equità; si fonda piuttosto sull'assunzione che l'investitore privato rappresenti il *cost avoider* migliore, cioè quello meglio posizionato, rispetto al contribuente locale, per valutare i rischi e prendere misure atte a disciplinare i paesi debitori. Come è chiaro, il Fondo monetario non può da solo garantire i risultati che sarebbero prodotti da una più responsabile assunzione di rischi a livello internazionale. Se la strategia sarà attuata con coerenza, il numero di crisi

FIGURA 2

CONCENTRAZIONE DEI CREDITI DELL'FMI
(percentuali)



sarà ridotto e i relativi costi di risoluzione risulteranno più bassi. L'ottenimento di questo risultato dipenderà tuttavia in modo cruciale dalla capacità di realizzare una giusta combinazione di determinazione e pragmatismo, con particolare riferimento alle tre componenti fondamentali della strategia: *a)* un'azione per ridurre i costi immediati sostenuti dal debitore quando occorre avviare i negoziati con i creditori, in modo che il debitore sia incoraggiato a muoversi per tempo; *b)* un'azione per rendere la politica di accesso ai fondi dell'FMI più rigorosa, in modo che le risorse del Fondo non siano utilizzate per procrastinare il riconoscimento di un problema di sostenibilità del debito; *c)* un'azione per sviluppare regole e procedure volte a evitare che il naturale conflitto di interessi tra debitori e creditori si trasformi in aperta ostilità, per minimizzare i costi di negoziazione.

Fonte: elaborazioni su dati FMI.

4. Stiamo facendo progressi?

Non è realistico pensare che le riforme istituzionali possano attuarsi in tempi brevi. Poiché il futuro è sconosciuto, i contratti fondamentalmente incompleti, e gli interessi in gioco sovente contrastanti, è necessario identificare con attenzione i pro e i contro, e valutarli in relazione a ogni fase del processo di riforma. La teoria potrà al più fornire una guida limitata. Alla luce di queste considerazioni penso che la risposta alla domanda che pongo in questa sezione sia affermativa, con la qualificazione che molto rimane ancora da fare, soprattutto in merito all'applicazione di alcuni nuovi principi avallati nel frattempo. La discussione in questa sezione sarà organizzata intorno a tre temi. Tratterò anzitutto il tema delle norme che regolano l'accesso alle risorse dell'FMI da parte dei paesi membri (ovvero l'*access policy* del Fondo monetario, come viene di solito definita). Discuterò quindi il cosiddetto approccio "a due pilastri" (*two pillar approach*) alla risoluzione delle crisi, delineato dal Comitato Monetario e Finanziario Internazionale (International Monetary and Financial Committee, IMFC) dell'FMI in occasione della scorsa riunione annuale. Il *two-pillar approach* mira a: *a)* includere le clausole di azione collettiva nei contratti del debito sovrano; *b)* definire uno schema di riferimento normativo basato su

un meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano. Tratterò separatamente ognuno dei due pilastri.⁵

L'access policy dell'FMI. Col senno di poi è corretto affermare che il Fondo monetario è stato colto impreparato dalla sfida di promuovere la stabilità finanziaria in un mondo di libera circolazione di capitali. In un contesto di non convertibilità del conto capitale, la misurazione e la correzione degli squilibri finanziari erano compiti relativamente semplici. La prima ondata di crisi da movimenti di capitale, nei primi anni Ottanta, è stata gestita in condizioni abbastanza favorevoli, data la prevalenza di flussi di capitale bancari e lo spazio di manovra garantito dal ricorso alla sospensione del servizio del debito. Come sappiamo, negli anni Novanta la situazione è mutata radicalmente. A livello operativo l'FMI affrontava il decennio con la seguente dotazione di strumenti: un insieme di limiti per l'accesso al credito ordinario (100% della quota su base annua e 300% su base cumulata), una clausola, prevista per "circostanze eccezionali" non meglio specificate, che autorizzava il superamento dei limiti normali, e un ventaglio di sportelli finanziari (*facilities*) pensati per gestire problemi tradizionali di tipo strutturale e macroeconomico. Sotto l'incalzare degli eventi furono creati due nuovi sportelli alquanto innovativi rispetto alla tradizione precedente. Tra questi, la *Contingent Credit Line* (CCL) era sulla carta lo strumento più innovativo, poiché pensato con l'idea di prevenire le crisi tramite una forma di condizionalità *ex ante*; la CCL non ha tuttavia avuto in concreto alcun impatto, poiché nessuno dei paesi potenzialmente intitolati a utilizzarla ne ha sinora fatto richiesta, nonostante una successiva revisione effettuata dall'FMI per renderla più attraente. La storia della *Supplemental Reserve Facility* (SRF) è per certi versi più complessa. Introdotta nel 1998 nel mezzo della crisi asiatica, la SRF è stata concepita rifacendosi alla vecchia idea di Walter Bagehot secondo cui il prestito di ultima istanza deve essere concesso in quantità illimitate, a tassi di prestito penalizzanti e con durata di breve termine. Di conseguenza la *facility* in questione non è stata sottoposta ad alcun limite, in modo che potesse essere usata per erogare prestiti molto ampi senza invocare la clausola delle circostanze eccezionali. Tuttavia, data l'onerosità della SRF per i paesi debitori (onerosità oltretutto aggravata dalle condizioni sfavorevoli tipiche di una crisi da conto capitale),

⁵ L'approccio a due pilastri è stato ratificato dall'IMFC nell'autunno 2002; la sua origine risale all'Action Plan stilato dal G7 nell'aprile dello stesso anno.

col passare del tempo l'FMI ha sviluppato la prassi di attivare la SRF congiuntamente con altre *facilities* sottoposte ai limiti di accesso ordinari. Nella maggior parte dei casi la clausola delle circostanze eccezionali dovette essere invocata per raggiungere la composizione desiderata. Come risultato finale, si è prodotta una notevole confusione sulle regole seguite dal Fondo nella concessione di finanziamenti ai paesi membri. I limiti normali erano pensati per essere applicati uniformemente a tutti i finanziamenti dell'FMI, o solo a quelli erogati tramite alcune *facilities*? Si riteneva che le crisi da movimenti di capitale dovessero essere gestite solamente tramite l'utilizzo della SRF, o tramite una combinazione non predeterminata di *facilities*, da decidere in base alle circostanze? E come doveva essere interpretata la clausola delle circostanze eccezionali, dato che era invocata in modo sempre più frequente? Quale era il significato di una eccezione che si presentava più spesso della norma?

A fronte di ciò, non sorprende che la *access policy* abbia svolto un ruolo di primo piano nel recente tentativo di riforma. All'inizio del 2003 il Consiglio di Amministrazione dell'FMI (il *Board*) ha riesaminato le modalità tecniche e i criteri decisionali attinenti all'assistenza finanziaria da fornire a paesi colpiti da crisi originatesi nel conto capitale. Per quanto riguarda la CCL, il processo di revisione è ancora in corso e non sarà completato prima di novembre 2003, quando la *facility* dovrebbe essere abolita per scadenza dei termini. Nella comunità ufficiale serpeggia tuttavia un certo scetticismo sulle reali potenzialità della CCL.⁶ In relazione alla politica di concessione dei prestiti nel suo complesso, il *Board* ha approvato un insieme di criteri e procedure da seguire quando la clausola delle circostanze eccezionali sia invocata in presenza di una crisi da conto capitale.⁷ Dei quattro criteri individuati, il più importante è quello secondo cui l'onere debitorio per il paese possa essere considerato sostenibile anche in circostanze alquanto sfavorevoli. Sotto il profilo procedurale si è altresì richiesto che il *Board* sia coinvolto sin dalla fase iniziale del processo, e che sia prodotta una valutazione *ex post* delle decisioni prese. Poiché questi criteri e procedure sarebbero applicati ai finanziamenti dell'FMI indipendentemente dalla *facility* usata, ne discende che essi dovranno essere rispettati anche nel caso in cui venga utilizzata la SRF.

⁶ Agli Spring Meetings l'IMFC ha invitato il Fondo a esplorare altre vie per promuovere le finalità preventive della CCL, inclusi i cosiddetti programmi precauzionali.

⁷ La nuova politica non ha modificato la definizione di accesso ordinario, che rimane fissato al 100% della quota su base annua e al 300% della quota su base cumulativa.

La nuova *access policy* del Fondo Monetario rappresenta un importante passo in avanti rispetto alla prassi precedente. D'ora in avanti, l'erogazione di finanziamenti di entità straordinaria per fronteggiare crisi da movimenti di capitale non potrà essere considerata come la norma. Ma cosa accade se un paese viene colpito da una severa crisi *di parte corrente*? La questione è tutt'altro che banale, se si considera che dal 1994 in poi tutte le crisi da movimenti di capitale si sono associate anche a ingenti disavanzi nel saldo delle partite correnti, compresi tra il due e l'otto% del Pil (Ghosh *et al.* 2002). In effetti, non essendo stata espressamente abrogata la clausola delle circostanze eccezionali, rimane la possibilità che eventuali ampi deficit di parte corrente vengano utilizzati per esercitare una pressione sull'FMI e garantire finanziamenti di entità straordinaria anche a paesi il cui debito estero non è ritenuto sostenibile. Riconoscendo tale distorsione, agli Spring Meetings del 2003 l'IMFC ha precisato che i nuovi requisiti procedurali saranno applicati per tutte le richieste di accesso straordinario, indipendentemente dalle motivazioni sottostanti. Non è stato invece precisato nulla sui criteri rilevanti – e sono spesso i criteri, piuttosto che le semplici procedure, a risultare determinanti quando la pressione politica inizia a montare. Al riguardo sarebbe forse stato preferibile abrogare direttamente la suddetta clausola, ma è difficile dire quanto questa distorsione sia effettivamente rilevante. Non si può che convenire, quindi, con quanto puntualizzato dal Direttore Generale dell'FMI agli Spring Meetings: «le modalità con cui questi criteri e procedure saranno concretamente applicati per valutare la concessione di finanziamenti saranno decisive».

Clausole di Azione Collettiva (*Collective Action Clauses, CACs*). Quando le CACs vennero raccomandate per la prima volta, nel Rapporto Rey del G10 (Gruppo dei Dieci 1996), fu chiarito subito che la loro diffusione sarebbe dovuta essere «un processo guidato dal mercato per avere successo», e che «un tale sforzo avrebbe ricevuto un adeguato sostegno da parte della comunità ufficiale». Ciò che è avvenuto in seguito è probabilmente l'opposto di quanto ravvisato dal G10. Dato lo scarso entusiasmo mostrato dal settore privato, i Supplenti del G10 hanno preso l'iniziativa di definire “clausole tipo”. Il settore privato ha reagito prontamente proponendo a sua volta un proprio insieme di clausole tipo. La differenza principale tra i due insiemi di clausole risiede nella maggioranza richiesta per modificare i termini del contratto iniziale, che è più alta nella versione del settore privato. Nel complesso, tuttavia, le due

proposte sono in linea di massima compatibili tra loro, e il fatto che il settore privato e quello ufficiale siano ora d'accordo sulla necessità di promuovere le CACs è un risultato importante. Prudentemente l'FMI si è astenuto dall'avallare alcun modello di clausole, ritenendo che la ricerca della formulazione migliore spetti ai debitori e ai creditori, anche in considerazione delle tradizioni giuridiche dei vari paesi.

Il crescente consenso dei privati sull'utilità delle CACs ha anche avuto l'effetto di attenuare la riluttanza dei paesi debitori a farne uso, un fattore percepito dalla comunità ufficiale come l'ostacolo più serio alla loro diffusione. Egitto, Libano, Qatar e infine Messico, hanno ormai iniziato a emettere un considerevole ammontare di titoli pubblici governati dalla *New York Law* e contenenti CACs. L'Unione Europea, che aveva annunciato l'intenzione di emettere titoli con CACs già nel 2002, ha ora deciso di passare alla fase operativa: in particolare l'Italia, che è il principale emittente europeo di titoli di stato presso giurisdizioni estere, si è impegnata a completare i preparativi tecnici necessari per emettere titoli governati dalla legge di New York entro giugno 2003. Poiché i nuovi titoli sono stati accolti molto favorevolmente dagli investitori internazionali, sembra probabile che altri importanti paesi emergenti adotteranno le CACs nel prossimo futuro. Da parte sua, l'FMI si è impegnato a promuovere le CACs nello svolgimento delle proprie regolari attività di sorveglianza e attraverso specifiche iniziative di sensibilizzazione.

L'obiettivo principale è ora quello di inserire la CACs all'interno di un "Codice di Buona Condotta" che regoli le relazioni tra debitori e creditori nella delicata fase dell'attivazione delle CACs, per impedire che gli inevitabili conflitti d'interesse degenerino in atti ostili. Sulla scia di un'iniziativa della Banca di Francia, anche il G7 si sta attivando su questo fronte, in collaborazione con eminenti personalità del settore privato.

Meccanismo di Ristrutturazione del Debito Sovrano (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM*). Quando, nel novembre 2001, Anne Krueger fece il suo ormai ben noto discorso in cui propugnava la necessità dell'SDRM, molti vennero colti di sorpresa, interpretando la proposta come un'inversione di tendenza rispetto alla precedente prassi. Questa interpretazione, comunque, non è corretta. Già quando il Rapporto Rey era in fase di bozze, infatti, l'FMI puntualizzò che una procedura fallimentare per il debito sovrano avrebbe agevolato l'ordinato svolgimento delle ristrutturazioni, a condizione che lo Statuto del Fondo fosse modificato in modo tale da fornire un adeguato sostegno legale. Fu il

Gruppo Rey a concludere, dopo una lunga discussione interna, che «l'istituzione di una procedura formale di fallimento internazionale non sarebbe stata realizzabile o appropriata nelle condizioni attuali o in un prevedibile futuro» (Gruppo dei Dieci 1996, p. iii). Negli anni seguenti, e in conformità con le opinioni espresse dai suoi maggiori azionisti, l'FMI si è sforzato di ottenere il massimo dagli strumenti esistenti. Il merito principale di Anne Krueger è stato quello di attirare l'attenzione sulla necessità di riaprire il dibattito sulle “regole del gioco”. La sua è stata in un certo senso una provocazione, e ben accetta, di cui essa merita pienamente il credito.

Secondo la Krueger, l'assenza di un meccanismo fallimentare per il debito sovrano determina due conseguenze. In primo luogo, essa «può indurre un emittente sovrano il cui debito è insostenibile a tentare di ritardare una ristrutturazione, drenando le proprie riserve e facendo precipitare il debitore e la maggior parte dei creditori in una situazione ancora peggiore». In secondo luogo, «può complicare il processo di elaborazione di un'equa ristrutturazione del debito che riporti il paese verso la sostenibilità» (Krueger 2002, p. 2). Prese insieme, queste due conseguenze giustificavano un'azione volta a preservare il valore del patrimonio, ossia ridurre, per il paese, il costo immediato di contattare i propri creditori per la ricerca di una ristrutturazione. Questo sollevava tuttavia due problemi di ordine pratico. Di quanto si sarebbe dovuto ridurre il costo? E come? La proposta iniziale della Krueger apparve a molti (incluso lo scrivente) come troppo invasiva, poiché comportava che si attribuisse all'FMI *a*) l'autorità di avallare la sospensione delle azioni esecutive dei creditori (*stay on creditor litigation*), per proteggere in via automatica il debitore sovrano da possibili azioni legali che avrebbero turbato l'andamento dei negoziati per la ristrutturazione e *b*) il potere di risolvere le controversie alla fine del processo. Il rafforzamento dei poteri dell'FMI sembrava inopportuno, non solo perché quell'istituzione era priva delle necessarie competenze (una mancanza che si sarebbe tuttavia potuto colmare nel tempo) ma, più seriamente, perché l'FMI, in qualità di creditore privilegiato, si sarebbe trovato in conflitto di interessi con gli altri creditori. Col progredire del dibattito sono emerse altre due ragioni in favore di una maggiore flessibilità sulla questione dello *stay*. Da un lato, gli esperti legali hanno evidenziato come, nel mercato del debito sovrano, il rischio di una “corsa all'accaparramento” da parte dei creditori non soddisfatti appaia piuttosto remoto. Le controversie legali sul debito sovrano sono in realtà un fenomeno estremamente raro, che tende casomai

a verificarsi solo dopo che la ristrutturazione è stata negoziata con la maggioranza dei creditori. In un certo senso, dunque, una sospensione automatica sarebbe stata ridondante, cioè una complicazione non necessaria. D'altro lato, poiché la garanzia di finanziamenti di tipo *debtor-in-possession* sarebbe, dal punto di vista del debitore, l'elemento chiave di un meccanismo di ristrutturazione formalizzato, e dato che la politica di finanziamenti dell'FMI in presenza di arretrati di pagamento verso creditori privati (il cosiddetto *lending into arrears*, LIA) appariva come il candidato naturale per svolgere questa funzione, sembrava più ragionevole trovare un modo per rendere la LIA accettabile dai creditori e non troppo generosa nei confronti dei debitori sovrani, senza privare i creditori dei propri diritti in modo indebito.⁸

In conseguenza di queste considerazioni, e del dialogo tuttora in corso tra l'FMI, il settore privato, la comunità dei giuristi e gli ambienti politici, la proposta iniziale della Krueger è stata modificata, divenendo nel complesso più flessibile e allo stesso tempo più consensuale di quanto originariamente immaginato. La possibilità di sospendere i diritti dei creditori è stata mantenuta, ma la sua effettiva attivazione è stata lasciata ai creditori stessi per contrastare comportamenti da *free rider* al loro interno. Si è al contempo sminuito notevolmente il ruolo attribuito all'FMI nell'ambito del meccanismo. Secondo l'attuale schema, al Fondo monetario non verrebbe conferito alcun potere legale aggiuntivo; il Fondo continuerebbe a segnalare la propria posizione tramite l'intenzione di fornire finanziamenti per il programma di aggiustamento del paese. A tal fine, nel settembre 2002 il *Board* ha riesaminato la politica della LIA e ha chiarito maggiormente il criterio della "buona fede" già introdotto nel 1999. Questo riesame, che mirava a rendere la LIA più accettabile dagli investitori privati in assenza di una sospensione dei diritti dei creditori, si è sostanziato nell'elencazione dei vari passi che il governo del paese debitore dovrebbe intraprendere quando cerca di ristrutturare. Queste linee guida potrebbero e dovrebbero utilmente essere integrate nel codice di buona condotta da redigere in relazione alle CACs, a cui si è accennato in precedenza. La

⁸ Il problema di proteggere la LIA dalle azioni legali dei creditori privati, spesso trascurato nel dibattito ufficiale, ha svolto un ruolo importante nello sviluppo del pensiero giuridico del Fondo in materia di gestione delle crisi. Che questo problema sia tuttora irrisolto lo si può valutare da fatto che il programma concordato con l'Argentina all'inizio del 2003, con il quale si è inteso fornire al paese un'assistenza finanziaria solo limitata, e perciò interpretabile in termini di LIA, è stato organizzato in modo tale da non implicare l'erogazione di nuovi finanziamenti.

nuova formulazione sembra collocare l'SDRM, in termini di costi che potrebbero ricadere sul debitore, a metà strada tra una ristrutturazione puramente volontaria e una dichiarazione di insolvenza unilaterale, con una struttura di incentivi adeguata (Bossone e Sdravovich 2002). L'attuazione dello schema non esclude quindi che le ristrutturazioni possano avvenire "all'ombra della legge", come già accade in molti contesti nazionali. Anche se rimangono alcuni aspetti della procedura ancora da approfondire (tra cui la possibile inclusione nello SDRM dei finanziamenti ufficiali bilaterali, e la struttura e il funzionamento del foro di risoluzione delle controversie) si può sicuramente affermare che sono stati fatti molti progressi nella elaborazione di un meccanismo fallimentare per il debito sovrano che sia ragionevole e al tempo stesso realistico. Anche se i tempi possono non essere ancora maturi per la sua realizzazione (di questo tratterò nella prossima sezione), il lavoro tecnico è stato quasi completato, a riprova della serietà con cui l'FMI e la comunità ufficiale hanno intrapreso il compito.

5. Quali sono gli ostacoli principali?

Con una politica di accesso alle risorse dell'FMI appena ridefinita e solo in attesa di un'attuazione coerente, e la diffusione delle CACs in pieno svolgimento, l'ostacolo principale sulla strada verso la nuova strategia per la risoluzione delle crisi è lo scarso sostegno di cui l'SDRM ancora gode presso i paesi membri del Fondo monetario. Nell'autunno 2002 l'IMFC aveva chiesto allo staff del Fondo di sviluppare una "proposta concreta" sull'SDRM per la riunione della primavera 2003, cosa che fu fatta sulla base dell'intenso lavoro interno e delle consultazioni esterne con rappresentanti del settore privato, esperti giuridici e autorità nazionali. In quest'ultima riunione, tuttavia, la "proposta concreta" non è stata approvata dall'IMFC, che ha anzi concluso:

"Il Comitato, pur riconoscendo che al momento non è possibile procedere con l'istituzione dell'SDRM, concorda sull'opportunità di proseguire il lavoro su quelle questioni, sollevate durante il suo sviluppo, che sono di rilevanza generale per l'ordinata risoluzione delle crisi finanziarie [...] L'FMI riferirà l'esito dei progressi realizzati in occasione della prossima riunione del Comitato".

Il linguaggio scelto nel Comunicato dell'IMFC non spiega bene perché l'istituzione dell'SDRM "non è al momento possibile"; al riguardo sono più illuminanti le parole del Direttore Generale dell'FMI, tratte dal suo rapporto al Comitato:

"Sebbene all'interno del *Board* vi sia sostanziale convergenza di opinioni sulle caratteristiche principali dell'SDRM, permangono differenze su numerosi aspetti. In sostanza non tutti i Direttori sono d'accordo sull'opportunità di un meccanismo normativo di ristrutturazione del debito sovrano".

Da queste affermazioni si deduce che l'opposizione all'SDRM ha più a che fare con il meccanismo *per se* che con qualunque altra sua caratteristica specifica, il che rende più preoccupante l'attuale stallo. Ma quanto è grande l'ostacolo, e quali sono le possibilità che la posizione delle varie parti interessate possa cambiare col passare del tempo?

Da quanto detto nei due paragrafi precedenti dovrebbe essere chiaro che l'ostacolo è grave. Quand'anche le CACs divenissero pratica comune per tutte le nuove emissioni obbligazionarie, rimarrebbero pur sempre due problemi: quello della retroattività e quello dell'aggregazione. Per quanto riguarda la retroattività, come è possibile garantire che le CACs siano gradualmente estese a tutte le obbligazioni in circolazione? All'inizio della discussione sull'approccio a due pilastri si era contemplata la possibilità di introdurre, nel sistema giuridico dei principali centri finanziari, le cosiddette "meta-clausole"; questa opzione era però stata scartata rapidamente, in considerazione del fatto che l'innovazione sarebbe stato troppo invasiva e probabilmente di difficile attuazione. Tra le rimanenti alternative, la migliore sembrava quella di sostituire lo stock di obbligazioni in essere con nuovi titoli contenenti le CACs. L'organizzazione di questi *swap* sarebbe però risultata difficoltosa, a meno che il paese emittente non avesse già un problema di debito e fosse disposto ad avvicinare i propri creditori per una ristrutturazione. Un esperimento interessante al riguardo si è svolto in Uruguay. Le autorità uruguayane hanno di recente lanciato un'operazione di *swap* per circa 5 miliardi di dollari, la metà del debito pubblico di quel paese; facendo affidamento sulle cosiddette "clausole di uscita" (*exit clauses*), tale operazione mirava a ridurre l'onere debitorio mediante l'emissione di nuove obbligazioni, a scadenza più lunga e contenenti le CACs. Per aumentare le possibilità di successo dell'operazione, l'FMI si è schierato dalla parte dell'Uruguay, precisando che la conclusione dello *swap*

rappresentava il presupposto per un suo eventuale nuovo programma. L'offerta uruguayana è stata accolta favorevolmente dagli investitori, che hanno più che soddisfatto l'elevato requisito di partecipazione richiesto dalle autorità perché l'operazione potesse essere perfezionata (il 90% del capitale).

Quest'ultimo risultato non era scontato, visto che le clausole di uscita non erano originalmente concepite per alterare gli aspetti pecuniari delle obbligazioni esistenti.

Dove, tuttavia, lo spazio per la sperimentazione appare piuttosto limitato è in materia di aggregazione. Anche se tutte le obbligazioni (in circolazione e nuove) comprendessero le CACs, un paese in cerca di ristrutturazione dovrebbe avvicinarsi a (e attendere una risposta da) tanti gruppi di investitori quante sono le emissioni. Nel caso dell'Argentina, ad esempio, che ha in circolazione più di 100 diverse emissioni obbligazionarie, l'adempimento di questa parte del compito sarebbe molto problematico. Quello dell'aggregazione è il terreno su cui l'SDRM ha un chiaro vantaggio comparato rispetto all'approccio contrattuale (naturalmente, se siamo disposti ad ammettere che gli *swap* volontari possono risolvere il problema della retroattività). Passando alla seconda domanda ("potrebbero le posizioni cambiare?"), si sarebbe tentati di imputare l'attuale situazione di stallo alle divergenze politiche emerse in seno al settore ufficiale, con gli europei più entusiasti e gli americani più freddi nei confronti dell'SDRM; a mio avviso occorre tuttavia resistere questa tentazione, perché basata su una visione troppo semplicistica. Che vi siano differenze di vedute tra le due sponde dell'Atlantico è indubbio, ma questo non mi sembra il problema principale. L'SDRM dovrebbe cambiare il contesto in cui interagiscono debitori e creditori: è quindi a questi che bisognerebbe volgere l'attenzione per comprendere l'attuale resistenza al cambiamento e se questa resistenza possa essere infine superata.

Per quanto riguarda i creditori privati, non possono esserci errori: attualmente essi si oppongono con decisione all'SDRM, indipendentemente dalla loro nazionalità.⁹ Questo è comprensibile: a

⁹ A riprova di ciò basti osservare l'eterogeneità dei membri dell'Institute of International Finance (IIF), il più vivace oppositore all'SDRM del settore privato. Da consultazioni informali intraprese dalla comunità ufficiale è peraltro emerso come l'opposizione all'SDRM all'interno del settore privato non sia limitata agli Stati Uniti. L'atteggiamento tiepido delle autorità statunitensi nei confronti dell'SDRM è semplicemente un riflesso della maggiore influenza della lobby finanziaria sul Congresso in quel paese, non

nessuno piacerebbe infatti essere indicato come il *cheapest cost-avoider*, in nessun dato contesto. È necessaria molta persuasione, e forse anche qualche elemento concreto, per mostrare come un costo nel breve termine rappresenti il prezzo necessario per ottenere un maggior beneficio nel lungo termine. Come osserva Bolton (2002), le riforme del diritto fallimentare sono sempre state motivo di tensioni politiche e di importanti divisioni ideologiche a livello nazionale, e sono spesso state approvate a maggioranza molto ristretta, sebbene a posteriori l'utilità delle riforme venisse riconosciuta prontamente. Perché dunque la discussione di questi temi a livello internazionale dovrebbe essere diversa? Come afferma Bolton (2002, p. 13):

“anche se oggi esistono simili divisioni ideologiche sulla necessità e sull'orientamento di una ristrutturazione normativa del debito sovrano, potrebbe venire il giorno in cui tale procedura sarà ritenuta un elemento essenziale dell'architettura finanziaria internazionale”.

Due precedenti tratti dalla storia finanziaria postbellica internazionale sembrano sostenere la tesi di Bolton. La gente ha ormai dimenticato che il sistema di Bretton Woods, e in particolare la costituzione del Fondo Monetario Internazionale, ricevette la fiera opposizione delle due principali istituzioni finanziarie dell'epoca, Wall Street e la City, timorose che la sua attuazione avrebbe alimentato il *moral hazard* da parte dei debitori. Stando alle parole dell'influente American Bankers Association (ABA –1943, pp. 14-15):

“[...] un sistema di quote o azioni in un *pool* che dia ai paesi debitori l'impressione di avere diritto a crediti fino a un certo ammontare è in linea di principio malsano, e crea speranze che non possono essere realizzate. Un sistema siffatto alimenterebbe l'impressione che i crediti ricevuti possono anche non essere liquidati, e incoraggerebbe abusi del meccanismo”.

L'ABA combatté strenuamente contro gli accordi di Bretton Woods; essa fu sconfitta solo perché l'amministrazione USA volle organizzare una massiccia campagna per convincere l'opinione pubblica che una ripresa della crescita mondiale e del multilateralismo avrebbero risposto agli

il risultato di una preclusione assoluta da parte dell'attuale amministrazione. Ciò è dimostrato anche dal fatto che il dibattito sull'SDRM è stato acceso da Anne Krueger, un'americana nominata nel 2001 al posto di Primo Vice Direttore Generale su iniziativa dell'Amministrazione Bush.

interessi americani meglio di una ristretta difesa della comunità dei creditori.¹⁰

Il secondo esempio è più recente, e forse ancora più significativo. Quando, nel già citato Rapporto Rey, le CACs furono proposte per la prima volta, in combinazione con la politica della LIA e il ricorso agli *standstill* temporanei, la reazione della comunità finanziaria fu incredibilmente dura. Ancor prima che il documento fosse pubblicato, l'IIF diffuse una lettera in cui definiva le raccomandazioni del Rapporto "sbagliate", sostenendo che sarebbero andate contro il principio dell'onorabilità dei contratti e avrebbero quindi alimentato (di nuovo!) il *moral hazard* dal lato del debitore. Ebbene, successivi anni di esperienza e di riflessioni pare abbiano convinto l'IIF che le raccomandazioni del Rapporto Rey erano dopo tutto meritorie, perché ora le CACs occupano una posizione preminente nella lista delle azioni raccomandate da quella organizzazione!

In conclusione, sebbene i pareri delle varie parti coinvolte nei negoziati debbano essere tutti rispettati e considerati nell'agenda ufficiale, la storia ci insegna a non enfatizzare troppo l'opposizione del settore finanziario alle riforme istituzionali – una caratteristica ormai di vecchia data dello sviluppo capitalistico (Arrighi 1994). Le società finanziarie, come tutti gli altri soggetti, agiscono sulla base delle opzioni da esse percepite. In questa ottica, i veri test del "se" un SDRM sia auspicabile e realizzabile saranno forniti dai costi richiesti dalla risoluzione della crisi argentina e dalla capacità del *Board* dell'FMI di applicare rigorosamente la nuova *access policy* nelle future crisi da conto capitale. Se si riuscirà a superare questi due test, le percezioni nel settore privato potranno cambiare rapidamente, come è già successo in passato.

Probabilmente, colpisce di più il fatto che alcuni paesi debitori si siano opposti all'SDRM, nel qual caso però vi è di che essere ottimisti. Molti paesi emergenti considerano l'SDRM un chiaro passo avanti, con l'eccezione di alcuni paesi latino-americani come Messico e Brasile. Ma anche questo è comprensibile, perché si tratta dei due paesi per i quali la COF sembra aver funzionato, risolvendo la crisi senza giungere alla ristrutturazione del debito. Perché dunque questi paesi dovrebbero ora sostenere una riforma che, nell'insieme, potrebbe accrescere nel breve periodo i premi al rischio o ridurre i flussi di capitale verso i mercati emergenti? Alle preoccupazioni di tali paesi si potrebbe rispondere in due

¹⁰ Una lettura ancora illuminante a questo riguardo è il resoconto di Gardner (1969) sui negoziati di Bretton Woods.

modi. In primo luogo, facendo notare come l'attuale livello dei flussi di capitale verso i paesi dei mercati emergenti sia già abbastanza basso rispetto a quello dei primi anni Novanta, e ciò evidentemente non ha nulla a che vedere con l'SDRM, il quale ancora non esiste (Figura 3). Il fenomeno è più probabilmente connesso con le mutate percezioni riguardo la disponibilità della finanza ufficiale a colmare i *financing gaps* dei mercati emergenti – un fattore, questo, destinato a rimanere. Ciò posto, l'SDRM non potrà che migliorare nel complesso le prospettive per i mercati emergenti. In secondo luogo, la riforma istituzionale non potrà mai essere “confezionata” in maniera da rispondere a bisogni specifici. Se ben concepita, essa dovrebbe semmai ampliare la gamma delle opzioni disponibili, non il contrario. Come ho sostenuto prima, e coerentemente con le reiterate dichiarazioni della comunità ufficiale, la COF rimarrà un'opzione sempre aperta per quei paesi il cui onere debitorio verso l'estero appare sostenibile sotto scenari alternativi. Messico e Brasile potrebbero continuare a rientrare in questa categoria in futuro e, se così fosse, potrebbero decidere in piena autonomia di non partecipare all'SDRM. Alla luce del loro passato non troppo distante, tuttavia, essi farebbero meglio a ripensare un simile approccio.

6. Conclusioni

L'obiettivo principale degli attuali sforzi volti a rivedere le pratiche di gestione delle crisi è incoraggiare i paesi ad agire tempestivamente per contrastare un sentiero di debito insostenibile. A tal fine, i creditori dovrebbero assumersi una parte maggiore dell'onere immediato derivante dalla sospensione del servizio del debito di un paese, nell'ipotesi che essi rappresentino i migliori *cost avoiders*. Alla fine del processo, e se la strategia sarà attuata con coerenza, le crisi dovrebbero essere più rare, e con costi di risoluzione più bassi. Una buona riforma istituzionale non consiste nella scelta di un punto lungo un *trade-off* dato; è piuttosto il tentativo consapevole di spostare la curva in modo da migliorare il benessere *globale*.

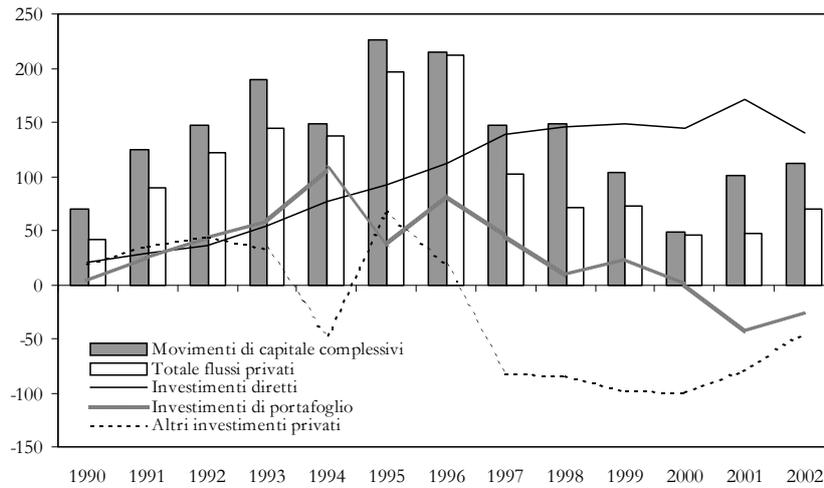
Sarebbe d'altro lato pericoloso considerare l'SDRM astraendo dal contesto generale. Quello che conta, più che i dettagli specifici dello schema, è che le procedure fallimentari sovrane rientrino in una “visione” complessiva del ruolo dell'FMI. Una visione, aggiungerei, che riguardo alle

crisi da conto capitale deve porre minore enfasi sul

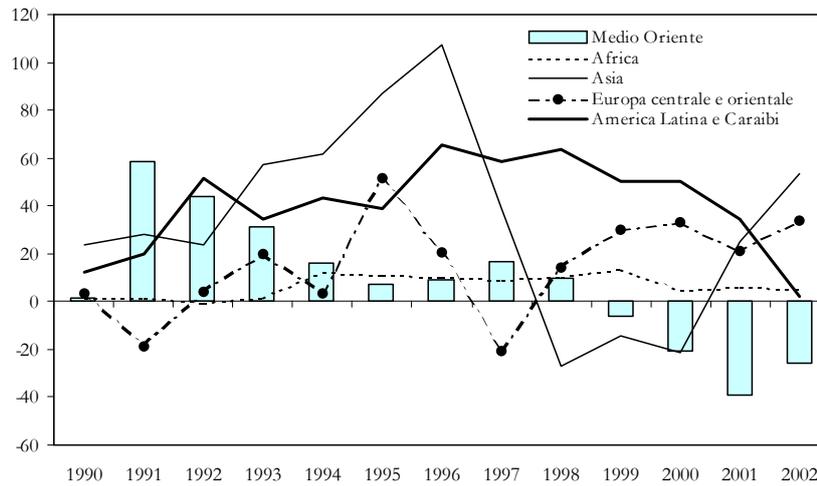
FIGURA 3

FLUSSI NETTI DI CAPITALI PRIVATI VERSO I MERCATI EMERGENTI, 1990-2002
(miliardi di dollari)

(A) Per tipo di investimento



(B) Per area geografica



Fonti: FMI (World Economic Outlook) e Ghosh et al. (2002)

ruolo di “prestatore”, e un’enfasi maggiore sul ruolo di “certificatore” di sane politiche economiche e di “amministratore” di un codice di buona condotta concordato internazionalmente. Questo duplice ruolo, di certificatore e amministratore, esiste già in realtà; ha solo bisogno di essere riconosciuto e rifinito, con determinazione e pragmatismo, utilizzando la leva finanziaria più come mezzo per influire sugli incentivi delle varie parti che come fine in se stesso. I recenti sviluppi nell’area della *access policy*, le CACs e l’SDRM lo stanno solo rendendo più visibile, e più cogente. Rimangono ancora da fare due passi fondamentali per far sì che questo progetto guadagni il consenso dei creditori privati e dei debitori sovrani. In primo luogo, i limiti di accesso dovranno essere presi seriamente. È questo un compito più per gli azionisti che per l’amministrazione dell’FMI, perché quest’ultima ha già dimostrato di essere consapevole che i pacchetti su larga scala spesso creano più problemi di quanti ne risolvano. In secondo luogo, l’FMI deve dotarsi delle giuste professionalità, evitando di fare troppo affidamento su ricette macroeconomiche eccessivamente semplificate, come è successo sovente in passato. Un sentiero di debito insostenibile è spesso il risultato di problemi strutturali. La soluzione di questo problema richiederà una combinazione di politiche che tenga conto delle specifiche condizioni di tempo e spazio. Al riguardo si potrebbe sostenere che il ruolo di certificatore è strettamente legato a quello di amministratore. Quanto più, in qualità di amministratore di un codice di condotta, l’FMI sarà soddisfatto del grado di conformità con il codice stesso, tanto più esso, in qualità di certificatore, potrà mostrarsi flessibile nel tipo di aggiustamento richiesto al paese debitore. Spetterà all’amministrazione dell’FMI cercare il giusto equilibrio tra le due funzioni.

Un’omissione di rilievo nel presente lavoro riguarda il “se” e il “come” emendare lo Statuto dell’FMI. L’omissione non riflette tanto l’indubbia complessità del compito, ma piuttosto la convinzione che questo sia un problema di importanza secondaria. Dopo tutto viviamo in un mondo che pone delle sfide, per cui non dovremmo essere frenati da una sfida specifica, per quanto ardua possa essere. Molto si potrebbe probabilmente ottenere attraverso passi più modesti come, ad esempio, cambiando marginalmente la legislazione nazionale in centri finanziari importanti, o ripristinando, se necessario attraverso nuove interpretazioni, i passaggi dello Statuto dell’FMI caduti per decenni in disuso o semplicemente inesplorati. La tendenza, tra gli esperti giuridici, è a diffidare delle innovazioni solo parziali, nel timore che non reggano alla prova di un tribunale non ben disposto. Ma i tribunali, come chiunque altro nel

“mercato”, rispondono a segnali e incentivi. La mancanza di un sistema giuridico internazionale compiuto non deve essere considerata soltanto un ostacolo; in alcune circostanze potrebbe anche rivelarsi una benedizione, se solo si riuscisse a ottenere sufficiente consenso politico sulle innovazioni desiderate. Il consenso nasce dalla persuasione e dall’esperienza; su entrambi i fronti, il tempo sta lavorando a favore dei riformatori.

BIBLIOGRAFIA

- AMERICAN BANKERS ASSOCIATION (1943), *The Place of the United States in the Post-War Economy*, ABA, New York, Settembre.
- ARRIGHI, G. (1994), *The Long Twentieth Century. Money, Power, and the Origins of Our Time*, Verso, Londra.
- BOSSONE, B. and C. SDRALEVICH (2002), “The new approach to sovereign debt restructuring: setting the incentives right”, *IMF Policy Discussion Paper*, no. PDP/02/4.
- BOLTON, P. (2002), *Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World*, contributo presentato alla Annual Research Conference del FMI, Washington, 7-8 novembre.
- CALABRESI, G. (1970), *The Costs of Accidents: a Legal and Economic Analysis*, Yale University Press, New Haven.
- CAPIE, F. (2002), “Can there be an international lender-of-last-resort?”, in C. Goodhart and G. Illing eds, *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort. A Reader*, Oxford University Press, Oxford, pp. 437-48.
- CONTACT GROUP ON THE LEGAL AND INSTITUTIONAL UNDERPINNINGS OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM (2002), *Insolvency Arrangements and Contract Enforceability*, Basilea, September, <http://www.bis.org>.
- COTTARELLI, C. e C. GIANNINI (2002), “Bedfellows, hostages, or perfect strangers? Global capital markets and the catalytic effect of IMF crisis lending”, *IMF Working Paper*, no. WP/02/193.
- DIXIT, A. (1998), *The Making Of Economic Policy. A Transaction-Cost Policy Perspective*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- DOOLEY, M. (2000), “International financial architecture and strategic default: can financial crises be less painful?”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 53, pp. 361-77.
- EICHENGREEN, B. (1991), “Historical research on international lending and debt”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, no. 2, pp. 149-69.
- EICHENGREEN, B. e R. PORTES (1990), “The interwar debt crisis and its aftermath”, *The World Bank Research Observer*, vol. 5, no. 1, pp. 69-94.
- FREIXAS, X., C. GIANNINI, G. HOGGARTH e F. SOUSSA (2000), “Lender of last resort: what have we learned since Bagehot?”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 18, no. 1, pp. 63-84.

- GARDNER, R. (1969), *Sterling-Dollar Diplomacy. The Origins and the Prospects of Our International Economic Order*, McGraw-Hill, New York (edizione ampliata).
- GHOSH, A., T. LANE, M. SCHULTZE-GATTAS, A. BULIR, J. HAMANN, e A. MOURMOURAS (2002), "IMF-supported programs in capital account crises", *Occasional Paper*, no. 210 International Monetary Fund, Washington.
- GIANNINI, C. (2002), "Pitfalls in international crisis lending", in C. Goodhart and G. Illing eds, *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort. A Reader*, Oxford University Press, Oxford, pp. 511-45.
- GILSON, S.C. (1996), "Managing default: some evidence on how firms choose between workouts and Chapter 11", in J. S. Bandari and L.A. Weiss eds, *Corporate Bankruptcy. Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 308-21.
- GRUPPO DEI DIECI (1996), *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises (The "Rey Report")*, Basilea, May.
- HALDANE, A. e M. KRUGER (2001), "The resolution of international financial crises: private finance and public funds", *Bank of Canada Working Paper*, no. 2001-20, November.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (1996), *Resolving Sovereign Financial Arrears*, Institute of International Finance, Washington.
- JEANNE, O. e J. ZETTELMEYER (2001), "International bailouts, moral hazard and conditionality", *Economic Policy*, no. 33, October, pp. 407-32.
- JOHNSON, O. (1997), "Policy reform as collective action", *IMF Working Paper*, no. WP/97/163.
- KRUEGER, A.O. (2002), *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF, Washington.
- MILLER, M. e L. ZHANG (2000), "Sovereign liquidity crises: the strategic case for a payment standstill", *The Economic Journal*, vol. 110, no. 460, pp. 335-62.
- ROGOFF, K. (1999), "International institutions for reducing financial instability", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, no. 4, pp. 21-42.
- ROGOFF, K. (2003), "Emerging market debt. What is the problem?", contributo presentato al seminario sul SDRM, Washington, marzo.
- SHLEIFER, A. (2003), "Will the sovereign debt market survive?", Harvard University, Cambridge, Mass., mimeo.
- WALLACE, N. (1988), "Another attempt to explain an illiquid banking system: the diamond and Dybvig model with sequential service taken seriously", *Federal Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, pp. 3-16.
- ZETTELMEYER, J. (2000), "Can official crisis lending be counterproductive in the short-run?" *Economic Notes*, vol. 29, no.1, pp. 13-29.