

Titoli di Stato Oggi L'Olanda sarà il primo Paese a emettere i bond. L'Italia parte alla fine del mese

I Btp di «nuova generazione»

Dal 2013 più potere ai creditori

Partono le «clausole di azione collettiva» volute da Angela Merkel

Da oggi, in sordina, i governi europei iniziano una metamorfosi nella gestione del debito che li porterà a somigliare ai Paesi che un tempo erano domini coloniali. L'Olanda come le Seychelles, la Germania come la Repubblica dominicana, l'Italia o la Spagna come l'Uruguay.

Non che il rischio insito dei titoli di Stato dell'area euro sia davvero simile a quello di qualche repubblica latino-americana con una storia di insolvenze alle spalle. Non lo è affatto, non in questa fase. Ma come i Paesi emergenti, dall'inizio del 2013 i governi europei dovranno inserire nei loro bond delle clausole che servono a rendere più agevole una eventuale ristrutturazione — di solito, in peggio — dei termini di rimborso agli investitori. Gli addetti ai lavori le chiamano Cac («Collective action

clauses») e di fatto sono regole che permettono un'insolvenza parziale, ma ordinata, tale da coinvolgere tutti i creditori e da dare a questi ultimi un potere decisivo nel determinarla. Negli ultimi dieci anni queste clausole sono già state usate da Argentina, Uruguay, Repubblica Dominicana, Seychelles e (retroattivamente) dalla Grecia per liberarsi del peso dei propri debiti.

Dal 2013 le clausole sono obbligatorie per tutti i bond con durata di oltre un anno per tutti i Paesi dell'area euro. Il vincolo è nel Trattato dell'Esm, il fondo salvataggi, e nasce in una fase della crisi finanziaria che oggi sembra di alcune ere geologiche fa: nell'ottobre del 2010 Angela Merkel e l'allora cancelliere francese Nicolas Sarkozy si incontrarono a Deauville, in Normandia,

e decretarono che i salvataggi europei non potevano garantire per tutti: anche i creditori privati dovevano subire perdite sui loro titoli di Stato. Così la cancelliera tedesca intendeva segnalare ai suoi elettori che la Germania non avrebbe pagato il conto della Grecia, dell'Irlanda e del Portogallo.

All'epoca, già solo quel concetto bastò a mettere ancora di più gli investitori in fuga e a far salire gli spread. In seguito Merkel avrebbe molto sfumato la sua posizione, ma le clausole Cac sono rimaste nell'impianto dell'Esm così come deciso dall'Eurogruppo sotto la guida di Jean-Claude Juncker. In base alle nuove norme, la ristrutturazione di un bond sovrano avviene forzatamente su tutti i creditori se il 75% di questi concorda sui nuo-

vi termini sulle scadenze o la sforbiciata da subire. Se c'è qualcosa che somiglia a una «class action» sui mercati del reddito fisso, sono le Cac. Ciò, in teoria, dovrebbe impedire che un Paese affronti cause legali per molti anni come accaduto all'Argentina. Ma non è l'ideale per rassicurare il mercato sul fatto che i bond europei sono sicuri.

Il primo Paese a tentare l'esperienza sarà l'Olanda con la sua emissione di bond di oggi. Seguono la Germania domani e la Spagna giovedì. Per l'Italia probabilmente bisognerà aspettare la fine del mese. E solo allora, con il tempo, si inizierà a capire se le clausole abbassano — o alzano — il premio di rischio e il costo di finanziamento dello Stato.

Federico Fubini

[@federicofubini](https://twitter.com/federicofubini)

© RIPRODUZIONE RISERVATA

75%

La quota di voti degli investitori necessaria a far scattare le «clausole di azione collettiva» per la ristrutturazione di un bond

66%

La quota di investitori che devono essere presenti all'assemblea che può decidere una ristrutturazione in base alle Cac



Il presidente dell'Eurogruppo, Jean-Claude Juncker

