



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE
IN ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO
PUBBLICO ITALIANO

RELATORE:

CH.MO PROF. LANZAVECCHIA ALBERTO

LAUREANDO: Edoardo Franco

MATRICOLA N. 1081606

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

SOMMARIO

INDICE DELLE FIGURE.....	8
INDICE DELLE TABELLE.....	9
PREFAZIONE	11
INTRODUZIONE.....	15
1. IL DEBITO PUBBLICO	18
1.1. COMPOSIZIONE E ORIGINE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO .	19
1.1.1. La composizione del debito	19
<i>Titoli di Stato</i>	21
1.1.2. Storia della formazione del debito pubblico	28
<i>Anni Settanta</i>	29
<i>Anni Ottanta</i>	33
<i>Anni Novanta</i>	35
<i>Dal Duemila ad oggi (cenni)</i>	39
1.2. CRISI DEL DEBITO	42
1.2.1. La macroeconomia applicata al Debito Pubblico	42
<i>Il pericolo di un debito pubblico elevato</i>	46
1.2.2. La crisi del debito in Europa.....	48
<i>La politica economica e monetaria della Banca Centrale Europea</i>	52
1.3. IL <i>DEFAULT</i> DI UNO STATO. I CASI DI ARGENTINA, GRECIA E GERMANIA	55
1.3.1. Argentina	55
<i>Le cause della crisi</i>	56

<i>La crisi del 2001</i>	59
<i>Il default</i>	62
<i>Le misure per uscire dalla crisi</i>	62
<i>La ristrutturazione del debito sovrano argentino</i>	65
1.3.2. Grecia.....	67
<i>La Grecia prima della crisi</i>	67
<i>La crisi del debito greco</i>	69
<i>La composizione del debito</i>	76
<i>La ristrutturazione del debito greco</i>	77
1.3.3. Germania	79
<i>Il debito tedesco</i>	80
<i>La ristrutturazione del 1921-23</i>	80
<i>Il Trattato di Londra</i>	81
<i>Riflessioni sul trattamento tedesco</i>	82
2. GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PRIVATO...84	
2.1. NORMATIVA.....	87
2.1.1. Concordato Preventivo	87
<i>Tipologie di concordato preventivo</i>	95
<i>L'apertura della procedura concorsuale</i>	99
<i>L'ammissione alla procedura concordataria</i>	102
<i>I provvedimenti successivi all'apertura della procedura</i>	105
<i>La votazione dei creditori in merito alla proposta di concordato</i>	106
<i>Il trattamento dei creditori dissenzienti</i>	107
<i>L'omologazione del concordato preventivo</i>	108
2.1.2. Accordo di ristrutturazione dei debiti <i>ex art. 182bis</i> (cenni)	110
2.2. LA REDAZIONE DI UN PIANO DI RIENTRO DEL DEBITO	113

2.2.1.	La proposta ai creditori	113
2.2.2.	Il piano di risanamento	116
	<i>Concordato con liquidazione</i>	120
	<i>Concordato con continuità aziendale</i>	121
3.	LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO.....	124
3.1.	AZIENDA ITALIA.....	127
3.1.1.	Il settore economico	128
3.1.2.	Il settore finanziario	131
3.1.3.	I conti pubblici	133
3.2.	IL BILANCIO DELLO STATO	136
3.2.1.	Analisi del bilancio dello Stato	137
	<i>La previsione di Bilancio per gli anni 2016-2018</i>	141
3.3.	LA PROPOSTA DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO.....	145
3.3.1.	La generazione del flusso di cassa	147
3.3.2.	Le entrate derivanti dalla cessione di partecipazioni	154
3.3.3.	La costituzione della Società	157
3.3.4.	La ristrutturazione del debito	158
3.4.	LE CRITICITÀ IPOTETICAMENTE PREVEDIBILI A SEGUITO DELLA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO.....	168
3.4.1.	La votazione dei creditori in merito alla proposta di concordato	168
3.4.2.	La debolezza patrimoniale del sistema bancario italiano	172
	CONCLUSIONI.....	177
	RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	180

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1-Strumenti di composizione del debito (percentuale)	21
Figura 2-Composizione dei Titoli di Stato	22
Figura 3-Detentori del Debito Pubblico	26
Figura 4-Vita residua del Debito Pubblico (percentuale).....	28
Figura 5-Rapporto Debito/PIL, serie storica	40
Figura 6-Debito Pubblico in valori nominali, serie storica	40
Figura 7- $g < r$, $G-T > 0$	45
Figura 8- $g < r$, $G-T < 0$	45
Figura 9- $g > r$, $G-T > 0$	45
Figura 10- $g > r$, $G-T < 0$	46
Figura 11-Crescita del Prodotto Interno Lordo nell'Unione Europea	49
Figura 12-Bilancia commerciale, Euro Area.....	51
Figura 13-Composizione del debito sovrano greco, 30 settembre 2015	77
Figura 14- Debito e Pil (dx) e Debito Nominale (sx), serie storica.....	127
Figura 15-ISTAT: Saldi caratteristici del conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche. Anni 1995 - 2014 (<i>in percentuale del Pil</i>).....	127
Figura 16-Tasso di cambio EUR/USD, serie annuale	129
Figura 17-Bilancia commerciale, Italia	129
Figura 18-Occupazione e Disoccupazione, Italia	130
Figura 19-Prestiti Bancari, Italia	131
Figura 20-Tassi di Interesse, Italia	132
Figura 21-Differenziali di rendimento tra Bund e BTP.....	134
Figura 22-Dati macroeconomici aggregati delle Amministrazioni Pubbliche	135
Figura 23-Patrimonio di vigilanza, istituti bancari italiani.....	174

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1-Strumenti di composizione del debito (valore nominale, milioni di €)...	20
Tabella 2-Vita residua del Debito Pubblico (valori nominali, milioni di €).....	27
Tabella 3-Accertamenti per gli anni 2011-2014	138
Tabella 4-Incassi per gli anni 2011-2014	139
Tabella 5-Impegni di spesa, anni 2011-2014.....	140
Tabella 6-Pagamenti, anni 2011-2014	140
Tabella 7-Avanzo primario, 2011-2014.....	141
Tabella 8-Previsioni di Bilancio 2016-2018, Competenza e Cassa.....	142
Tabella 9-Avanzo primario 2016-2018.....	144
Tabella 10-Deficit di bilancio al lordo interessi, prospetto di cassa 2016-2018 (L.B. 2016).....	148
Tabella 11-Avanzo primario al netto interessi, prospetto per cassa 2016-2018 (L.B. 2016).....	148
Tabella 12-Piano Cottarelli per la <i>spending review</i> , 2014.....	149
Tabella 13-Avanzo primario dopo applicazione di interventi di <i>spending review</i> , prospetto per cassa (L.B. 2016)	151
Tabella 14-Avanzo primario con recupero dell'evasione, prospetto per cassa (L.B. 2016).....	152
Tabella 15-Avanzo primario finale, prospetto per cassa (L.B. 2016).....	153
Tabella 16-Flusso di Cassa, "PRI S.p.a."	154
Tabella 17-Prospetto delle partecipazioni conferite	156
Tabella 18-Stato Patrimoniale, PRI S.p.a.	157
Tabella 19-Ricostruzione del valore attuale netto dei flussi di cassa futuri, PRI S.p.a.	158
Tabella 20-Debito pubblico, suddivisione per detentori e strumenti.....	159
Tabella 21-Entrate Totali, "PRI S.p.a."	159
Tabella 22-Uscite di cassa, Titoli	163
Tabella 23-Uscite di cassa, Prestiti	164
Tabella 24-Saldo di cassa, PRI S.p.a.	164
Tabella 25-Quote minime di maggioranza per classi di creditori.....	169

PREFAZIONE

Dopo cinque anni, con la stesura e la discussione di quest'opera si conclude il mio percorso universitario presso il Dipartimento di Scienze Economiche ed Aziendali dell'Università degli Studi di Padova.

Desidero ringraziare innanzitutto il Professor Alberto Lanzavecchia per il supporto ed il grande aiuto fornitomi nella ricerca e nello sviluppo del Lavoro, in quanto senza la sua presenza solo con grandi difficoltà avrei potuto affrontare tale impegno, e per passione che ha fatto nascere in me con riguardo alle tematiche affrontate.

Un doveroso ringraziamento, ricco di affetto e gratitudine, va inoltre a coloro che mi hanno supportato (e sopportato) durante questi anni, intensi e ricchi di soddisfazioni: in primis alla mia Famiglia, senza la quale non sarei quello che sono, ed agli amici tutti, vera fonte di ispirazione e di forza per affrontare sempre la vita con il sorriso.

Edoardo Franco

Arsego, 15 Febbraio 2016

“I debiti sono la schiavitù degli uomini liberi”

Publilio Siro

INTRODUZIONE

Il debito pubblico elevato da sempre rappresenta per le nazioni un problema di considerevole portata: è una tassa sulla crescita, aumenta la probabilità di fallimento dello Stato, la procedura di risoluzione del dissesto avviene in un contesto senza regole codificate ex ante, avvia una spirale negativa nel contesto economico-sociale (*doom loop*), genera esternalità su altri settori.¹ Il debito pubblico italiano ha raggiunto il valore più elevato, sia in valore assoluto sia in rapporto al PIL, degli ultimi trent'anni, anche a causa di scelte politiche compiute nell'ottica del breve periodo (quello elettorale).

È chiaro che il debito pubblico non è più sostenibile: il debito non è altro che l'anticipo di redditi futuri, ma qualsiasi sia lo sviluppo futuro dell'economia domestica non è più commensurabile con la mole assunta dal debito.

È sufficiente anticipare qui tre dati, oltre meglio descritti, per sostenere la concreta attualità di questa evenienza: il debito pubblico italiano, a fine 2015, ammonta a circa 2.200 miliardi di euro, gli interessi sul debito pagati sono stati circa 80 miliardi (quindi il costo medio è pari a 3,8% - il più basso di sempre), l'avanzo primario è di circa euro 50 miliardi – neppure sufficiente a pagare gli interessi. In altri termini, è come il caso di un'azienda (familiare o di produzione e scambio che sia) le cui entrate correnti al netto delle uscite correnti ammontano a 100, ma i *solì interessi* da pagare sui debiti contratti (ad un tasso di interesse che può solo salire) ammontano a 160!

“Only a foolish optimist can deny the dark realities of the moment”.

F. D. Roosevelt, 1933.

Se è vero che i debiti non sono altro che l'anticipo di redditi futuri, non serve nemmeno imporre i limiti fisici del pianeta allo sviluppo economico² per constatare che è veramente quasi impossibile che in futuro in Italia si possa generare una ricchezza aggiuntiva tale che la tassazione incrementale sulla medesima consenta il dimezzamento del debito pubblico.

¹ B. WEDER DI MAURO, *New Institutions and Policies for a workable Eurozone*, ECB Conference, Firenze, 27 novembre 2014, p. 3

² J. RANDERS, 2052, *A global forecast for the next forty years*, Programme for Sustainability Leadership, University of Cambridge, 2012, pp. 3 ss.

Occorre quindi anticipare l'inevitabile (la gestione di una crisi conclamata limita le opzioni disponibili) e porre rimedio a tale complessa situazione.

Molti tentativi invero sono stati messi in atto nel tentativo di limitare la crescita smisurata dell'esposizione debitoria, ma è stato tutto vano: il debito è aumentato a causa del susseguirsi di fatti non del tutto prevedibili, come la crisi economica dell'ultimo decennio, ed a causa di scelte di amministrazione fundamentalmente errate, soprattutto nei decenni scorsi.

Diversamente dalle crisi di imprese, quelle del debito sovrano avvengono in un contesto di cui non sono definite ex ante le leggi e i regolamenti, a tutela dei creditori e del popolo - lo Stato non è altro che l'azienda di proprietà dei suoi cittadini.³ Eppure, lo Stato o è sovrano (e può quindi rifiutarsi di adempiere d'imperio) o è come un qualsiasi debitore e sovrano è il diritto di credito e di proprietà.⁴

Di fatto, è proprio da questo spunto che nasce questo Lavoro: lo Stato, quantomeno per affinità e analogia, può essere paragonato ad una grande azienda, in dissesto.

Un'impresa offre dei servizi, in contropartita ottiene delle entrate monetarie, sostiene delle spese, il tutto al fine di poter proseguire la propria attività economica. Così lo Stato come azienda.

L'impresa ricorre all'indebitamento per poter soddisfare tutte le sue esigenze, di breve o di lungo periodo; un indebitamento che, come spesso si insegna nelle scuole, è propedeutico alla generazione di nuova ricchezza – anzi, è proprio l'anticipo di quella ricchezza. Così lo Stato.

Nel caso l'attività sia rischiosa, l'intensità competitiva elevata, la gestione sociale non proficua, l'azienda può entrare in una crisi, la quale spesso degenera nel Fallimento e nella cessazione dell'attività.

Qui però, lo Stato differisce: non perché uno Stato non possa fallire, bensì perché non cessa la sua attività (persino in uno Stato che soccombe all'invasore, le sue attività sopravvivono).

Il Lavoro qui presentato nasce proprio in questo contesto: azienda di servizi, gestione operativa in equilibrio, ma costante fabbisogno finanziario dopo la gestione

³ C. MASINI, *Lavoro e Risparmio*, Torino, Utet Editore, 1988

⁴ G. ZAGREBELSKY, "La tragedia greca e la sovranità spodestata", in *La Repubblica*, <https://triskel182.wordpress.com/2015/07/28/la-tragedia-greca-e-la-sovranita-spodestata-gustavo-zagrebelky/>, 28 luglio 2015 [ultima cons. 09-02-2016]

finanziaria (interessi e flussi di debito), causa del disequilibrio economico-finanziario non nel costo del debito, bensì nella sua quantità.

Questo lavoro ripercorre così quello che sarebbe l'iter di analisi per la risoluzione finanziaria del debito di impresa.

Nel primo capitolo, si analizza in maniera approfondita la situazione dello stock di debito finanziario della Repubblica Italiana, e le varie opzioni di teoria e pratica impiegate nel corso della storia per risolvere simili dissesti, anche con riferimento ad esperienze estere.

Il secondo capitolo delimita il quadro normativo della legislazione domestica sulla risoluzione dei dissesti di impresa: il fallimento e, più in generale, le crisi di impresa.

Il terzo capitolo espone lo schema giuridico - operativo con il quale si riconduce la ristrutturazione del debito pubblico nell'alveo della normativa privatistica dei fallimenti e dissesti d'impresa. Ossia, per mezzo del concordato preventivo, si cerca di pervenire alla risoluzione della crisi classificando la Repubblica Italiana alla stregua di una grande azienda, la più grande per risorse intermedie, la quale *deve ristrutturare il proprio debito per assicurare ai suoi cittadini i medesimi servizi forniti senza soluzione di continuità.*

Considerando quindi l'Italia come una qualsiasi impresa in crisi, verrà redatta una ipotetica proposta di concordato preventivo mirante alla continuità aziendale, con un piano integrato per illustrare ai suoi creditori quale strada sarà perseguita ai fini della continuità per il raggiungimento dell'oggetto sociale: il benessere dei propri cittadini.

1. IL DEBITO PUBBLICO

Ogni attività aziendale nel corso della sua vita dà origine a profili debitori derivanti dall'esercizio dell'attività economica in un contesto operativo normale al fine di poter proseguire l'impresa, siano essi debiti contratti nei confronti di istituti bancari con obiettivi di crescita, o meri debiti commerciali nei confronti di fornitori al fine di meglio gestire le uscite di cassa adeguandole al profilo economico.

Tale profilo debitorio nel corso del tempo viene a formarsi anche in capo ad organismi più grandi e complessi, come appunto uno Stato, il cui funzionamento può ben essere comparato ad un'impresa commerciale.

Uno Stato, infatti, al fine di crescere e svilupparsi ha bisogno di notevoli investimenti ed altrettanto notevoli sono le spese che devono essere affrontate nel corso della sua esistenza. I prelievi fiscali sotto forma di tassazione, nelle varie forme, hanno la funzione di garantire ad una nazione le risorse di cui ha bisogno per soddisfare i propri bisogni, ma queste risorse nella maggior parte dei casi non hanno una dimensione adeguata al relativo fabbisogno. Nasce così un debito, a partire dallo Stato stesso nei confronti dei propri fornitori e finanziatori, che si propone di essere pagato successivamente.

Il debito pubblico, in verità, ha una composizione ben più articolata, dovuta al fatto che al fine di raccogliere la liquidità necessaria, con regolarità vengono emesse obbligazioni le quali prevedono un rimborso dilazionato nel tempo, sul quale vengono corrisposti gli interessi dovuti.

1.1. COMPOSIZIONE E ORIGINE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Fin dalla sua nascita, successiva all'Unificazione del 1861, lo Stato Italiano ha presentato un debito pubblico, il quale aveva origini ancora più antiche, derivanti addirittura dal periodo rinascimentale. Infatti, è proprio in tale contesto storico che ha inizio la diffusione dell'indebitamento presso le corti dei sovrani nei confronti di finanziari e banchieri disposti a prestare denaro,⁵ adeguatamente remunerati, al fine di sviluppare l'apparato statale.

La scelta di preferire l'indebitamento rispetto alla raccolta tramite leva fiscale ha per l'appunto origini molto antiche, dettate da necessità ma altresì da considerazioni di merito, le quali derivano da attente analisi, tra cui la presunta stabilità politica che tale debito garantisce, originata dall'appoggio proprio dei grandi finanziatori dei sovrani i quali in vista del credito vantato davano fiducia alle scelte intraprese e si facevano primi promotori della continuazione della linea politica, al fine di proteggere il loro investimento. Proprio questa scelta però ha dimostrato anche il rovescio della medaglia, non garantendo un pieno controllo da parte dei sovrani sul debito contratto, proprio a favore dei grandi banchieri europei.

La storia italiana non fa eccezioni, seguendo la linea europea comune degli ultimi due secoli, ma a partire dagli ultimi cinquant'anni la situazione si è fatta alquanto complessa.

1.1.1. La composizione del debito

Il debito pubblico, in una definizione assai semplicistica, è pari al valore nominale di tutte le passività lorde consolidate delle amministrazioni pubbliche, le quali si identificano in amministrazioni centrali, enti locali ed istituti previdenziali pubblici. Il debito è costituito da biglietti, monete e depositi, titoli diversi dalle azioni, con l'esclusione di strumenti finanziari derivati, e prestiti,⁶ il tutto definito secondo la

⁵ L. TEDOLDI, *Il conto degli errori*, Roma, Editori Laterza, 2015, pag. IX

⁶ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Ammontare Titoli e Debito Pubblico*, http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html , 2014 [ultima cons. 26-11-2015]

normativa SEC 2010,⁷ di recente emanazione e riguardante gli Stati aderenti in particolare all'Unione Europea.

In particolare, in Italia le passività finanziarie costituenti il debito pubblico sono generalmente titoli obbligazionari di Stato (BOT, CCT, CTZ, BTP, BTP€i con riferimento al mercato interno, mentre nel mercato estero *Commercial Paper*, *Global Bond* e *Medium Term Note*), di Enti Locali (BOR, BOP e BOC), e in misura minore ma non irrilevante prestiti e mutui speciali erogati da banche e altre società finanziarie, conti correnti presso la Tesoreria dello Stato e buoni fruttiferi e depositi postali a carico del Ministero del Tesoro.

Tabella 1-Strumenti di composizione del debito (valore nominale, milioni di €)⁸

STRUMENTI	IMPORTO
Monete e depositi passivi in valuta nazionale	€ 173.053,03
<i>di cui Raccolta Postale</i>	€ 16.837,70
Titoli a breve termine	€ 123.600,50
Titoli a medio e a lungo termine	€ 1.725.874,10
Prestiti di banche e fondi monetari	€ 127.350,50
Altre passività	€ 42.123,10
TOTALE DEBITO LORDO	€ 2.192.001,23

Al 30 settembre 2015, il debito pubblico italiano è di 2.192.001,23 milioni di euro. Con riferimento al rapporto debito/Pil, il dato più aggiornato risale al 31 dicembre 2014 dove a fronte di un debito pari a 2.135.902 milioni di euro,⁹ quindi leggermente inferiore allo stock attuale, in rapporto al Pil esso era circa il 132,3%.

⁷ ISTAT, *Sec 2010: cambia il sistema dei conti nazionali*, <http://www.istat.it/it/archivio/110424> , 2014 [ultima cons. 26-11-2015]

⁸ BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico*, Roma, 15 Dicembre 2015, n.68, Tavola 4

⁹ MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Ammontare Titoli e Debito Pubblico*, http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html , 2014 [ultima cons. 26-11-2015]

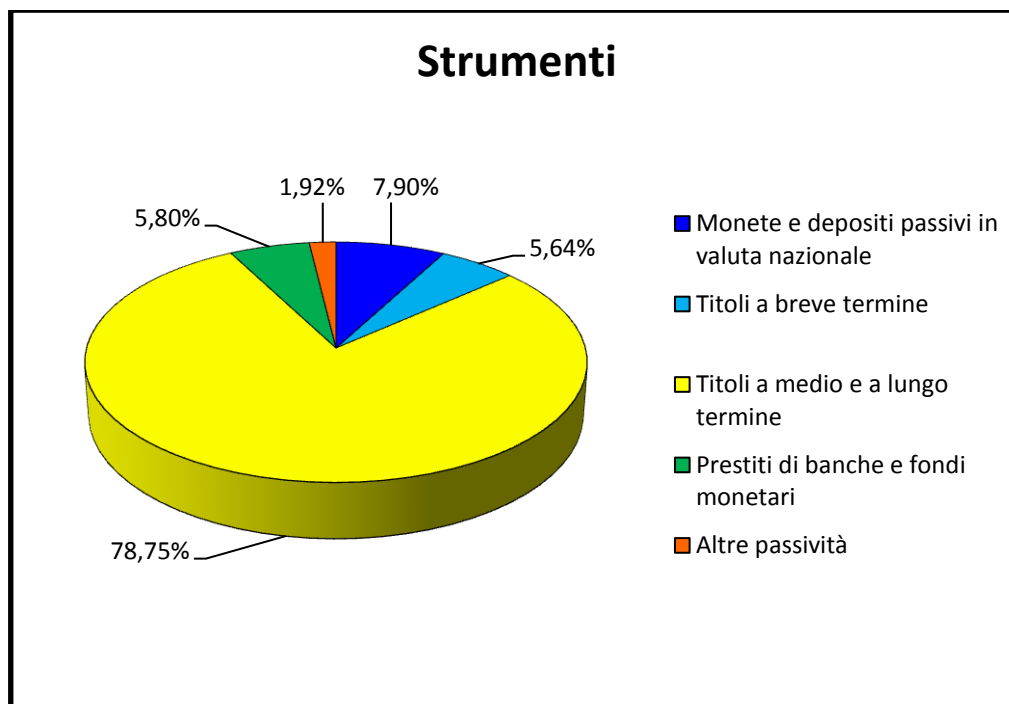


Figura 1-Strumenti di composizione del debito (percentuale)

Titoli di Stato

Circa l'83% del debito pubblico è formato da titoli di Stato, come si può vedere nella Figura 1, aggiornata al 30 settembre 2015.¹⁰

Ciò che risulta importante, ai fini degli strumenti finanziari utilizzati per la cessione del debito pubblico, riguarda la struttura del tasso di interesse concesso, in quanto un tasso fisso o variabile comporta notevoli differenze di spesa a tali livelli, dovute alla grande variabilità delle condizioni di operatività nel corso del periodo di validità dell'obbligazione.

¹⁰ E' presente una discrepanza di dati tra quanto riportato da Banca D'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, con riguardo all'ammontare dei titoli di Stato emessi. Su richiesta di informazioni in merito a Banca D'Italia, si precisa che la discrepanza è dovuta da "[...] differenze metodologiche, sempre in conseguenza dell'applicazione delle regole europee sul debito. Ad esempio, nel debito delle Amministrazioni centrali la Banca d'Italia include alcuni titoli emessi dalle Amministrazioni locali ma con rimborso a carico dello Stato; inoltre, il Tesoro tratta diversamente la rivalutazione dei titoli indicizzati quando l'indice dei prezzi diminuisce; ancora, alcuni titoli di natura peculiare sono classificati come prestiti nelle statistiche della Banca d'Italia." Fonte: BANCA D'ITALIA, 01-12-2015

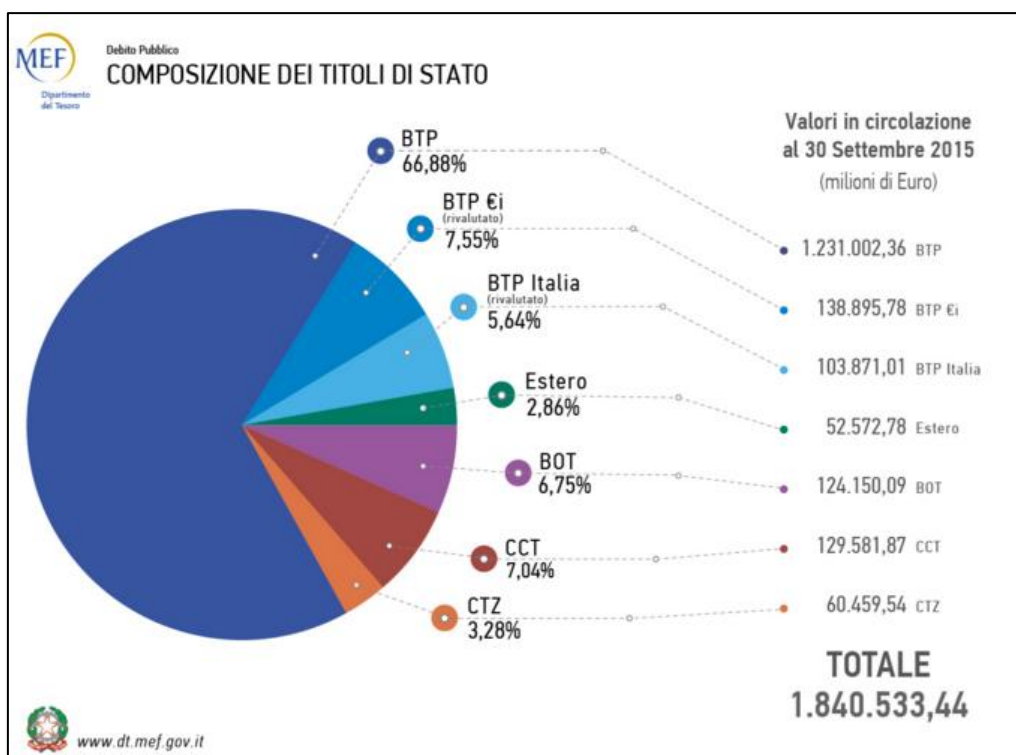


Figura 2-Composizione dei Titoli di Stato¹¹

La maggior parte della quota di debito è detenuta dagli investitori sotto forma dello strumento denominato BTP, pari al 66,88% del totale dei titoli di Stato, per un controvalore nominale di 1.231.002 milioni di euro. Con BTP¹² – Buoni del Tesoro Poliennali - si intende un titolo di credito emesso dal Tesoro con scadenza variabile di 3, 5, 7, 10, 15 o 30 anni. Durante la vita dell'obbligazione, il creditore riceve un flusso cedolare a cadenza costante, solitamente semestrale, ed alla scadenza una somma pari al valore nominale del titolo posseduto. Il valore delle cedole è solitamente predeterminato e di misura fissa, con un tasso di interesse fissato in sede di emissione del titolo e costante per tutta la vita di esso. Come tutti gli altri titoli di Stato, vengono piazzati sul mercato tramite asta, con cadenza mensile. Si tratta inoltre di strumenti quotati sul mercato telematico obbligazionario, per cui gli investitori istituzionali i quali hanno partecipato all'asta possono effettuare rivendite

¹¹ DIPARTIMENTO DEL TESORO, MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Composizione dei titoli di Stato in circolazione al 30 settembre 2015*, http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/composizione_titoli_stato/Composizione_dei_Titoli_di_Stato_in_Circolazione_al_30.09.2015.pdf, 2015 [ultima cons. 27-11-2015]

¹² BORSA ITALIANA, *Cosa sono i BTP?*, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/btp.htm>, 2006 [ultima cons. 27-11-20015]

sul mercato secondario, a prezzi anche differenti rispetto a quello di emissione derivante dalla fluttuazione del titolo. Come lecito aspettarsi, i titoli con vita maggiore sono anche quelli con maggior rischio, traducibile in un tasso più elevato. Ciò che ne fa uno strumento così diffuso ed apprezzato riguarda la certezza di una remunerazione mensile a tasso fisso quindi sicura e garantita, ed inoltre la loro liquidità. L'unico rischio realmente concreto riguardate il valore dei BTP riguarda il mercato, in quanto una fluttuazione del tasso di mercato agisce sul valore diretto dello strumento, dovendo compensare il tasso fisso di remunerazione al fine di eguagliare il rendimento di mercato.

Per quanto riguarda i BTP€i, si tratta di Buoni del Tesoro Poliennali con una particolarità, ossia l'indicizzazione al tasso di inflazione europeo, mentre i BTP Italia sono indicizzati al tasso di inflazione italiano. Ciò significa come il titolo fornisca protezione all'investitore contro la salita dei prezzi, il primo a livello europeo ed il secondo a livello nazionale, tramite cedole pagate semestralmente le quali offrono un tasso reale minimo garantito, stabilito di volta in volta per ogni *tranche* di emissione. I BOT¹³ invece, Buoni Ordinari del Tesoro, hanno una diffusione minore, pari al 6,75% del totale dei titoli emessi, percentuale strettamente legata alla loro funzione di finanziamento del debito a breve termine, con una vita di 3, 6 o 12 mesi. L'investitore riceve, alla scadenza del titolo, l'importo nominale complessivo: la remunerazione viene così definita dalla differenza tra il prezzo di acquisto del titolo e il valore nominale a scadenza, senza la presenza di cedole periodiche come nel caso dei BTP, e con un tasso di interesse il quale può dirsi anticipato in quanto sottratto dal valore nominale a scadenza. Anche per tali strumenti il collocamento avviene tramite asta, e vengono scambiati nel mercato telematico secondario, dove si trovano ad un prezzo diverso da quello di emissione dovuto all'oscillazione delle quotazioni di mercato. Anche per i BOT, si hanno caratteristiche di notevole liquidità, trattandosi di strumenti che sono sempre molto richiesti sul mercato.

I Certificati del Tesoro Zero-Coupon, o CTZ,¹⁴ sono titoli di Stato per l'appunto senza cedola, a tasso fisso, di durata pari o inferiore a 24 mesi, il cui prezzo è determinato per differenza tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di cessione,

¹³ BORSA ITALIANA, *Cos'è un BOT?*, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bot.htm>, 2006 [ultima cons. 27-11-2015]

¹⁴ BORSA ITALIANA, *CTZ-CCT-BOC*, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ctz-cct-boc.htm>, 2007 [ultima cons. 27-11-2015]

sempre posizionato al di sotto della pari. Presentano caratteristiche del tutto simili ai BOT, dai quali si differenziano solamente per una durata maggiore, in quanto sono collocati sul mercato tramite asta marginale e sono scambiati sul mercato telematico secondario secondo quotazione.

Caratteristiche diverse rispetto agli altri strumenti sono possedute dai titoli CCT, ossia Certificati di Credito del Tesoro. Trattasi infatti di titoli i quali presentano una durata di sette anni, e il loro tasso di interesse è variabile, con cedole indicizzate al rendimento dei BOT semestrali o annuali emessi nel bimestre che precede il mese antecedente lo stacco della cedola, con l'aggiunta di uno *spread* variabile tra 0,3% e 1%. Vengono emessi con cadenza mensile, e rappresentano circa il 7,04% del totale dei titoli di Stato emessi.

La restante parte del debito pubblico sotto forma di titoli, esposta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con la dicitura "Estero" e pari al 2,86% del totale, riguarda emissioni effettuate sia in euro sia in valuta estera tramite strumenti che trovano collocamento sul mercato esterno, per mezzo di programmi definiti "Carta Commerciale", "Global Bond" e "Prestiti a Medio e Lungo Termine": queste fattispecie permettono sia la raccolta di valuta estera, sia una diversificazione del debito tale da diminuire il rischio intrinseco, per un totale di 52,5 miliardi di euro circa.

Appare evidente come siano gli strumenti di più lunga durata ad avere un peso maggiore all'interno della composizione del debito pubblico, ciò al fine di meglio favorire la gestione di cassa nel breve e nel medio - lungo periodo.

La restante parte che compone il debito pubblico, è disposta sotto molteplici forme.¹⁵ Da una parte troviamo i prestiti, erogati nei confronti dello Stato da enti quali il Fondo Monetario Internazionale, costituito dopo il termine della Seconda Guerra Mondiale sulla scia degli accordi di Bretton-Woods e con lo scopo di aiutare le economie in difficoltà tramite la concessione per l'appunto di prestiti. Ancora, il debito pubblico è costituito da depositi costituiti, e biglietti e monete emessi. Con depositi, si intendono ad esempio depositi postali costituiti da residenti al fine di investire il proprio denaro, dando la disponibilità allo Stato della provvista monetaria al fine di disporre per i suoi usi, in cambio di una restituzione connessa alla corresponsione di un tasso di interesse.

¹⁵ BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico*, 15 Dicembre 2015, n.68, Tavola 4

La provvista monetaria invece, composta da biglietti e monete, a sua volta costituisce un debito dello Stato nei confronti del soggetto che provvede all'emissione, nel caso dell'Italia consistente nella Banca Centrale Europea, come per tutti gli altri stati che adottano l'euro come moneta.¹⁶

Dopo aver valutato la composizione del debito pubblico, appare importante capire chi ne è detentore, in quanto tale aspetto assume rilevante interesse. Tali informazioni possono essere ricavate da Banca d'Italia, che si occupa di analizzare costantemente il debito pubblico.

Appare evidente dai dati disponibili, come siano molteplici i soggetti che sono titolari del debito pubblico, sia sotto forma di titoli che sotto forma per l'appunto di depositi e prestiti concessi allo Stato. Gli ultimi dati completi disponibili, aggiornati a settembre 2015, espongono tale situazione:

- Banca d'Italia: 149.858,12 milioni di euro, di cui 145.449 milioni di euro in titoli di Stato;
- Altre istituzioni finanziarie monetarie residenti, ossia l'insieme delle banche residenti e dei fondi comuni monetari: 662.922 milioni di euro, di cui 398.867 milioni di euro in titoli;
- Altre istituzioni finanziarie residenti, ovvero soggetti diversi da banche e fondi comuni monetari che svolgono attività di raccolta ed impiego: 445.876 milioni di euro, di cui 438.638 milioni di euro in titoli di Stato;
- Altri soggetti residenti, ovvero coloro che non appartengono ad alcuno dei precedenti settori: 167.955,96 milioni di euro, di cui 146.582 milioni di euro in titoli di Stato;
- Non residenti, tra cui gli istituti centrali di credito appartenenti all'Eurosistema, la Banca Centrale Europea tramite il programma EFSF (*European Financial Stability Facility*), il fondo di salvataggio ESM¹⁷

¹⁶ Il tema in questione è ricco ed assai contestato nella sua logica, pertanto ai fini del lavoro sarà esposta solamente la realtà dei fatti, ovvero che la moneta costituisce debito per lo Stato, senza ulteriori approfondimenti.

¹⁷ L'EFSF è un programma di salvataggio istituito dalla Banca Centrale Europea nel 2011 al fine di aiutare le nazioni in crisi a causa del loro elevato debito pubblico, tra cui l'Italia. La naturale evoluzione di tale programma è stata la costituzione del fondo ESM, che assurge a questo compito tramite la gestione di liquidità derivante dagli stati europei, che viene a sua volta trasferita alle nazioni bisognose.

(*European Stability Mechanism*), e quant'altri hanno trovato collocazione nella bilancia dei pagamenti: 765.389,15 milioni di euro, di cui 719.939 milioni di euro in titoli di Stato;

per un debito totale di 2.192.001,23 milioni di euro.

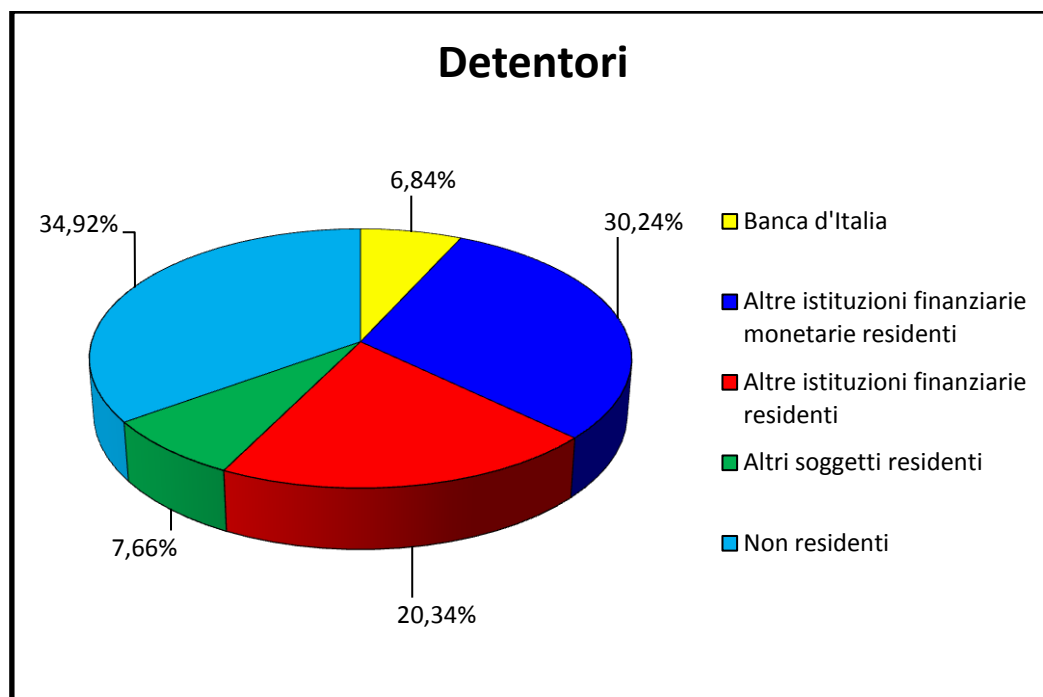


Figura 3-Detentori del Debito Pubblico

La valutazione della composizione del debito con riguardo ai soggetti detentori assume notevole importanza, soprattutto relativamente ai soggetti non residenti.

Secondo una rilevazione effettuata da *Il Fatto Quotidiano*,¹⁸ tramite una ricerca incrociata all'interno dei bilanci depositati delle IMF italiane e straniere, il debito pubblico italiano detenuto da soggetti esteri per la maggior parte è composto da titoli posseduti da colossi bancari ed assicurativi stabiliti all'interno della comunità Europea, ovvero francesi (Crédit Agricole, Bnp Paribas, Axa) e tedeschi (Deutsche Bank, Commerzbank, Allianz), per quanto riguarda i soggetti privati. Conteggiando anche i titoli detenuti dagli istituti centrali appartenenti all'Eurozona, secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali, la cifra si avvicina ai 156 miliardi di euro.

EUROPEAN STABILITY MECHANISM, *About the ESM*, <http://www.esm.europa.eu/about/index.htm>, 2015 [ultima cons. 27-11-2015]

¹⁸ M. DEL CORNO, "Debito pubblico italiano, all'estero chi ci conta di più è Francia e Germania", in *Il Fatto Quotidiano*, <http://www.ilfattoquotidiano.it/2014/03/05/debito-pubblico-italiano-allestero-chi-ci-counta-di-piu-e-in-francia-e-in-germania/900274/>, 5 marzo 2014 [ultima cons. 28-11-2015]

Un'ulteriore analisi riguardo al debito pubblico, la si può effettuare relativamente alla vita residua. I dati di Tabella 2, aggiornati al 30 settembre 2015,¹⁹ permettono di fare alcune considerazioni.

Tabella 2-Vita residua del Debito Pubblico (valori nominali, milioni di €)

VITA RESIDUA	IMPORTO
Debito con vita residua inferiore a 1 anno	€ 514.722,60
Debito con vita residua compresa tra 1 e 5 anni	€ 719.024,23
<i>di cui a tasso variabile</i>	€ 206.544,30
Debito con vita residua superiore a 5 anni	€ 958.254,40
<i>di cui a tasso variabile</i>	€ 165.101,10
TOTALE	€ 2.192.001,23

Innanzitutto, appare evidente come lo stock debitorio maggiore sia relativo ad un periodo con naturale scadenza superiore ai cinque anni, la qual cosa è comprensibile poiché i titoli di Stato per la maggior parte in essere sono a medio e lungo termine, con scadenze fino ai trent'anni dalla sottoscrizione. Di questi titoli a più lungo termine, solo una ristretta percentuale, pari al 17,23%, è a tasso variabile, una scelta dettata da politiche di contenimento della spesa per interessi, in quanto la tipologia a tasso variabile è assai instabile nel lungo periodo, essendo soggetta alle variazioni dei mercati, le quali possono avere effetti assai negativi sulle casse dello Stato.

La percentuale di debito a tasso variabile è superiore invece nel caso del debito con vita residua compresa tra uno e cinque anni, pari a circa il 28,53%, comunque all'interno di un valore accettabile proprio per contenere la volatilità della spesa per interessi, la quale è stata per molti anni ed ancora adesso è una delle principali cause della portata estremamente elevata del debito.

¹⁹ BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico*, 15 Dicembre 2015, n.68, Tavola 7

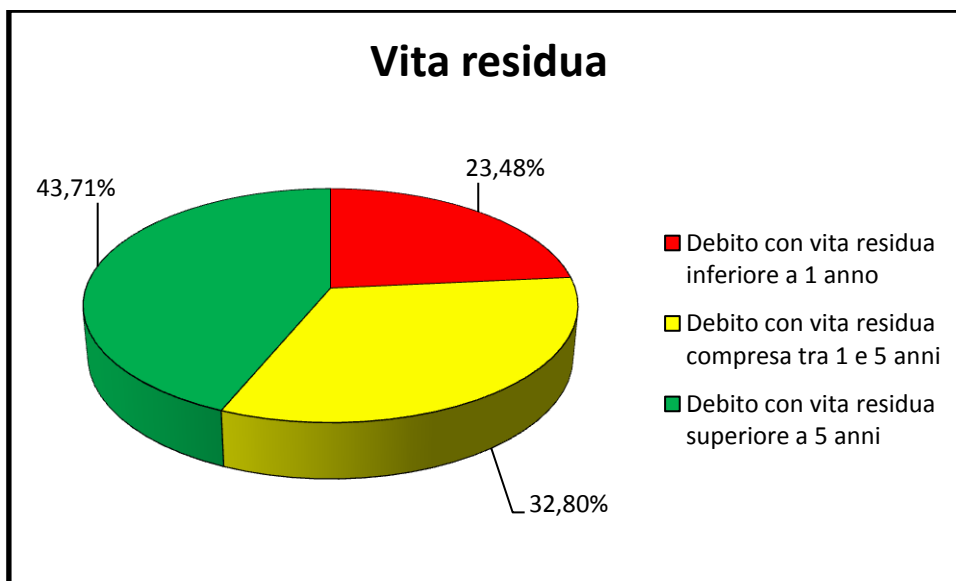


Figura 4-Vita residua del Debito Pubblico (percentuale)

La vita media residua del debito pubblico, stimata da Banca d'Italia, è di 7,1 anni al 30 settembre 2015,²⁰ in crescita rispetto all'ultimo biennio.

1.1.2. Storia della formazione del debito pubblico²¹

La genesi del debito pubblico, a partire dall'Unità d'Italia del 1861 e con particolare riferimento dal secondo dopoguerra in poi, ha trovato una profonda correlazione con le teorie economiche che hanno dominato i tempi passati e presenti ed ha dovuto affrontare le avversità incontrate nel tempo e le scelte politiche e decisionali di personaggi non sempre all'altezza del loro ruolo alla guida del Paese, i quali molto spesso hanno preferito la strada più comoda per il raggiungimento degli obiettivi in programma, con estrema noncuranza delle conseguenze.

La costruzione di tutti gli Stati nazionali negli ultimi due secoli è stata infatti basata su una spesa in deficit. Nello stesso momento, mentre alcuni importanti politici sostenevano con forza il potere del debito pubblico alla stregua di una benedizione, nel caso fosse stato tenuto sotto controllo e di importo non eccessivo, mentre altri lo ritenevano un elemento devastante per la nazione, capace di distruggerla.

Lo Stato italiano, per di più, dal termine della Seconda Guerra Mondiale in poi ha sempre vissuto al di sopra delle proprie possibilità, generando un costante disavanzo

²⁰ BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico*, 15 Dicembre 2015, n.68, Tavola n.7

²¹ Liberamente ispirata, nei numeri e nella narrazione, a: L. TEDOLDI, *Il Conto Degli Errori*, Roma, Editori Laterza, 2015

di bilancio dovuto ad un perdurante squilibrio tra entrate e spese, fatto divenuto ancora più evidente negli anni Settanta con la messa in atto di importanti programmi di spesa. La scelta, spesso e volentieri, è consistita nel ripagare il debito accumulando altro debito o con la stampa di nuova moneta, ovvero riducendo il potere di acquisto della lira nel tentativo di un implicito ripudio. Inoltre, spesso l'uso di previsioni ottimistiche per le variabili macroeconomiche al fine di ottenere con anticipo margini di spesa ha comportato una crescita anomala del deficit in quanto gli andamenti reali si sono confermati poi sfavorevoli. L'utilizzo del debito nel corso degli anni ha avuto luogo per molteplici scopi, molti di carattere politico, e col fine di porre pressione su parlamento, società ed istituzioni europee, come ad esempio ritardare la tassazione, esercitare pressione politica sui governi successivi, consolidare alcune istituzioni, conservare il potere. Spesso si è detto di come il debito sia stato originato da una cattiva gestione della spesa pubblica e dalla perdita di controllo sui bilanci dello Stato, ma questo non è totalmente corretto, così come non è corretto affermare che il debito sia servito solo ad espandere il sistema bancario e a rafforzare il ceto medio al fine di garantire un maggior benessere. Le cause del progressivo innalzamento del debito pubblico hanno trovato ben altre motivazioni, spesso appunto per considerazioni opportunistiche di chi ha avuto un ruolo al potere nella gerarchia statale. Con l'entrata in vigore degli accordi di Maastricht²² prima e dell'euro poi, si è perso questo potere politico in quanto è venuto a mancare il controllo su alcune variabili quali la politica monetaria, il tasso di cambio e la crescita del debito pubblico, ma non si è avuta nel contempo inversione di tendenza per quanto riguarda il processo di consolidamento del debito stesso.

Anni Settanta

Gli anni Settanta rappresentano il primo balzello alla crescita smisurata del debito, a causa di una crisi economica che colpì l'intera Europa rallentando così la crescita

²² Il Trattato di Maastricht, ratificato nel 1992, ha determinato la nascita dell'Unione Europea, oltrepassando l'obiettivo economico ed affermando la propria vocazione politica. Esso infatti pone cinque obiettivi principali: rafforzare la legittimità democratica delle istituzioni; rendere più efficaci le istituzioni; instaurare un'unione economica e monetaria; sviluppare la dimensione sociale della Comunità; istituire una politica estera e di sicurezza comune.

Cfr.: EUR-LEX, *Trattato di Maastricht sull'Unione Europea*, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3Axy0026>, 2010 [ultima cons. 29-11-2015]

economica dopo un lungo periodo di benessere economico e sociale originando anche una nuova segmentazione delle classi sociali, a discapito del tradizionale schema bipolare. Le proteste del 1968 e l'”autunno caldo” fecero sì che la situazione conseguente presentasse costi di produzione eccezionalmente aumentati, a discapito di una moderata crescita economica, il tutto senza che i governi riuscissero a reagire agli aumenti salariali, né attraverso una forte espansione degli investimenti né tramite processi di razionalizzazione. Di questi anni, anche la nascita delle Regioni, tentativo di riforma degli enti territoriali al fine di decentrare il potere ed alleggerire gli apparati ministeriali. In questo periodo comunque, la spesa pubblica era ancora al di sotto della media europea, attestandosi all'incirca al 40% del Pil, ma in crescita costante e continua da alcuni anni. Ciò si stava verificando in quanto i governi avevano deciso di abbandonare la politica del bilancio neutrale la quale favoriva la redistribuzione delle ricchezze fra generazioni, a favore di una politica basata sui disavanzi di bilancio, e perseguita dai governi di sinistra attraverso investimenti pubblici e infrastrutture sociali al fine di contrastare la decrescita economica, nel perseguimento delle teorie keynesiane molto diffuse al tempo, ma senza realizzare nel contempo una crescita delle entrate.

Il debito era composto per circa il 37% da titoli a lungo termine, dalla raccolta postale tramite debiti contratti con la Cassa Depositi e Prestiti, da impieghi bancari, ed in misura minore da titoli a medio termine e da un esiguo debito estero. I risparmiatori quali imprese, privati e famiglie sostenevano questo debito, per circa il 30%, oltre agli intermediari finanziari ed alla Banca d'Italia che rivolsero la loro attenzione ai titoli a più lungo termine. Proprio la Banca d'Italia, tra il 1969 e il 1970, aveva effettuato un'azione di larga acquisizione sul mercato dei titoli, arrivando a possederne quasi il 25% del totale presente sul mercato, al contempo riducendo la linea di credito abitualmente concessa al Tesoro. Tuttavia la situazione si presentava ambigua in quanto le entrate tributarie permettevano una copertura poco al di sotto di metà della spesa pubblica, la quale di converso si presentava alquanto elevata, intorno al 35% del Pil, inducendo così un forte e costante aumento del debito, in media del 20% all'anno fino a circa la metà degli anni Ottanta: tale situazione però al tempo era vista come sostenibile, al confronto con gli altri Paesi europei i quali presentavano percentuali analoghe, ed era altresì sostenuta tramite la creazione di nuova base monetaria per una quota rilevante. Ulteriore fatto di quei tempi, il Governo appoggiò alcuni interventi di sostegno economico alle imprese petrolifere in

crisi, di fatto prestando denaro a tali soggetti in perdita, rimettendoci a causa delle condizioni non vantaggiose concesse, in quanto lo Stato pagava sul debito un tasso di interesse compreso tra il 6 e il 7% e prestava il denaro con un tasso del 4% di fatto rimettendoci il 2%.

Il debito del tempo era fortemente nazionalizzato in quanto detenuto per oltre il 90% da soggetti residenti, cittadini, imprese e Banca d'Italia, ed oltretutto al Governo era concesso ampio potere in termini di politica monetaria. In definitiva, fino al 1972 da pochi il crescente peso del debito era visto come un problema.

Tra il 1971 e il 1972 la decisione del presidente Nixon di sospendere gli accordi di Bretton Woods, i quali disciplinavano la conversione del dollaro in oro, ebbe come effetto l'aumento dell'inflazione nei paesi europei. La conseguenza fu una notevole propensione al risparmio da parte delle famiglie le quali investivano i loro risparmi in titoli pubblici, e le necessità di copertura dei costi causati dalle crescenti spese derivanti dalla situazione sociale e dall'inflazione spinsero il debito oltre la soglia del 50% del Pil.

Per l'Italia inoltre, la spesa pubblica attestatasi intorno al 35% del Pil si stava rivelando un grosso problema, in quanto come fatto notare anche dall'allora governatore della Banca d'Italia il totale delle entrate, gravemente squilibrato oltretutto da elevate sacche di evasione fiscale, non era assolutamente sufficiente a coprire le spese correnti generando un deficit annuale compreso tra il 2 ed il 4% che ben presto diventò strutturale.

Il ricorso a prestiti concessi dal Fondo Monetario Internazionale è stato un percorso intrapreso per ben due volte nel corso del decennio, dapprima nel 1974 ed in seguito nel 1978. In entrambi i casi, considerando l'Italia come un paese ancora debole e per questo possibile terreno fertile per i partiti comunisti, vennero concessi prestiti di elevato importo ma con l'imposizione di alcuni paletti, ovvero solamente con una conseguente riduzione del deficit e della concessione di credito all'economia.

Nel '75 il debito avvicina il 60% del Pil, e con ciò aumentano anche gli interessi su di esso, nonostante l'inflazione crescente comporti un costo reale decrescente del debito. Inoltre, assume caratteri non più economici dettati da necessità ma politici il ricorso alla pratica del *deficit spending*, finanziando in tal maniera la spesa pubblica col debito da contrarre nonostante una riforma fiscale approntata ma non sufficiente al recupero. Tale uso della *deficit spending* trae origine anche dalla scelta politica del cosiddetto "compromesso storico", in cui l'alleanza al governo tra Dc e Pci produsse

un accordo basato da un lato sul contenimento dei costi del lavoro in cambio dell'aumento degli investimenti pubblici, per l'appunto finanziati tramite ricorso al debito. Una conseguenza di tale approccio, può ben ritenersi l'aumento della forza lavoro statale generata dalla domanda relativa a istruzione, sanità e previdenza, che raddoppia nel periodo 1950-1975.

La scelta del Governo di finanziare gli enormi deficit che si sono formati e ancora si formano costantemente tramite prestiti privati, a discapito della creazione di nuova moneta e dell'emissione di titoli, comportò un calo della fiducia generale che ebbe come conseguenza un rialzo dei tassi di interesse a breve e medio termine, che solo in parte potevano essere controllati tramite il tasso di inflazione, sempre attorno al 10%, in quanto la spesa corrente in aumento non trovava corrispondenza in entrate fiscali adeguate e si andava a sommare al debito pregresso, già oltre al 60% del Pil, superando la media europea.

L'anno 1978 si evidenzia anche per la scelta di riformare l'art. 81 della Costituzione, il quale predisponesse la formazione del bilancio. Venne infatti introdotta, tramite la legge 468/1978, la cosiddetta legge Finanziaria,²³ la quale prevedeva (e tutt'oggi prevede) come i progetti del Governo debbano anticipare la spesa da sostenersi per gli anni seguenti relativamente ad ogni specifico impegno descritto e stabilito, con la successiva votazione da parte delle Camere.

La legge Finanziaria ben presto però ha finito per essere utilizzata in maniera distorta, in quanto i fondi residui che si formavano alla chiusura del bilancio, e già destinati ad uno specifico impegno derivante dagli anni precedenti, venivano utilizzati per finanziare altri impegni di spesa, in questo modo andando a configurare quote di spesa di anno in anno sempre maggiori. Tutto ciò ha comportato una conseguente crescita del debito tramite il ricorso a prestiti ed alla vendita di titoli.

La fine degli anni '70 ha visto inoltre l'affermarsi delle famiglie risparmiatrici sul mercato finanziario. I cambiamenti sociali, su tutti una forte apertura nei confronti del lavoro femminile, comportarono di fatto il raddoppio della capacità di spesa per

²³ Sostituita a partire dal 2009 dalla legge di Stabilità, dal 1978 la legge Finanziaria, emanata con cadenza annuale, determinava le spese che il governo avrebbe dovuto affrontare nell'anno seguente, in una sorta di bilancio preventivo, le quali poi dovevano essere di conseguenza votate ed approvate seguendo l'iter legislativo. Tale fattispecie di legge nacque con l'intento di garantire un maggior controllo parlamentare alle spese sostenute dal governo.

Cfr.: T. GAYER, H.S. ROSEN, *Scienza delle Finanze*, Milano, McGraw-Hill, 2010, p. 21

le famiglie le quali con sempre maggior frequenza optarono per l'investimento in titoli di Stato. I BOT, titoli a breve termine, si rivelarono il bene maggiormente appetibile da questi soggetti, dati gli elevati tassi di interesse, schizzati oltre il 10% a causa dell'inflazione, e data la durata relativamente breve, in media intorno ai cinque mesi. La preferenza per i BOT rispetto agli altri titoli di più lungo termine ha finito per contribuire alla problematica del debito pubblico, in quanto lo Stato si è trovato a dover restituire con elevati costi derivanti dall'alto tasso di interesse il debito contratto, senza avere il respiro fornito dalle scadenze a lungo termine e di fatto contraendo prestiti al fine di restituire i prestiti in scadenza.

Anni Ottanta

Gli anni Ottanta si identificano per l'enorme esplosione che sconvolse il debito pubblico il quale salirà dal 60% fino al 100% del Pil al termine del decennio. Il passaggio da una politica basata sulle idee di Keynes ad una più improntata sul liberismo dell'economia, guidata dagli Stati Uniti, conduce al cosiddetto divorzio tra la Banca d'Italia e il Tesoro, nel contesto di un più ampio programma che coinvolge tutte le principali banche centrali europee come anche imposto dallo SME.²⁴ Inoltre, la politica restrittiva praticata dalla Banca d'Italia altro non fece che peggiorare le condizioni economiche dello Stato, già provato dalla crisi economica dettata anche dall'aumento dei prezzi del petrolio, più che raddoppiati, e dal contrasto politico in atto tra i principali partiti.

Nel periodo immediatamente successivo, nel tentativo di risollevarne la situazione debitoria fortemente compromessa dal continuo andamento negativo del comparto della spesa pubblica, a cui si aggiungevano le performance totalmente negative delle aziende pubbliche, il Governo si pose come obiettivo un maggior controllo sulla gestione dei centri di spesa, i quali spesso e volentieri erano travisati nel tentativo già osservato di finanziamento in deficit utilizzando residui di ammortamento già destinati ad altre spese, generando così ulteriore disavanzo. Al fine di rendere più appetibile il debito tuttavia la scelta confluì in un ulteriore rialzo dei tassi di

²⁴ Sistema Monetario Europeo, predecessore della moneta unica, il quale prevedeva un regime di cambi semi fissi tra le varie monete nazionali europee. Cfr.: G. TULLIO, *Enciclopedia Italiana Treccani*, s.v. "Sistema Monetario Europeo", [http://www.treccani.it/enciclopedia/sistema-monetario-europeo_\(Enciclopedia-Italiana\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/sistema-monetario-europeo_(Enciclopedia-Italiana)/), 1994 [ultima cons. 29-11-2015]

interesse, con un tentativo di allungamento delle scadenze al fine di rendere il debito più sostenibile. Il peso degli interessi sul debito iniziò a farsi sempre più gravoso, andando ad influire per circa il 24% della spesa pubblica nel 1984, un valore addirittura maggiore di quanto speso per il personale statale.

Gli anni '80 sono stati un decennio assai travagliato a livello politico, con una successione di governi al potere con cadenza quasi annuale, con effetti diretti ed indiretti sulla politica di gestione del debito in quanto spesso i programmi politici erano concentrati su altri aspetti più urgenti, trascurando la continua crescita dell'esposizione debitoria ed anzi sfruttando la situazione al fine di ottenere consensi. Per l'appunto, il governo Craxi optò in quegli anni per operazioni di *microbudgeting* le quali non avevano effetti rilevanti sul contenimento del deficit, privilegiando piuttosto il contenimento dell'inflazione e l'espansione economica.

L'effetto maggiore sulla crescita della spesa pubblica e di conseguenza del debito, data la costante presenza di ampi deficit, nella seconda metà degli anni '80 fu dovuto al peso degli interessi, sempre più rilevanti.

In questo periodo infatti i BOT, titoli di breve durata e con un tasso di interesse fluttuante, vedono una notevole crescita di popolarità tra i privati e soprattutto tra le famiglie risparmiatrici, grazie ad alcune peculiari caratteristiche: infatti, si trattava di titoli del tutto assenti da rischio, i quali garantivano rendimenti elevati, intorno al 10%, a breve termine, esentasse ed oltretutto anonimi. Circa il 70% dei BOT e CCT, ovvero i titoli di Stato di minor durata, erano in mano a famiglie e imprese nel 1984, anche in seguito al "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro voluto dal governatore Ciampi. Questi titoli ad elevato rendimento costituivano altresì un forte strumento di consenso, grazie al trasferimento di ricchezza dallo Stato ai cittadini che originavano, del quale ben presto i governi fecero uso al fine di attirare i risparmiatori al sostegno del debito pubblico. Il debito nutriva una sempre maggiore classe di redditi, i quali investivano al fine di ottenere lauti interessi, per ripagare i quali però lo Stato doveva ricorrere ad ulteriore indebitamento, alimentando un circolo vizioso assai complicato da bloccare. L'esito di tale politica del consenso finì per generare un indebitamento netto di circa l'11% per tutto il decennio. Nel 1984, la spesa per interessi raggiunse il valore dell'11% del Pil, molto più elevato rispetto alla media europea pari a circa il 4,5%.

La situazione nel 1986 sembrò tendere verso un significativo miglioramento congiunturale grazie al miglioramento dell'economia ed al contenimento

dell'inflazione entro termini accettabili. Ciò in effetti avrebbe dovuto comportare una naturale discesa dei tassi di interesse, ma così non fu, anzi avvenne il processo contrario con un innalzamento fino al 12%. La durata del debito ancora molto breve, all'incirca intorno ai tre anni, altro non fece se non peggiorare la già intricata situazione. La crescita del Pil in altre parole non venne sfruttata per favorire il contenimento del debito pubblico, questo a causa di una spesa corrente di pessima qualità e di un sistema fiscale inaccettabile, il quale permetteva con grande facilità fenomeni di evasione fiscale, anche dopo la riforma dell'86 che non comporta i risultati sperati. Il debito, in sostanza, continuava a crescere di anno in anno ad un ritmo del 15-20% circa, arrivando ad essere pari al 90% del Pil nel 1986.

Nel susseguirsi di governi della seconda metà del decennio, vennero comunque identificati alcuni fattori di assoluto rilievo da contrastare al fine di poter riprendere il controllo della situazione. Innanzitutto, era necessaria una ristrutturazione dei titoli di Stato, nel tentativo di allungare la vita media del debito, al tempo pari a 3,5 anni, e di riequilibrare i tassi di interesse in relazione alla situazione economica ed inflattiva. Anche il ricorso ai mercati internazionali ebbe notevole considerazione ed adesione, in quanto non vi era più il sostegno monetario della banca centrale italiana, la quale godeva di autonomia dal 1981.

Sul finire degli anni '80 la situazione ebbe un lieve miglioramento, grazie al contenimento dei costi ed all'allungamento, seppur debole, delle scadenze. Tutto questo però ebbe come contrappeso un progressivo allontanamento delle famiglie dal debito, diminuendo le sottoscrizioni di titoli di Stato e passando a detenerne il 54% , contro il 67% degli anni precedenti.

Anni Novanta

Gli anni '90 videro la collocazione dell'Italia in un contesto europeo altamente instabile ed in continua evoluzione, dettato da grandi stravolgimenti politici ed economici, tra i quali le spinte che portarono alla dissoluzione dell'Urss ed alla formazione degli stati nazionali dell'est europeo, la riunificazione della Germania, la guerra del Golfo, e più intimamente la crisi interna dei grandi partiti nazionali, sempre più al centro della bufera ed infastiditi dai movimenti locali e regionalisti in continua ascesa. Il debito era detenuto per il 90% all'interno dei confini nazionali, in una spirale autoalimentata, e questo ne permise il sostenimento nonostante alcuni

indici esprimessero la problematica efficacia delle riforme di spesa politica, su tutti una somma pari al 13,5% del Pil destinata alla spesa previdenziale di contro ad una media europea inferiore alla metà.

Lo scandalo di Tangentopoli²⁵ nel 1992 ebbe l'effetto di destabilizzare in modo definitivo la situazione politica italiana, dando origine ad una crisi istituzionale profonda che sfociò in una delegittimazione generale ed accentuata. Si generarono conflitti sindacali aspri, oltre la metà dei deputati era inquisita nell'ambito dell'inchiesta sulla corruzione, ed in tutto ciò si ebbe un crollo della valuta nazionale che comportò una svalutazione pilotata della moneta al fine di ridurre la gravità della situazione, e l'uscita dallo Sme. In tale contesto, l'inflazione crebbe del 7%, il deficit annuale raggiunse il 10% del Pil e con il crollo della fiducia dei risparmiatori, si ebbe il crollo della sottoscrizione dei titoli di Stato da parte loro.

Ovviamente, tale insieme di situazioni altro non fece se non influire ancora più negativamente sul debito pubblico, il quale nella sua inarrestabile crescita sfondò il muro del 100% del Pil nel 1990, e crebbe fino a raggiungere la percentuale *monstre* del 120% nel 1992, con una quota di interessi sul debito pari al 47% della spesa pubblica, senza che fossero individuate vie d'uscita efficaci al fine di migliorare la situazione.

Il governo tecnico istituito da Amato in seguito allo scandalo delle tangenti ha posto tra i primi obiettivi per l'appunto la riduzione del debito e l'allungamento della sua vita residua agendo inoltre sul livello dei tassi di interesse. La dura manovra finanziaria che ne seguì, con grossi tagli riguardo pensioni e sanità, non ebbe l'effetto sperato in quanto i tassi di interesse continuavano a rimanere elevati, anche a causa della riunificazione della Germania, la quale al fine di attrarre capitali offriva tassi dell'8,75%, tassi che stati come l'Italia erano costretti ad oltrepassare al fine di rimanere competitivi sul mercato.

Il Trattato di Maastricht, firmato in quel periodo al fine di gettare le basi per la futura Unione Europea, al suo interno prevedeva vincoli di natura economica e monetaria

²⁵ Scandalo verificatosi in Italia all'inizio degli anni '90, in cui una serie di inchieste giudiziarie portarono alla scoperta di un ramificato sistema di corruzione a più livelli, con fattispecie di concussione e finanziamento illecito ai partiti, determinando di fatto la fine del partitismo che aveva dominato la prima repubblica fino a quel momento, con grande indignazione dell'opinione pubblica.

Cfr.: *Che cos'è Tangentopoli*, http://www.lettera43.it/politica/guide/che-cose-tangentopoli_30184.htm, 2013 [ultima cons. 29-11-2015]

da rispettare da parte degli stati aderenti tra i quali l'Italia. Tra questi, i più importanti consistevano nel limite massimo di deficit annuale da contenersi entro il 3% del Pil, mentre il rapporto debito/Pil aveva un limite del 60%. Inoltre, la nuova Banca Centrale Europea, sostituita delle banche nazionali, non godeva del potere di finanziare gli stati, ed in particolare il Tesoro italiano che nel corso degli anni aveva usufruito di questa opportunità presso la Banca d'Italia, in cambio di tassi d'interesse del 14%, che tuttavia continuerà ad essere banca d'appoggio per gli sfasamenti temporali di cassa a breve termine. Il trattato, inoltre, introdusse novità altresì riguardo le caratteristiche dei titoli di Stato, i quali videro scomparire i limiti di durata prima esistenti, nella ricerca di un aumento della discrezionalità da parte dei governi nazionali al fine di una miglior gestione del debito pubblico.

Nel corso del 1993, con il governo di Ciampi, altro tecnico con un passato da governatore della Banca d'Italia e da ministro del Tesoro, l'orientamento prevalente riguardò le imponenti privatizzazioni che da tempo erano richieste sia dall'opinione pubblica sia dalla comunità europea nel rispetto dei trattati vigenti. Ebbe così luogo anche la costituzione del fondo di ammortamento titoli, nel quale per l'appunto confluivano i proventi derivanti dalle dismissioni statali, con il risultato di permettere un'estinzione del debito con una media dello 0,64% annuo, assai bassa rispetto a quanto immaginabile. Nonostante ciò, una buona congiuntura sui mercati permise una notevole riduzione del tasso di interesse, che dimezzò nel caso dei BOT, passando dal 15% all'8% circa, contribuendo ad un notevole calo della spesa che venne ridotta di circa 26.000 miliardi di lire, con effetti positivi sia sul deficit, in riduzione rispetto agli anni precedenti, sia sul debito.

Il cambio di governo del '94 vide la salita al potere di Berlusconi, eletto dal popolo, alla guida di un partito con uno spiccato orientamento liberale, il quale promise incentivi ad occupazione ed investimenti nei contesti di libera impresa, un contenimento della spesa pubblica tramite condoni fiscali, tagli alla sanità ed alle pensioni, ed una riduzione del welfare se necessario. Il fabbisogno pubblico era in crescita, ed allo stesso modo il debito, dopo la fine della discesa dei tassi di interesse. Infatti, la salita del 9% sul debito del 1993 contribuì allo sfondamento del tetto dei 2.000.000 di miliardi di lire, pari al 121% del Pil. A ciò contribuirono i debiti originati dalla sanità nazionale, gli scarti di emissione sui titoli pubblici e il deprezzamento della lira con riferimento ai titoli in valuta.

Peculiare caratteristica del debito, in quegli anni, è la sua auto alimentazione, generata dagli elevati interessi che per essere pagati richiedono la generazione di ulteriore debito, e ciò è desumibile dal totale scollegamento dalla spesa pubblica, che nel '94 era in calo.

Proprio la riforma delle pensioni con i tagli previsti in prospettiva costò la caduta del governo, il quale nel 1995 fu preso da Dini che per affrontare con le controparti il tema pensionistico pose il problema del debito pubblico in secondo piano. Questo contribuì ad un aumento della spesa pubblica, anche a causa del rialzo degli interessi ora su tassi dell'11,5% per i BOT ed i CCT, ma la riduzione del deficit ad un livello del 7%, in discesa costante da lì in poi nel corso degli anni fino al 1999, permise altresì un periodo di riduzione del rapporto debito/Pil.

L'elezione al governo di Prodi, nel 1996, comportò alcune novità. Innanzitutto, essendo lui uno tra i promotori del Trattato di Maastricht e dell'Unione Europea, mise in atto operazioni consone all'avvicinarsi dell'entrata in vigore dei vincoli sui parametri di bilancio, contribuendo al reingresso italiano nel Sistema Monetario Europeo e riducendo ulteriormente il disavanzo pubblico, portandolo al 4,4%, con l'obiettivo di scendere sotto il limite del 3% nell'anno successivo, anche grazie all'introduzione della cosiddetta "eurotassa" e in più in generale all'aumento della pressione fiscale, nonostante una spesa in salita.

Inoltre, optò per una riduzione dell'intervento pubblico in economia, contribuendo altresì alla crescita dell'efficienza dei settori pubblici.

Tra le altre cose, l'unione dei ministeri del Tesoro e del Bilancio, il controllo dei flussi di cassa della bilancia statale, il controllo della sanità e delle regioni tramite l'utilizzo della leva finanziaria, la riduzione dei trasferimenti di cassa nei confronti di enti con giacenze consistenti sono alcuni interventi che permisero il contenimento della spesa.

La discesa dei tassi di interesse tra gli stati europei diede luogo ad una riduzione del tasso anche in Italia, favorendo un contesto positivo alla collocazione di titoli a lungo termine e con tasso fisso, assai apprezzati dagli acquirenti esterni, e con l'indubbio vantaggio di permettere l'allungamento del debito.

Il debito stava lentamente calando, trovandosi intorno al 118% del Pil, con una spesa pubblica pari all'incirca al 51,5% del Pil, e con una novità in via di definizione, ovvero il cambio di proprietà in corso: infatti, per la prima volta, il quantitativo di stock debitorio in mani straniere oltrepassa la soglia del 20%.

La stagione 1998 si aprì con il cambio al governo dove avvenne il subentro di D'Alema, il quale oltre ad operarsi per una riduzione dei costi diede luogo alle imponenti opere di privatizzazione delle imprese pubbliche, soprattutto con riguardo ai settori dell'energia e dei trasporti, ed unitamente alla grande diffusione che in quegli anni ebbe la Borsa, il rapporto debito/Pil calò fino al 115,7%. I tassi in salita non ebbero effetti negativi sulla spesa per interessi, poiché i titoli in BOT e CCT trovarono una riduzione sul totale emesso, venendo preferiti dal pubblico altri strumenti.

La preferenza per la Borsa e gli investimenti azionari che colpì le famiglie italiane si rivelò importante anche per le dinamiche del debito, in quanto aumentò la detenzione di titoli da parte delle banche, sia italiane che straniere, per un totale dell'80% equamente diviso. Ciò non fu frutto di uno stimolo imposto dal governo con le sue politiche, ma si originò in maniera naturale, con stati come Germania e Gran Bretagna in testa.

Dal Duemila ad oggi (cenni)

Il nuovo decennio si aprì con un peggioramento delle condizioni, sia per quanto riguarda il disavanzo che l'indebitamento, di nuovo in crescita, determinato dalle minori entrate e dalla maggior spesa. Dopo l'introduzione della moneta unica nel 2002 che ha comportato una stabilizzazione del tasso di inflazione ed una notevole riduzione dei tassi di interesse, i cambiamenti più significativi sono diventati riconducibili alla composizione dei soggetti detentori dei titoli, con una sempre maggiore propensione dei soggetti esterni al possesso di debito italiano, quali Germania, Francia, Gran Bretagna, Cina, Stati Uniti, e da ultimi gli stati mediorientali, e distribuendo la quota di stock per circa l'85% tra le banche italiane e quelle estere.

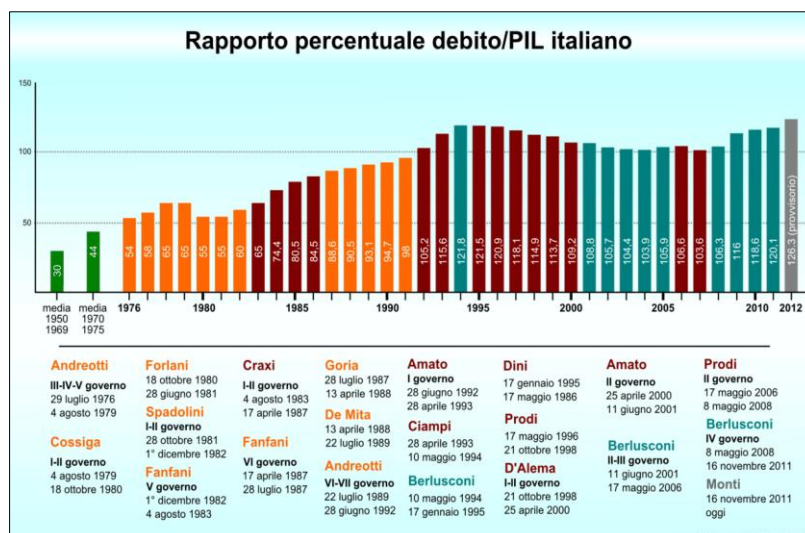


Figura 5-Rapporto Debito/PIL, serie storica

Il rapporto debito/Pil ha mantenuto un profilo costante, intorno al 103-107%, nel corso degli anni fino al 2008, anno nel quale la crisi economica mondiale e le politiche di uscita dalla recessione esercitate dai governi hanno contribuito alla nuova esplosione del debito, tanto da farne temere per la sua sostenibilità, raggiungendo nel caso italiano la percentuale attuale del 132,1% del Pil.

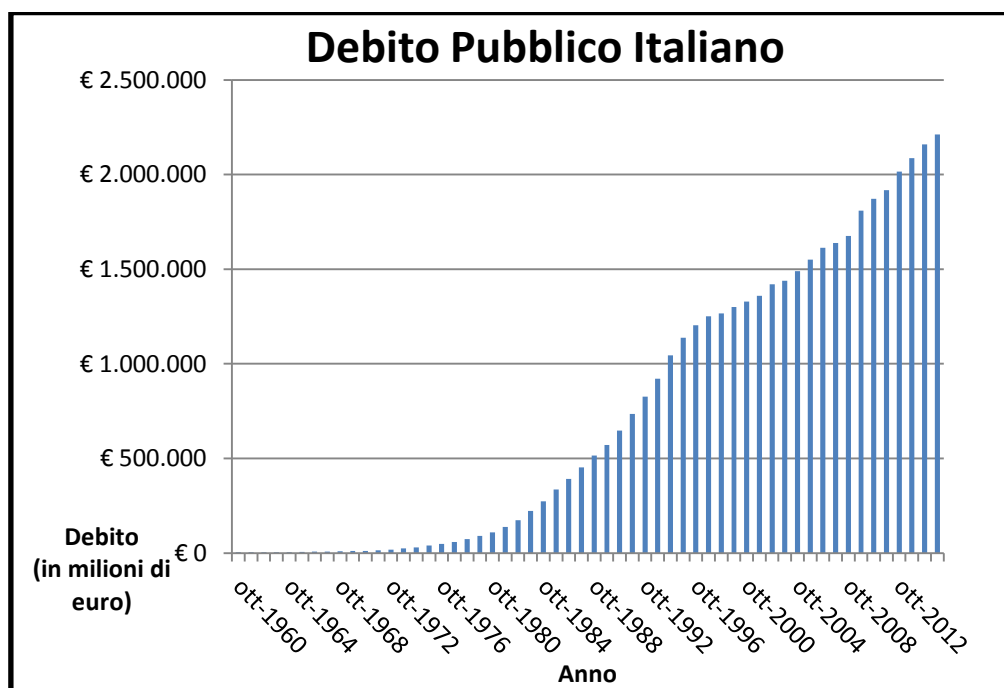


Figura 6-Debito Pubblico in valori nominali, serie storica

Come si può vedere nel grafico sopra riportato, nonostante il rapporto tra debito e Pil abbia visto salite e discese nel corso degli anni, così non si può dire per l'ammontare assoluto dello stock debitorio, in costante crescita di anno in anno. Proprio tale immagine permette di capire come sia ormai definitivo il processo di auto

alimentazione del debito sovrano, ossia la produzione di nuovo debito per essere solventi di quanto già dovuto, ponendo gravi dubbi sulla solvibilità futura e sulle reali prospettive attuabili di riduzione dello stesso, in quanto un conto è ridurre il debito nominale, ed un altro è ridurre il suo rapporto rispetto al Pil.

1.2. CRISI DEL DEBITO

Sempre più spesso il debito pubblico è stato nominato in associazione alla parola “crisi”. Infatti, la situazione di enorme grandezza del debito, appena analizzata per l'Italia ma che con dinamiche di crescita e quantitativi diversi sta interessando la maggior parte degli stati europei e gli stati industrializzati in generale, impone degli obiettivi di controllo se non uno stato di vera e propria preoccupazione, o per meglio dire appunto crisi, per le conseguenze assai complicate e nefaste che possono derivare dalla gestione politica ed economica di un così grande fardello.

La crescita del debito pubblico, o meglio la sua controllabilità, ha una correlazione diretta con gli avanzi o disavanzi primari che lo Stato genera di anno in anno. Per evitare che il debito cresca, l'avanzo primario necessario deve essere di anno in anno sempre maggiore, e questo *ab origine* comporta alcune rilevanti problematiche, poiché al fine di ottenere ciò sono innanzitutto richieste imposte elevate, le quali introducono distorsioni nel ciclo economico.

1.2.1. La macroeconomia applicata al Debito Pubblico²⁶

Gli studi di macroeconomia hanno avuto una grande importanza nell'analisi delle variabili che coinvolgono la formazione dei debiti nazionali e la gestione del disavanzo. In maniera abbastanza intuitiva, poniamo come punto di partenza il vincolo di bilancio del governo, il quale afferma che la variazione del debito pubblico nell'anno t è uguale al disavanzo generatosi nell'anno t , quindi

$$B_t - B_{t-1} = \text{disavanzo}_t$$

La definizione di disavanzo impone di tenere conto di alcune variabili quali la spesa pubblica G , le imposte T ed il tasso di interesse reale r ,²⁷ ricostruendo il vincolo di bilancio del governo nella seguente maniera,

$$B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

²⁶ A. AMIGHINI, O. BLANCHARD, F. GIAVAZZI, *Macroeconomia*, Milano, Il Mulino, 2011, pp. 529 ss.

²⁷ Il tasso di interesse reale, ovvero depurato dalla componente di inflazione, viene utilizzato al posto del tasso nominale in quanto proprio l'inflazione ha un ruolo positivo nel concorso del debito pubblico, poiché un aumento dell'inflazione ha come conseguenza una riduzione del potere di acquisto della moneta che comporta una diminuzione in termini reali del debito, a parità di valore nominale definito.

Riordinando i termini, possiamo ricavare la formula che ci permette di determinare il debito pubblico dell'anno t

$$B_t = (1+r) B_{t-1} + G_t - T_t$$

In pratica, il debito pubblico alla fine dell'anno t è uguale al debito dell'anno precedente aumentato degli interessi che vi devono essere corrisposti, al tasso di interesse reale, a cui si somma la spesa pubblica sostenuta nel periodo di esercizio al netto delle entrate statali, generalmente definite dalle imposte.

Il tasso di interesse reale, a cui lo Stato prende a prestito il denaro, ha un ruolo decisivo nella crescita dell'indebitamento, in quanto prima fonte di generazione del circolo vizioso che comporta la cosiddetta auto alimentazione del debito. Ad un tasso di interesse costante, prendendo come ipotesi la generazione di un disavanzo nell'anno 1, mentre negli anni seguenti ipotizziamo il pareggio di bilancio ($G_{t+1} - T_{t+1} = 0$), il debito continuerà a crescere del tasso di interesse corrente, in quanto il debito positivo permette la maturazione di interessi in capo ad esso. Di conseguenza, ogni anno per pagare gli interessi formati il governo si vedrà costretto ad emettere ulteriori titoli di Stato, per l'appunto dando origine all'auto alimentazione del debito, che continuerà a crescere senza freni. La situazione ovviamente si presenterà tanto più critica nel momento in cui il governo non sarà in grado di generare avanzi primari, sommando agli interessi maturati sul debito esistente il nuovo debito formatosi.

Il governo può tuttavia, nell'impossibilità di estinguere il debito, procedere ad un tentativo di stabilizzazione. A livello teorico, stabilizzare il debito significa impedire la sua crescita nel tempo, mantenendolo ad un livello costante. Affinché ciò sia possibile, ipotizzando il debito $B_0 = 1 = B_1$, il vincolo di bilancio diventa

$$1 = (1+r) + (G_1 - T_1)$$

Riscrivendo l'equazione e spostando i termini, possiamo così ottenere

$$T_1 - G_1 = (1+r) - 1 = r$$

In breve, per stabilizzare il debito pubblico ed impedire la sua crescita esponenziale nel tempo, lo Stato dovrebbe generare un avanzo primario in percentuale pari al tasso di interesse reale.

In un'economia la cui produzione cresce nel tempo, il debito pubblico per essere considerato nella maniera adeguata deve essere rapportato ad un'altra grandezza, identificabile proprio con il Pil. In questo modo è possibile considerare la reale portata del debito, in relazione alla crescita economica.

A livello matematico, il vincolo di bilancio del governo viene messo in rapporto al Pil, Y_t , ottenendo così

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Riscrivendo l'equazione con una semplice modifica, ovvero moltiplicando numeratore e denominatore di $\frac{B_{t-1}}{Y_t}$ per Y_{t-1} , la relazione diventa

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \left(\frac{Y_{t-1}}{Y_t} \right) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Apportando alla formula alcune semplificazioni, è possibile ottenere ulteriori informazioni. Infatti, ponendo come g il tasso di crescita del Pil, il rapporto Y_{t-1}/Y_t è uguale a $1/(1+g)$. Approssimando la componente $(1+r)/(1+g)$ ad $(1+r-g)$, ed operando alcuni spostamenti, è possibile ottenere l'equazione che rappresenta la variazione del rapporto debito/Pil:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

L'equazione appena esposta permette di ricostruire la genesi della crescita del rapporto debito/Pil nel corso del tempo. E' di grande importanza la differenza tra tasso di interesse reale e tasso di crescita del prodotto interno lordo, stanti ad indicare la spesa per interessi sul debito accumulato corretta per il tasso di crescita economica. Infatti, in base alla dimensione di entrambe le variabili, potrebbe ben determinarsi una riduzione od una crescita del debito in rapporto al Pil, rispetto all'anno precedente, a parità del disavanzo generato nell'anno in corso, anch'esso posto in relazione al Pil.

L'analisi del rapporto debito/Pil nel lungo periodo, possibile attraverso il calcolo alle differenze, offre alcuni spunti di indagine di notevole importanza. Possono infatti verificarsi ben quattro situazioni, in cui di base si assume la presenza di un debito esistente:

- Ponendo $g < r$, ed ipotizzando la generazione di disavanzi primari, ossia $G - T > 0$, il rapporto debito/Pil ha un andamento costante e crescente, allontanandosi progressivamente dalla situazione di stabilità;

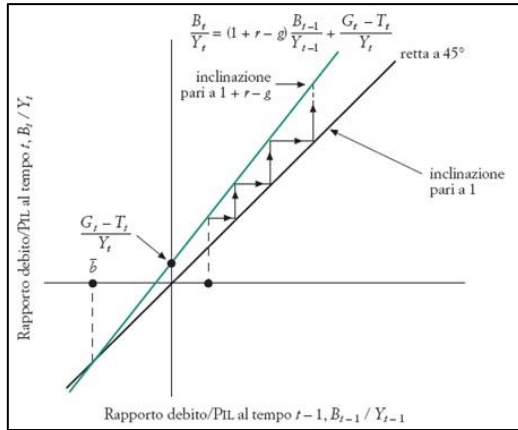


Figura 7-g<r, G-T>0

- Con $g < r$, ma generando nel corso del tempo avanzi primari tali da contrastare l'effetto negativo degli interessi, il rapporto debito/Pil si riduce nel tempo;

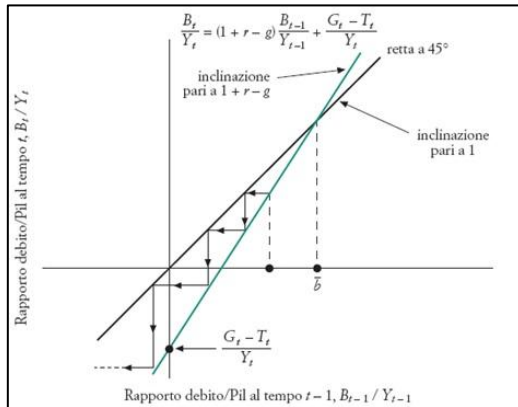


Figura 8-g<r, G-T<0

- La situazione in cui $g > r$, permette la riduzione del rapporto debito/Pil anche nel caso in cui si generino disavanzi primari ($G - T > 0$), permettendo al debito di convergere verso il suo valore di equilibrio, seppur in maniera lenta;

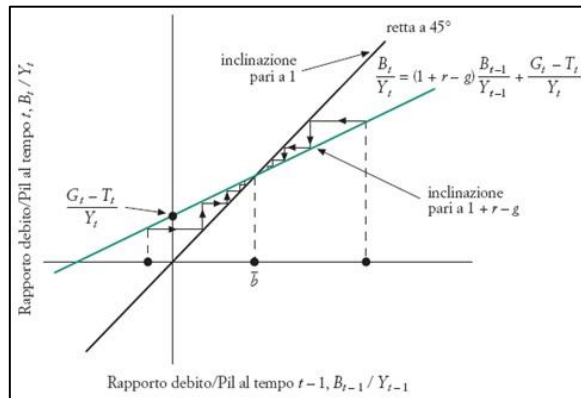


Figura 9-g>r, G-T>0

- Da ultimo, una situazione in cui $g > r$ e tale da generare avanzi primari permette la riduzione costante del debito, il quale di nuovo tenderà al suo valore di equilibrio.

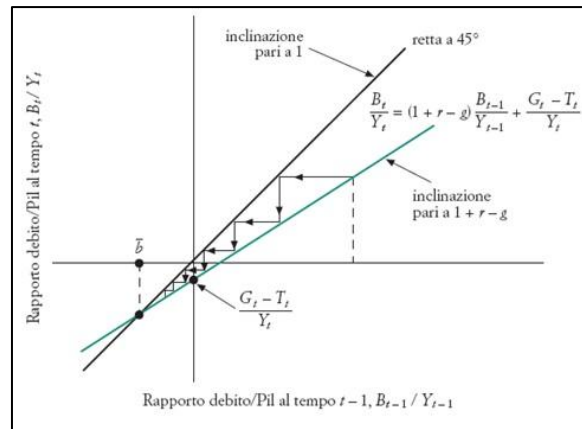


Figura 10-g>r, G-T<0

Il pericolo di un debito pubblico elevato

In termini di realtà quotidiana, una situazione di debito pubblico elevato, con un alto rapporto in relazione all'economia del Paese, può comportare situazioni di pericolo sia in capo ai conti pubblici, sia per quanto riguarda la situazione sociale ed economica stessa, poiché il tutto potrebbe sfociare in ultima istanza in una crisi finanziaria.

Come appena visto, la crescita del tasso di interesse e la sua relazione con la crescita del Pil, determinano la dimensione percentuale dell'avanzo primario necessario al fine di avere costanza nel rapporto debito/Pil nel tempo. Assai semplicemente, se il tasso di interesse sale dal 2 al 5% per motivi dovuti a qualche shock, sia esso endogeno od esogeno, tale da indurre un cambio di aspettative negli investitori e dunque una variazione della remunerazione richiesta, a parità di tasso di crescita del Pil l'avanzo primario dovrà crescere di conseguenza per un valore pari al differenziale tra g ed r solo al fine di mantenere nel periodo successivo un rapporto debito/Pil costante. Per ottenere un rapporto in discesa nel tempo, l'azione deve riguardare le variabili in gioco, modificandole in modo da ottenere gli effetti desiderati. A parole, questa soluzione appare chiara e semplice da attuare. Nella realtà, ciò è di molto differente.

Innanzitutto, la crescita del tasso di interesse reale è per l'appunto connessa a molteplici meccanismi non sempre controllabili dal governo o dal soggetto deputato

al controllo della politica monetaria, in quanto basati su fattispecie assai differenti. Ad esempio, ad indurre la crescita dei tassi può essere uno shock dovuto ad uno scandalo politico che aumenta negli investitori la percezione di rischiosità del paese, di fatto comportando una riduzione degli investimenti. Per questo, il governo opera un aumento dei tassi di interesse, al fine di innalzare l'appetibilità dei suoi titoli, come richiedono gli investitori. Allo stesso modo, la banca centrale può optare per una scelta di rialzo dei tassi in linea con tale politica, per difendere i tassi di cambio nel caso di dominio della politica monetaria.²⁸ Invero, concentrandosi sul passaggio successivo, il rialzo dei tassi comporta la necessità di un conseguente aumento dell'avanzo primario, perseguibile unicamente agendo sulle variabili che dominano la sua formazione, ovvero la spesa pubblica e le entrate pubbliche, sotto forma di imposte. La soluzione di più rapida attuazione consiste nel l'aumento delle imposte, ma ciò comporta delle spiacevoli conseguenze, in quanto un aumento dell'imposizione fiscale, oltre ad essere assai impopolare, genera effetti negativi sulle aspettative degli investitori (specie se domestici) dovuti alla maggiore incertezza politica che viene ad instaurarsi, e dunque comportando un rinnovato aumento dei premi al rischio, ovvero i tassi di interesse. Senza dimenticare il fatto per cui l'aumento delle imposte riduce i consumi, dunque il Pil è il tasso di crescita, con un ulteriore effetto deprimente.

La soluzione di non intervenire, da parte del governo, ha a sua volta effetti negativi, poiché il conseguente rialzo del debito pubblico, in percentuale debito/Pil ed in valore assoluto, comporta allo stesso modo preoccupazione nei mercati finanziari che richiedono un tasso di interesse sempre maggiore per prevenire l'accresciuto rischio di insolvenza.

Nel caso il governo operi un intervento al fine di ridurre la consistenza del suo debito, sono possibili diversi scenari i quali presentano sviluppi assai diversi.

Una possibile soluzione, per quanto semplicistica, può considerarsi il ripudio di parte o della totalità del debito: tale prospettiva è assai intrigante in quanto dal punto di vista economico non presenta contraddizioni poiché consente un calo delle imposte, non più finalizzate ad ottenere avanzi primari, ed il venir meno della spesa per interessi quindi con ininfluenza dell'oscillazione dei tassi. Vengono per l'appunto

²⁸ Ciò non può avvenire all'interno dell'Unione Europea, in quanto la moneta unica non permette alle banche centrali degli Stati membri di governare la politica monetaria a livello nazionale.

ridotte tutte le possibili distorsioni che potevano presentarsi nelle altre situazioni, ma presenta una grave incoerenza con le prospettive temporali e le aspettative dei creditori: infatti ad un governo che rinnega la promessa di pagare i propri debiti difficilmente sarà possibile contrarne di nuovi, poiché gli investitori non avranno la fiducia necessaria per sottoscrivere gli impegni richiesti. Proprio per questo motivo tale soluzione, la quale sembra molto allettante, è di rado utilizzata a causa delle ricadute che genera nel lungo periodo.

Un'altra situazione assai utilizzata dai governi per ridurre i propri debiti pubblici, consiste nella creazione di nuova moneta necessaria a finanziare il disavanzo. La politica monetaria non spetta tuttavia al governo, ma è compito della banca centrale del Paese, l'unica con il potere di creare nuova moneta. Di fatto, con la cooperazione tra governo e banca centrale, l'emissione di nuovi titoli viene coperta tramite acquisto dalla banca, la quale per effettuare l'acquisto utilizza la nuova moneta emessa, che così finisce nelle casse statali e può essere utilizzata per finanziare il disavanzo. Anche l'intervento monetario però spesso si rivela illusorio, in quanto presenta diretta influenza sul tasso d'inflazione che presto inizierà a crescere, conducendo nella spirale altresì il tasso di interesse.

Da ultimo, la soluzione più virtuosa e lungimirante ma altresì quella di più difficile attuazione, consiste nel generare avanzi primari abbastanza ampi da coprire la spesa per interessi, in modo da condurre ad una discesa dello stock debitorio. Per fare questo, il governo può intervenire sulla spesa pubblica riducendo le uscite ed i trasferimenti, oppure aumentando le imposte: tali prospettive sono comunque costose sul piano politico e sociale, poiché ridurre le spese può essere uno scalino assai ostico da affrontare sul piano del confronto politico, e lo stesso dicasi per un aumento della pressione fiscale, senza tener conto dell'impopolarità di tali scelte che introducono inoltre problematiche di carattere sociale.

1.2.2. La crisi del debito in Europa

Molti degli Stati membri dell'Unione Europea, e più in generale le nazioni occidentali ed industrializzate, in seguito alla crisi globale sviluppatasi nel 2008 hanno osservato un crollo della propria produzione economica, che ha condotto ad una recessione. La lenta ripresa è iniziata solo nel 2010, con una media europea di crescita del prodotto interno lordo dello 0,7% nel quadriennio 2010-2014.

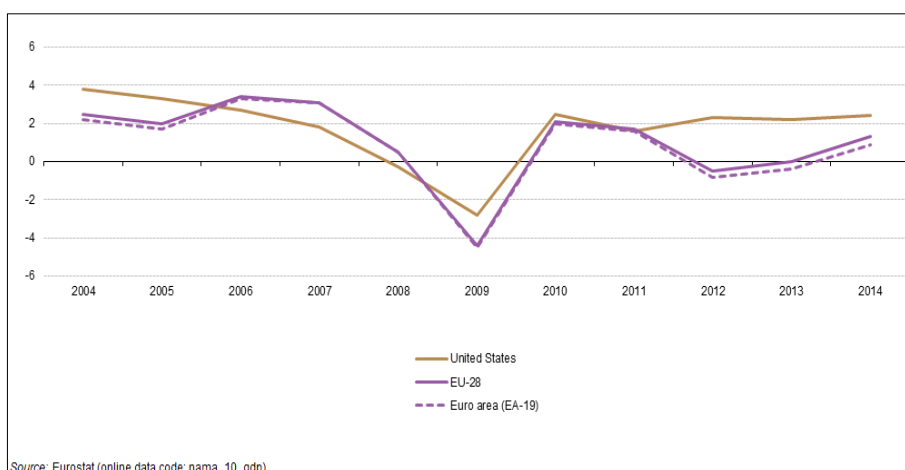


Figura 11-Crescita del Prodotto Interno Lordo nell'Unione Europea

In seguito alla recessione, i governi hanno dovuto affrontare un'altra situazione altrettanto esplosiva, quale la mostruosa crescita dei propri debiti pubblici, avvenuta sia in termini nominali, sia in relazione al rapporto debito/Pil.

Analizzando la questione più approfonditamente, si evince come, con riguardo agli Stati europei nei quali trova spazio la moneta unica, tale crisi del debito sia più accentuata.

Ciò è riconducibile fondamentalmente proprio al concetto di Unione Europea, ed a quello che ne è la logica conseguenza a livello di legislazione ed obiettivi. Infatti, l'introduzione della moneta unica, nei primi anni Duemila, ha comportato per i Paesi aderenti una serie di cambiamenti: su tutti la politica monetaria, strumento attraverso il quale gli Stati costruiscono le loro politiche di crescita economica e tramite il quale affrontano in maniera più diretta le crisi, non è più stata compito spettante ad ogni banca centrale nazionale, ma si è trasferita presso la Banca Centrale Europea, la quale coordina, in maniera identica, o perlomeno senza la possibilità di eccezioni dettate da una particolare situazione, le economie di tutte le nazioni adottanti l'Euro. In situazioni ottimali, ovvero nel caso di un'unione politica oltreché monetaria, l'utilizzo di una moneta unica avrebbe comportato una convergenza economica tra paesi.

Tuttavia, il "Trilemma di Rodrik"²⁹ dimostra che democrazia, sovranità nazionale ed integrazione monetaria globale non siano simultaneamente possibili, ma possano essere combinati solo a coppie. L'Unione Europea si sta muovendo di fatto nella

²⁹ Dal nome dello studioso che per primo ne ipotizzò l'esistenza e gli effetti, l'economista Dani Rodrik.

direzione di una compressione delle componenti democrazia e sovranità nazionale al fine di pervenire ad una globalizzazione economica.³⁰ La compressione di democrazia e sovranità nazionale è stata attuata mediante la creazione di istituzioni quali l'Eurogruppo, la Banca Centrale Europea, l'Autorità Bancaria Europea, la Commissione Europea, soggetti ai quali sono stati conferiti poteri dapprima spettanti agli Stati, e dotati del potere esclusivo di legiferare nei rispettivi campi di attività: ciò si traduce oltretutto in una limitazione della democrazia in quanto organi non elettivi. Il tipico ruolo della moneta nazionale, al servizio dello Stato al fine di favorire l'economia del Paese, ha finito per trovarsi nel ruolo inverso, in cui ogni Stato membro ha il dovere di prendere decisioni finalizzate ad un miglioramento del valore della moneta comune: in pratica c'è stata un'inversione tra obiettivi e strumenti, con il passaggio da politiche economiche finalizzate al raggiungimento di obiettivi sociali e l'utilizzo della finanza pubblica come strumento per avere le risorse idonee a perseguire tali obiettivi, a politiche di carattere europeo che stabiliscono obiettivi economici da perseguire e con i governi nazionali impegnati nel trovare la via per raggiungerli.

Nel corso degli anni, invece di pervenire ad una convergenza tra economie dei Paesi membri per addivenire ad una unità nazionale economica europea, il processo si è tendenzialmente evoluto in un aumento del divario, andando a compromettere le economie di alcuni Stati i quali sfruttavano la debolezza della loro moneta per essere competitivi nei mercati internazionali, su tutti la Grecia attraverso il proprio fiorente settore turistico.

La moneta unica infatti ha comportato ne corso del tempo un accumulo di squilibri a livello della bilancia dei pagamenti, dove mentre alcuni Paesi hanno accumulato per molti anni un costante deficit della bilancia dei pagamenti, e tra questi le cosiddette economie periferiche quali Grecia, Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda, altri hanno goduto di un surplus, su tutti la forte economia tedesca. Tali sbilanciamenti trovano origine nella divergenza tra le posizioni competitive tra stati nel contesto dei beni negoziabili sui mercati nazionali ed internazionali all'interno del gruppo dei Paesi membri dell'Unione. Ciò ha finito per determinare una condizione in cui gli stati che hanno dato origine ad un deficit della parte corrente, hanno accumulato un debito in

³⁰ A. LANZAVECCHIA, E. PAVARANI, G. TAGLIAVINI, *How Euro shrinks Democracy: insights from the Greek crisis*, Padova, 2015, pp. 3 ss.

conto capitale che ha finito per finanziare ulteriormente gli stati che godevano del credito, ovvero quelli in surplus, favorendo le loro importazioni.

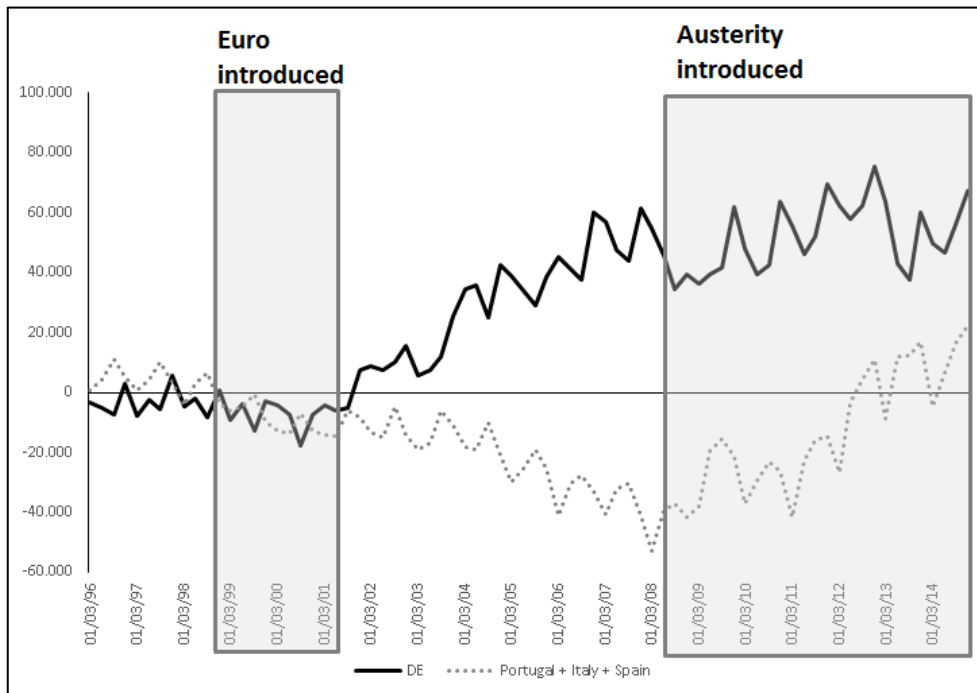


Figura 12-Bilancia commerciale, Euro Area

La Figura 12 dimostra come fino all'introduzione dell'euro le bilance dei pagamenti fossero in equilibrio tra stati, mentre in seguito all'introduzione della moneta unica si sia originato un divario il quale ha avuto il proprio apice con lo scoppio della crisi del 2008, in seguito tendenzialmente ridotto grazie alle politiche di austerità poste in atto dai governi coinvolti al fine di pervenire ad un equilibrio del saldo di conto corrente.

Nonostante la situazione, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si ponevano con differenziali minimi o nulli all'interno della zona Euro, inferiori ai 50 punti base fino all'agosto 2008, mentre la situazione economica reale continuava la sua divergenza: in pratica, il mercato dei bond era considerato praticamente lo stesso all'interno dell'Unione Europea, senza tener conto delle differenze di indebitamento, rischio di credito e crescita economica.

La crisi dei mutui *subprime* scoppiata negli Stati Uniti, che ben presto nel 2008 si è trasformata in una crisi economica di livello globale, ha comportato un periodo di recessione, che ha colpito notevolmente gli stati europei. L'avversione al rischio degli investitori, in forte aumento in seguito al fallimento di *Lehmann Brothers*, generò una più elevata attenzione a quelle situazioni che si preannunciavano come potenzialmente pericolose. Le banche tedesche, che avevano accumulato molta

liquidità in seguito ai vari anni di surplus di conto corrente, bloccarono la loro politica di prestito interbancario agli istituti europei e questo comportò una grave crisi di liquidità, la quale ebbe un effetto assai negativo sull'economica già recessiva degli stati membri.

Dalla Grecia inoltre la crisi dei debiti sovrani ha avuto un'ulteriore spinta. Nel 2009 infatti,³¹ il nuovo governo appena insediatosi ha rivelato come i conti pubblici fossero stati negli anni precedenti artefatti al fine di accedere all'Unione Europea, rivelando un debito ben superiore alle attese. Ciò ha finito per contagiare le nazioni alla pari deboli, accomunate da un elevato stock di debito, scarsa competitività e squilibrio dei conti con i mercati esteri, bassa crescita economica.

Tutto ciò ha comportato, con il picco massimo raggiunto nella seconda metà del 2011, l'innalzamento vertiginoso degli *spread* tra i titoli tedeschi, da sempre benchmark di riferimento per gli stati europei, e tutti gli altri titoli di Stato dei Paesi con una situazione simile alla Grecia. Questo perché, in seguito alle politiche perseguite al fine di recuperare credibilità sui mercati internazionali, le misure di recupero affidate a investitori privati come stabilito anni prima dal Trattato costitutivo dell'Unione Europea comportarono un aumento inaspettato della percezione di rischio degli investitori stessi, nei confronti proprio di quei Paesi i quali presentavano caratteristiche simili, tra i quali Italia, Portogallo, Irlanda. Anche le banche nazionali degli Stati coinvolti ben presto si sono trovate in crisi, poiché il loro rischio è stato assimilato a quello sovrano, comportando difficoltà nella provvista all'ingrosso e nel collocamento delle obbligazioni.

La politica economica e monetaria della Banca Centrale Europea

Istituita nel 1998, la Banca Centrale Europea ha assunto un ruolo fondamentale nella vita economica dei cittadini europei, in quanto nei Paesi in cui vige come moneta l'Euro ha potere decisionale sui temi di politica monetaria ed economica. Più precisamente, essa è a capo del Sistema Europeo delle Banche Centrali, composto dalle banche centrali di tutti gli stati membri, che ha come compito ed obiettivo principale il mantenimento della stabilità dei prezzi, favorendo crescita ed

³¹ Le vicende della Grecia saranno trattate con maggior cura nel Capitolo 1.3.2, dedicato alla crisi del debito che ha sconvolto il Paese ellenico.

occupazione.³² Tale compito è portato a termine agendo su più variabili sottoposte al suo controllo, ad esempio la BCE ha la possibilità di fissare i tassi di interesse ai quali vengono concessi prestiti alle banche commerciali dell'Eurozona, garantendo così il controllo dell'offerta di moneta e pertanto dell'inflazione. Inoltre, gestisce le riserve di valuta estera in modo tale da mantenere o modificare i tassi di cambio, secondo necessità; garantisce la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo, si accerta che le istituzioni ed i mercati finanziari siano sottoposti al controllo delle autorità nazionali; autorizza l'emissione di euro in banconote ai paesi dell'Eurozona; monitora i prezzi e ne valuta i rischi che possono influire sulla loro stabilità.

Sulla base di tali importanti compiti, la Banca Centrale Europea ha dovuto affrontare le crisi economiche e di debito sovrano le quali si sono susseguite nell'ultimo decennio all'interno dell'Unione Europea. Il fallimento della banca d'affari americana *Lehmann Brothers* nel 2008 e la conseguente crisi dei mutui *subprime*, che dapprima sembrava circoscritta ai soli Stati Uniti, ha trovato diffusione anche in Europa, dove i titoli azionari iniziarono a perdere terreno, in un effetto a catena di portata mondiale. Tra il 2008 ed il 2009, per evitare la paralisi del sistema bancario a causa delle difficoltà di raccolta di provvista che si trovarono ad affrontare le banche commerciali, Fed³³ e BCE aumentarono le linee di *swap* in dollari al fine di aumentare la liquidità del sistema europeo, con un relativo taglio del tasso di interesse, il quale scenderà fino all'1%, a seguito di numerosi tagli. Nel contempo, venivano alla luce i problemi di bilancio greci, con stime assai più negative rispetto a quanto preventivato dal governo appena dimessosi, che come visto poco fa causarono un contagio alle altre economie periferiche dell'Eurozona, in principio Spagna, Portogallo e Irlanda nel 2010. Al fine di salvaguardare i bilanci degli stati coinvolti, nacque così il progetto EFSF, fondo di intervento dotato inizialmente di 750 miliardi di euro, il quale venne utilizzato dapprima per Grecia ed Irlanda, poi per Portogallo ed Italia. Il cambio alla guida della BCE, con il nuovo governatore Mario Draghi, comportò un aumento della liquidità tramite operazioni straordinarie (LTRO) con scadenza a tre anni, e la riduzione del coefficiente di riserva all'1%. Tali scelte, apertamente ispirate alla politica americana di aumento della liquidità nei mercati,

³² UNIONE EUROPEA, *Banca Centrale Europea (BCE)*, http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index_it.htm, 2016 [ultima cons. 16-01-2016]

³³ *Federal Reserve*, ovvero la Banca Centrale degli Stati Uniti d'America.

permisero di inserire nel circuito oltre 1000 miliardi di euro tra il 2011 e il 2012, con lo scopo di contrastare il corto circuito tra debito pubblico e bilanci bancari e stabilizzare il sistema finanziario.

La crisi bancaria di Cipro del 2012, tuttavia, dovuta al *default* greco, che evidenziò i limiti del sistema bancario europeo in tutta la loro gravità e alimentò le possibilità di *default* dei sistemi di tutte le nazioni periferiche, impose alla BCE scelte di politica monetaria alquanto forti, le quali ebbero l'obiettivo di respingere le spinte speculative sull'euro.

In definitiva, la Banca Centrale Europea decise di farsi da garante per le crisi dell'Eurozona, al fine di rafforzare il sistema bancario, ma dettate assieme ad altre direttive di miglioramento dei bilanci statali al fine di consolidare il proprio debito sovrano. Tale operazione per l'appunto troverà spazio nel corso del 2013, dove con l'aggravarsi della crisi di Cipro, il piano di rientro economico cipriota è stato approvato sotto la minaccia di un blocco del sistema dei finanziamenti di emergenza, con dure misure in ultima istanza adottate al fine di ridurre la situazione debitoria.

Sulla scia delle operazioni di aumento di liquidità, nel corso del 2015 e come preannunciato fino a metà 2017, la Banca Centrale Europea è stata e sarà impegnata nel cosiddetto *quantitative easing*, con l'obiettivo esplicito di far salire il tasso di inflazione, ora dello 0,15%³⁴ nell'Eurozona, fino al 2%, per migliorare gli equilibri monetari e la sostenibilità dei debiti sovrani.

³⁴ *HICP – Inflazione armonizzata europea*, <http://it.global-rates.com/statistiche-economiche/inflazione/indice-dei-prezzi-al-consumo/hicp/eurozona.aspx>, 2015 [ultima cons. 04-01-2016]

1.3. IL *DEFAULT* DI UNO STATO. I CASI DI ARGENTINA, GRECIA E GERMANIA

Un soggetto privato che nel corso della sua attività d'impresa non sia in grado di ripagare i debiti da lui stesso contratti, ovvero si riveli insolvente, è soggetto alla disciplina del fallimento su richiesta di uno o più creditori. In misura del tutto simile, anche uno Stato insolvente è soggetto a fallimento, anche se sarebbe più corretto parlare di *default*: infatti, tale situazione si verifica nel momento in cui un'entità sovrana si riveli incapace di far fronte ai suoi impegni, ovvero la restituzione del debito pubblico ai propri creditori. Le entrate pubbliche si rivelano insufficienti a coprire le uscite, con l'incremento del deficit. È possibile che tale situazione generi una spirale dal quale lo Stato non riesce a sollevarsi, fino al momento in cui la restituzione del debito non avverrà più nelle scadenze previste, situazione per l'appunto definita come *default*. Solitamente, quando si verifica un *default* statale la situazione economica e sociale coincide con un momento di estrema gravità, in quanto il governo non sarà più in grado di adempiere ad obblighi fondamentali come il pagamento degli stipendi dei dipendenti pubblici, delle pensioni, dei titoli di Stato, degli ammortizzatori sociali e quant'altro. Le conseguenze ben prevedibili possono consistere in tensioni sociali, rivolte, fino a guerre civili ed oltre.

Nel corso della storia, spesso si sono presentati al mondo fenomeni di *default* di uno Stato, e solo negli ultimi trent'anni possiamo annoverare tra gli altri le situazioni di Brasile, Grecia, Argentina, dei paesi del centro-est europeo e meno recentemente della Germania post bellica.

In particolare, analizzeremo le situazioni che più hanno catalizzato l'opinione pubblica mondiale, ovvero la crisi argentina dei primi anni Duemila e la situazione della Grecia post-crisi del 2008, ed inoltre un piccolo spazio sarà dedicato alla Germania ed alla ristrutturazione del proprio debito dopo il secondo conflitto mondiale, che di fatto ha favorito il rilancio della nazione fino al traguardo ad ora raggiunto di superpotenza mondiale.

1.3.1. Argentina

All'inizio del secolo scorso, l'Argentina era una nazione ricca e con un'economia fiorente, sostenuta dalla grande abbondanza di materie prime e dal continuo afflusso di immigrati europei alla ricerca di migliori condizioni di vita.

All'inizio del secolo successivo, nell'anno 2001, tuttavia, una grave crisi economica, causata anche dal cambio fisso, ha sconvolto la nazione, la quale unita a drammatiche problematiche di carattere sociale e politico ha condotto ad una situazione insostenibile, la quale ha finito per confluire in un *default* dello Stato stesso.

Le cause della crisi

Per meglio comprendere la crisi, è opportuno analizzare gli avvenimenti che nel corso del tempo hanno permesso la sua origine.³⁵ Innanzitutto, un ruolo centrale ha avuto la decisione presa dalle autorità economiche di fissare, a partire dall'anno 1991, quindi circa dieci anni prima della crisi, il cosiddetto *currency board*, ossia il tasso di cambio fisso tra il dollaro americano ed il peso argentino, in un rapporto di uno ad uno. Lo squilibrio che ha comportato tale decisione si è rivelato fondamentale per alimentare la crisi economica, tuttavia tale aspetto per i primi anni non è stato evidente, in quanto fino al 1998 la situazione economica reale si è rivelata soddisfacente. L'aspetto negativo di tale politica di cambio, riguardava essenzialmente un ambito, in quanto questa scelta determinava per la Banca Centrale la necessità di accumulare riserve internazionali pari alla base monetaria circolante in valuta locale, per garantire la convertibilità immediata del peso con i dollari. Ciò ha finito per limitare, se non rimuovere del tutto, il controllo della Banca Centrale stessa in capo alla politica monetaria del Paese, in quanto l'offerta di moneta si dimostrava una variabile endogena legata alle variazioni delle riserve ufficiali, il che significa strettamente connessa ai saldi della bilancia dei pagamenti, e di converso comportando una perdita di riserve nel qual caso si volesse perseguire una politica espansiva.

Come anticipato, tale scelta fino al 1998 si è rivelata molto proficua favorendo di fatto il miglioramento della situazione macroeconomica argentina, dato un maggior afflusso di capitali dall'estero ed il contenimento dell'inflazione. Inoltre, anche l'economia reale argentina ha avuto un netto progresso nel periodo 1991-98 di fatto

³⁵ A. M. PIEDIMONTE, *L'Argentina: dalla crisi finanziaria alla situazione attuale*, tesi di laurea discussa alla Facoltà di Economia, Università degli Studi di Parma, A.A. 2003/2004.

La descrizione degli avvenimenti, fino alla ristrutturazione del debito avvenuta nel 2002, con l'analisi delle scelte politiche che ne hanno fatto parte, trae spunto da tale lavoro.

determinando l'espansione della domanda interna, con un notevole incremento di consumi ed investimenti.

Nel corso del 1998 però, sulla scia delle crisi finanziarie che stavano scuotendo gli stati del sud est asiatico, la Russia ed il Brasile, gli investitori furono costretti a rivedere le loro aspettative sull'economia argentina, in quanto le previsioni definivano un futuro alquanto incerto, proprio per il fatto che si temeva che tali shock finanziari potessero estendersi al Paese sudamericano. La conseguenza diretta fu una diminuzione significativa dell'afflusso di capitali e di conseguenza un leggero aumento dei tassi di interesse, al fine di attrarre gli investitori, per contrastare il rischio sensibilmente percepito come in crescita.

I capitali entrati in Argentina consistevano sia in investimenti di portafoglio, sia in investimenti diretti con impiego nelle attività strutturali e produttive a media e lunga scadenza.

La combinazione tra tassi di interesse in crescita e riduzione degli investimenti, nel breve periodo ha comportato una depressione la quale ben presto ha assunto i contorni di una recessione, causando sia problemi di natura fiscale, con una notevole diminuzione delle entrate, sia problemi di gestione della bilancia commerciale e della bilancia dei pagamenti, comportando dunque a causa del vigente e citato *currency board* uno squilibrio nelle riserve monetarie. Il calo di produzione nel 2001, per un valore di oltre il 17% complessivo rispetto ai dati aggregati del 1998, ha accentuato una crisi già evidenziata dalla contrazione di domanda interna, investimenti e consumi, che dal versante lavorativo ha comportato un aumento del tasso di disoccupazione ed una diminuzione delle retribuzioni. Invece, il *currency board* ha avuto come esito, in tale situazione, di favorire un periodo di deflazione causata dalla diminuzione dell'offerta di moneta, in quanto l'emissione di nuova valuta era connessa alla situazione estera della bilancia corrente ed all'afflusso di capitali stranieri. Tecnicamente tutto ciò era posto sotto controllo dalle autorità monetarie, le quali prevedevano come la diminuzione delle riserve e con l'effetto combinato di tutte le variabili citate, avrebbe condotto ad un deprezzamento reale della valuta locale, dando nuovo rilancio all'economia dell'Argentina in campo internazionale.

Tuttavia, la politica fiscale restrittiva imposta dal governo, al fine di porre un freno all'ingrossarsi del deficit pubblico, ha comportato un aumento della pressione fiscale sui cittadini in concomitanza ad un taglio della spesa pubblica, le quali hanno solamente peggiorato la recessione in corso.

Uno degli squilibri causati dal *currency board* riguarda il notevole apprezzamento del peso sui mercati internazionali rispetto alle altre valute, soprattutto dopo la crisi del *real* brasiliano nel 1999. Tale apprezzamento ha comportato un aumento dei prezzi dei beni e servizi all'interno del mercato domestico, portando quindi ad una perdita di competitività a livello internazionale, specialmente con riguardo al Brasile ed al continente europeo, poiché nonostante la divisa fosse agganciata al dollaro, gli Stati Uniti si presentavano come un soggetto commerciale secondario per l'economia argentina. Le esportazioni hanno quindi subito una brusca frenata, riducendo i beni tipicamente esportati e dunque gli investimenti esteri nei settori coinvolti, determinando un aumento della disoccupazione da una parte, e dall'altra di fatto favorendo le importazioni data la forza della moneta sui mercati. Ovviamente, tale aspetto ha finito per comportare un susseguirsi di saldi negativi nella bilancia commerciale, che si sono ripercossi sui saldi delle partite correnti.

Ulteriore aspetto che ha inficiato l'economia argentina, riguarda la crescita assai elevata dello stock di remunerazione del debito sulla parte estera, intesa sia come interessi corrisposti agli investitori diretti tramite capitali, sia ai soggetti i quali si presentavano come soggetti passivi fornitori delle imprese che contraevano crediti commerciali. I tassi infatti, a causa degli shock finanziari subiti dai paesi emergenti in quel periodo, si alzarono in maniera evidente e costante determinando appunto un peggioramento della situazione economica nazionale.

La situazione di carente controllo del settore pubblico, unita alla dilagante recessione, ha innescato un circuito di auto alimentazione del debito al quale il governo non è più riuscito a trovare rimedio. L'aumento della pressione fiscale, ha comportato di fatto un deterioramento delle entrate tributarie, a causa della recessione. Questo ha costretto di fatto il governo a finanziare il pagamento degli interessi dovuti sul debito tramite l'emissione di nuovi titoli di debito o ricevendo aiuti da istituzioni finanziarie internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale. Inoltre, a causa della crisi finanziaria che stava aggredendo le economie in via di sviluppo, l'Argentina vide salire i tassi di interesse a causa dell'aumentato rischio percepito dagli investitori: l'emissione di titoli con tassi di interesse sempre più elevati altro non fece che alimentare ulteriormente il problema del debito pubblico, con emissioni sempre più frequenti e con problemi nella gestione della liquidità.

Un altro aspetto di criticità dovuta al *currency board*, era la denominazione di circa il 90% del debito pubblico in dollari, data la natura duplice del sistema monetario, con

l'intento di fornire una garanzia ai sottoscrittori nel caso di una svalutazione del peso. Inoltre, i due terzi del debito erano detenuti da sottoscrittori stranieri. In definitiva, ciò comportava due aspetti fondamentali: il governo doveva dimostrare ai creditori di essere in grado di accumulare entrate fiscali sufficienti a garantire l'onorabilità dell'impegno preso, ed inoltre di convertire tali risorse fiscali in valuta estera secondo il tasso di cambio fisso stabilito dal *currency board*. Anche il settore privato, oltre a quello pubblico, presentava un debito in dollari, per soddisfare il quale era necessaria valuta da conseguire mediante la generazione di saldi attivi della bilancia dei pagamenti o tramite l'erosione delle riserve ufficiali.

La crisi del 2001

A partire dalla metà del 1998 l'Argentina è entrata in crisi, con un'escalation negativa che ha avuto il proprio culmine nell'anno 2001, dopo un susseguirsi di risultati macroeconomici assai negativi.

Il ministro dell'economia, lo stesso il quale aveva approvato il piano di convertibilità tra la valuta argentina ed il dollaro, a causa della drammaticità della situazione decise di adottare una serie di severi provvedimenti atti alla diminuzione del deficit di bilancio pubblico, al fine di aumentare la credibilità dello Stato nei confronti degli investitori esteri e dei soggetti istituzionali internazionali.

Il primo passo, è consistito nell'attuare a partire dall'estate del 2001 un ampio *swap* sui titoli preesistenti, denominato *Megacanje*, i quali potevano essere rimpiazzati su volontà dei creditori con una serie di altri titoli di durata maggiore e con un interesse dilazionato. L'obiettivo di tale decisione era la volontà di differire i pagamenti dovuti nel breve, al fine di eliminare la necessità di nuovi finanziamenti per onorare gli impegni con i creditori, sperando nel frattempo in una ripresa economica con un tasso di crescita sostenuto e capace di attrarre nuovamente capitali dall'estero. Nella seconda metà dell'anno venne adottata un'altra politica fiscale denominata *Zero Deficit*, con l'approvazione del Fondo Monetario Internazionale, basata sul presupposto che la spesa pubblica fosse adeguata alle entrate mensili, questo per eliminare il deficit di bilancio; inoltre in essa era previsto un taglio del 13% a pensioni e stipendi dei dipendenti pubblici.

Nell'ultima parte dell'anno tuttavia apparve chiaro come gli squilibri strutturali evidenziati fossero incolmabili, nella loro criticità le scelte di politica economica

furono indirizzate nel tentativo di salvataggio estremo della nazione, agendo sui depositi bancari, abbandonando il tasso di cambio fisso ed interrompendo i pagamenti dei titoli di debito.

Venne annunciata, a partire da novembre, una ristrutturazione del debito pubblico, la quale prevedeva la conversione di 95 miliardi di titoli di Stato emessi nei periodi antecedenti con titoli di nuova generazione, i quali godevano di scadenza a più lungo termine, e di un tasso di interesse inferiore: il governo argentino in pratica tentò la via dell'allungamento del debito, nella speranza che la crescita economica annunciata dagli economisti ed i rinnovi dei prestiti del Fondo Monetario Internazionale avrebbero risolto i problemi di liquidità a breve termine consentendo la soddisfazione degli obbligazionisti.

Secondo le agenzie di rating però tale swap sul debito consisteva tecnicamente in un *default*, dato che la ristrutturazione comportava una riduzione del valore attuale netto dei titoli detenuti dai creditori, ed per questo motivo ne seguì un abbassamento dei giudizi di rating di fatto confermando una situazione di ancora maggior sfiducia nei confronti della solvibilità del debito.

La crisi venne accentuata dall'andamento dei depositi bancari. Infatti, a partire da settembre 2001 si assistette ad una riduzione dei depositi bancari senza precedenti, soprattutto quelli denominati in valuta locale, per la temuta svalutazione. Solamente nel giorno 30 novembre, nel momento di massima crisi, uscì dal sistema bancario un importo approssimativo di 1500 milioni di dollari. I tassi di interesse sui depositi, a causa della sempre minor liquidità in circolazione, spiccarono verso l'alto con valori che toccarono il 285% al 30 novembre, per il tasso *call* ad un giorno.

Il provvedimento che il governo adottò, denominato *Corralito Financiero*, ebbe lo scopo di limitare tale ritiro di fondi dal sistema per non incorrere in una crisi del sistema bancario. Tale provvedimento disponeva come inizialmente al depositante fosse consentito un ritiro massimo di mille dollari o pesos al mese, con la libertà di muovere qualsiasi cifra da un deposito all'altro. Inoltre alle banche non era data la possibilità di concedere prestiti in pesos, ma solamente in dollari dati i tassi di interessi più contenuti; i capitali oltretutto non potevano essere trasferiti all'estero, per evitarne il deflusso, mentre i trasferimenti *cash* erano consentiti purché non oltrepassassero i mille dollari.

Il Fondo Monetario Internazionale decise di sospendere gli aiuti al governo argentino in quanto il Paese era considerato inadempiente con riguardo agli obiettivi di politica

economica e fiscale precedentemente concordati, negando il prestito di 1,24 miliardi di dollari previsto per il mese di dicembre 2001. In tale maniera, la possibilità di onorare gli impegni di pagamento presi per la fine dell'anno appariva quantomeno remota, determinando così la drammatica fine della spirale di auto alimentazione del debito pubblico la quale aveva permesso fino a quel momento e per quasi un decennio di mantenere la parità di cambio tra peso e dollaro, a causa dell'interruzione dei canali di finanziamento esteri i quali avevano permesso di mascherare il deficit delle partite correnti.

Lo spread tra tassi argentini e statunitensi aveva raggiunto i 3000 punti, segno delle aspettative totalmente negative che i mercati finanziari nutrivano con riguardo alla situazione.

Proprio la dollarizzazione del sistema monetario ha contribuito ad erodere la fiducia dei mercati, in quanto le riserve ufficiali accumulate tramite il *currency board* erano tali da poter liquidare tutte le passività emesse dalla banca centrale, ossia la base monetaria, determinando una situazione di solidità e credibilità finanziaria di fatto non presente in quel momento poiché era necessario considerare anche le passività del sistema bancario. Lo stock monetario di riserva risultava insufficiente a garantire tutte le passività del sistema creditizio, motivo per cui le aspettative dei mercati hanno influenzato a tal punto la realtà tanto da condurre queste aspettative ad auto realizzarsi.

In questo modo, gli agenti economici i quali si attendevano la proclamazione del *default* argentino e la fine del *currency board*, hanno innescato un deflusso di capitali di immani proporzioni, con un deficit delle partite finanziarie pari a ben 5729 milioni di dollari nel quarto trimestre del 2001. Tale fuoriuscita dal sistema ha comportato una grave crisi della bilancia dei pagamenti, in quanto le partite correnti e finanziarie sono fortemente correlate, ed in tale modo per addivenire agli impegni presi sono state intaccate le riserve ufficiali, il che doveva per forza comportare una svalutazione del peso poiché non era più possibile mantenere la parità di cambio, a meno che non venisse eliminata parte della base monetaria, in contrasto con la situazione recessiva del Paese.

A dicembre, nel momento in cui la situazione apparve più grave, la popolazione esasperata ricorse a manifestazioni di piazza, sempre più violente, per esprimere il proprio disappunto. Il 20 dicembre 2001 il presidente in carica, De La Rúa, dette le

proprie dimissioni dall'incarico al fine di placare le proteste e cercare di dare un segnale al mondo economico internazionale.

Il default

Il 23 dicembre 2001, il nuovo presidente, Rodriguez Saa, annunciò una serie di iniziative al fine di rilanciare l'economia del Paese senza però abbandonare il sistema del *currency board*. Principalmente, egli dichiarò con riguardo al debito pubblico che il governo non avrebbe rispettato gli oneri relativi dovuti per i periodi successivi. Tale dichiarazione implicitamente affermava il *default* dell'Argentina. Le aspettative degli operatori trovarono così conferma, con l'inevitabile sospensione dei pagamenti relativi alla restituzione del debito e la corresponsione degli interessi dovuti.

La presidenza di Rodriguez Saa durò ben sette giorni, dopo che il 30 dicembre fu costretto a dimettersi per le furenti proteste che scatenarono le sue scelte in campo economico.

Il suo sostituto, Eduardo Duhalde, rappresentante dell'ala più populista del partito peronista, nel passato era stato tra i promotori di una revisione radicale del debito estero e dei rapporti con detentori stranieri dei titoli del debito pubblico.

Dopo aver ribadito la decisione di cessare il pagamento del debito estero, Duhalde inoltre decise di abbandonare il *currency board* ponendo fine dopo un decennio al piano di convertibilità. La nuova valutazione del peso era soggetta ad un doppio sistema di calcolo, in quanto nelle transazioni con l'estero venne utilizzato un tasso di 1,40 pesos per ogni dollaro, mentre per le transazioni turistiche e gli altri tipi di scambio il peso sarebbe stato quotato sul mercato libero e soggetto ad un cambio flessibile.

Le misure per uscire dalla crisi

Il doppio regime di convertibilità instaurato dal governo Duhalde ebbe una durata di pochi mesi, finché non si decise di dotare la Banca Centrale del potere di politica monetaria, aggiustando il tasso di cambio secondo le dinamiche di mercato richieste dal settore reale e finanziario, il tutto tramite una maggiore o minore offerta di moneta. Tale ruolo rappresentava una novità per l'istituzione argentina dato che nell'ultimo decennio aveva avuto come unico compito quello di garantire la parità di cambio tra dollaro e peso.

Innanzitutto, il piano economico approvato prevedeva la pesificazione di tutta l'economia, ovvero la conversione in pesos di tutte le obbligazioni e contratti vigenti nel sistema bancario, con l'intento di far diventare la valuta locale come la valuta centrale del sistema monetario, compreso il ruolo di riserva di valore prima detenuto dal dollaro. Per i debiti contratti con il sistema finanziario denominati in dollari, fu prevista la conversione in pesos con un rapporto di concambio pari a uno, a loro volta rivalutati per un indice inflazionario fissato al 4%, mentre i depositi in dollari vennero convertiti con un rapporto di 1,40 ed indicizzati secondo lo stesso tasso.

Una seconda misura di ripresa elaborata dal governo prevedeva una rivisitazione del *Corralito Financiero*, il quale tuttavia aveva permesso il salvataggio del sistema bancario nel periodo appena precedente il *default* di fatto bloccando o limitando pesantemente le fuoriuscite di liquidità dal sistema. Infatti, al fine di assecondare la ripresa economica era necessario sbloccare la situazione di stallo dei depositi bancari, e per questo si decise di instaurare uno scadenziario il quale promuovesse la liberazione dei depositi in date precise ed a determinate condizioni. Un'altra proposta fatta dal governo ai detentori di depositi, consisteva nella ricezione di titoli di Stato di nuova emissione, denominati *Boden*, in luogo del deposito in proprio possesso. Il titolo, per essere più attraente, permetteva di essere utilizzato per l'acquisto di determinati beni o per la regolazione di prestiti o delle imposte. Nella seconda fase di tale proposta, a distanza di sei mesi, i titoli prima ricevuti in cambio dei depositi potevano essere convertiti in moneta originale.

Il sistema bancario nel corso del 2002 resistette in maniera forte e decisa alla crisi, con un miglioramento degli aggregati monetari e finanziari, tanto che nel corso dell'anno si assistette ad una continua liberazione dei depositi date le rinnovate condizioni di fiducia nel sistema, tanto che i depositi liberati spesso vennero comunque lasciati nelle banche. Solamente i depositi di oltre 10.000 pesos alla fine dell'anno erano ancora sottoposti a limitazione, ma essi rappresentavano una piccola percentuale sul totale, inferiore al 10%.

Un fattore negativo nel post *default* argentino può riscontrarsi nel mancato supporto delle istituzioni internazionali, in particolare del Fondo Monetario Internazionale, il quale si dichiarava perplesso dalle politiche di uscita dalla crisi perseguite dal governo, e sostenendo la fragilità del sistema bancario e finanziario argentino, dunque di fatto azzerando i prestiti che avrebbero consentito di ridurre il fabbisogno di fondi di finanziamento e consentito di godere di una maggiore credibilità in campo

internazionale, con un ritorno degli investitori stranieri. A destare preoccupazione in particolare i tassi di cambio e di inflazione, i quali si erano avviati su di un percorso alquanto negativo.

Nell'anno successivo sono stati gradualmente rimossi i vincoli imposti al sistema creditizio, giungendosi ad una normalizzazione dello stesso. Proprio tale stabilità del sistema bancario ha permesso di perseguire altresì un miglioramento a livello economico. I fattori che hanno contribuito a tale recupero nel 2003 sono essenzialmente individuabili in:

- Misure destinate ad alleggerire il mercato dei cambi, con una maggiore flessibilità nel pagamento di capitali e servizi finanziari all'estero, e con la possibilità per le banche di aumentare la quota di riserve detenute in valuta estera;
- Maggiore flessibilità nei depositi di valuta straniera derivanti da operazioni di esportazione, portati al livello di un milione di dollari;
- Un miglioramento del dialogo con il Fondo Monetario Internazionale e le altre istituzioni sovranazionali, che determinò la concessione di due prestiti nel corso dell'anno: tali prestiti hanno permesso di cancellare incombenze con altre istituzioni come la Banca Mondiale, in cambio di garanzie di adempimento relative ad aspetti fiscali e monetari, quali il mantenimento invariato dell'offerta nominale di moneta al fine di contrastare l'inflazione, ed un aumento del saldo primario utile a generare un avanzo pari al 2,5% del Pil.

Il rapporto con l'FMI oltre a comportare benefici diretti per entrambe le parti, ha consentito agli investitori di nutrire nuovamente fiducia nelle politiche argentine di fatto risollevando gli investimenti esteri nel corso dell'anno. Il secondo prestito in particolare, concesso a settembre, ha avuto molta importanza in quanto ha permesso di evitare un nuovo *default* dello Stato, già programmato dal governo in caso di non accordo con il Fondo Monetario, per l'impossibilità di provvedere al pagamento di altri debiti in scadenza. Tale secondo prestito è stato concesso in luogo di un impegno assai importante per il governo, di innalzare l'avanzo primario fino al 3% del Pil nel 2004, con altrettante riforme del sistema tributario ed una politica monetaria mirante al controllo dell'inflazione, riforme al sistema bancario ed un innalzamento del prezzo dei servizi.

Un'altra importante decisione fu la rimozione dei provvedimenti di limitazione sul ritiro dei depositi per i soggetti con un deposito inferiore ai 42.000 pesos; per coloro i

quali invece trovavano ancora bloccati nel sistema bancario depositi in dollari e pesificati al tasso stabilito all'inizio del *default* di 1,40 pesos per dollaro, si decise di aggiungere la differenza tra tale importo e la somma definita dal tasso di cambio corrente, di 2,98 pesos per dollaro. Le scelte effettuate dal governo diedero i loro frutti, in quanto i depositi si rivelarono in crescita nel corso dell'anno per l'appunto permettendo un miglioramento del sistema creditizio tale da velocizzare la ripresa economica.

La continuità di politica economica espressa dal nuovo esecutivo entrato in carica a metà anno ha permesso di accrescere la fiducia migliorando le aspettative degli investitori: un peso debole con l'intento di favorire le esportazioni; un rilancio economico che permettesse nonostante tutto la generazione di avanzi primari. Inoltre l'elezione del nuovo governo, derivata da una consultazione elettorale e non da scelte direttive, ha permesso di ottenere la legittimazione e la stabilità necessarie per il rilancio del dialogo con le istituzioni sovranazionali.

La ristrutturazione del debito sovrano argentino

Tra la fine del 2001 e l'inizio dell'anno 2002, come visto in precedenza, a seguito della crisi economica e finanziaria in atto il governo argentino decise di dichiarare il *default* dello Stato, non eseguendo i pagamenti dovuti sui titoli in possesso dei creditori. Tale scelta venne dettata anche dal fatto di porre fine alla spirale di auto alimentazione del debito, nel quale il Paese stava finendo risucchiato con tassi di interesse elevati ed in costante crescita.

L'accordo tra il Fondo Monetario Internazionale ed il governo argentino nell'occasione del secondo prestito concesso nel 2003 prevedeva anche un punto riguardante per l'appunto il rimborso dei titoli sottoposti a *default*. Gli stessi sforzi fiscali richiesti dal Fondo, in parte erano miranti alla risoluzione di tale situazione.

Data l'enormità dell'operazione di ristrutturazione, la quale riguardava circa il 53% del debito pubblico totale, lo stesso governo chiese l'aiuto di dieci gruppi bancari in qualità di *advisors* al fine di mediare nei rapporti con gli oltre 700.000 soggetti creditori, titolari di titoli collocati in 152 emissioni ed in sette valute differenti.

La proposta del governo, presentata ufficialmente nel 2005, prevedeva tre tipologie di titoli destinati a sostituire quelli sottoposti a *default*.³⁶ Tali titoli presentavano uno schema differente:

- Par Bonds, con un concambio di uno a uno e che prevedevano quindi un valore nominale pari ai precedenti, stante un drastico taglio dei tassi di interesse ora ripositionato tra l'1,20% iniziale a crescere fino al 4,74% a scadenza, con durata 35 anni, cedola semestrale ed ammortamento del capitale in rate costanti;
- Discount Bonds, i quali offrivano un valore nominale del capitale pari al 33,7% rispetto ai titoli precedenti, con tassi di interesse più cospicui (tra il 2,51% e l'8,28%, oscillanti nei vari periodi di vita) e con durata di 30 anni, cedola semestrale ed ammortamento del capitale in rate costanti;
- Quasi Par Bonds, la cui restituzione del capitale era prevista del 66,9% rispetto ai titoli precedenti, con tasso di interesse fisso al 3,31%, durata 42 anni, cedola semestrale ed ammortamento del capitale in rate costanti.

Inoltre il governo proponeva la cancellazione degli interessi maturati successivamente al gennaio 2002, in modo tale da non determinare una spesa ulteriore relativa al ritardato rimborso dei titoli rispetto alla loro scadenza originaria. Buona parte dei creditori hanno accettato le proposte del governo argentino, che tuttavia hanno suscitato malumori e battaglie giudiziarie relativamente alla scarsità di quanto proposto.

Per venire incontro ai soggetti che non avevano aderito, nel 2010 è avvenuta una seconda tranche di ristrutturazione dei titoli argentini in *default*, di fatto riproponendo nella sostanza un accordo del tutto simile a quello del 2005, il quale venne tuttavia accettato da ulteriori soggetti innalzando la quota di adesione allo *swap* sul totale del debito emesso fino al 2002 a circa il 93% degli aventi diritto.

Con tale iniziativa, il debito ha subito un forte taglio passando dai circa 100 miliardi di dollari del 2002 pari al 105% del Pil, fino al 13% in rapporto debito/Pil nel 2013.

³⁶ - D. RAMBAUDI, *Argentina 2010: proposta ristrutturazione debito*,

<http://intermarketandmore.finanza.com/argentina-2010-proposta-ristrutturazione-debito-11387.html>, 2010 [ultima cons. 11-12-2015];

- ANTARES CONSULENZA E FORMAZIONE, *Bond argentini: aderire o non aderire all'OPV*, http://www.mrprofit.it/magazine/pagina.php?ID_categoria=6&ID_pagina=467&cat=Special+Box&alt ra=1, 2005 [ultima cons. 13-12-2015]

Al momento, quindi a circa quattordici anni dal *default* argentino, sono allo studio soluzioni per soddisfare il 7% dei possessori rimanenti di bond pre-2002, i quali in massima parte sono fondi di investimento speculativi statunitensi che dopo aver rastrellato tra i creditori tali titoli, ora ne pretendono la piena esecuzione senza l'accettazione di proposte alternative, spalleggiati dalle istituzioni giudiziarie statunitensi che dichiarano la legittimità di tale richiesta.

1.3.2. Grecia

La Grecia, nel recente passato ha attraversato una grave crisi interna economica, sociale e politica, con un preoccupante timore per la sostenibilità del suo debito sovrano, influenzando molto sulle politiche dell'Unione Europea ed i suoi assetti istituzionali.

La Grecia prima della crisi

Dal 2002, la Grecia ha iniziato a far parte dell'Unione Europea, adottando come moneta l'euro in sostituzione della valuta domestica, la dracma.

Per far convergere i dati macroeconomici della Grecia a quanto richiesto dai Trattati per l'adesione alla moneta unica, partire dagli anni '90 i governi hanno dovuto mettere in atto grandi riforme di politica economica, monetaria, fiscale, e di privatizzazione delle aziende pubbliche.³⁷

I risultati si sono avuti nel corso degli anni, con una forte riduzione del deficit, che è passato dal 12% al 2,5% sul finire del 1999, rientrando così all'interno del parametro di maggior difficoltà, il limite del 3% del rapporto deficit/Pil per anno.

Per alcuni anni la situazione è stata relativamente tranquilla, fino al momento della crisi economica del 2008 che ha coinvolto tutti gli stati a livello mondiale, partendo dalla crisi dei mutui *subprime* originatasi negli Stati Uniti.

Anche in Grecia infatti, la crisi ha comportato una discesa del Pil, causando una recessione che l'utilizzo di una moneta forte come l'euro ha accentuato. Infatti, come già osservato in precedenza, l'utilizzo di una moneta unica per più Paesi i quali

³⁷ Al fine di poter accedere all'Unione Europea, il Trattato di Maastricht richiedeva agli Stati aderenti l'adeguamento a certi indici economici con riguardo al proprio bilancio nazionale, il più importante dei quali sicuramente è il contenimento del deficit annuale entro il 3% del Pil.

presentano caratteristiche diverse per ciò che riguarda la struttura economica ed il tessuto sociale non ha fatto altro che aumentare il divario con i Paesi maggiormente avvantaggiati dalla situazione, anziché operare una convergenza comune come auspicato nel momento in cui si è pensato ad un'Unione Europea.

Per molti anni, fino allo scoppio della crisi, lo Stato greco ha accumulato un costante deficit delle partite correnti che si è tramutato essenzialmente in un trasferimento di ricchezze verso i più ricchi paesi del nord, dotati di maggiore competitività a livello mondiale. Il risultato di questa situazione ha originato un accumulo di debito pubblico in quanto era necessario il reperimento di risorse atte a coprire i deficit generati, di fatto ingrossando il volume dello stock debitorio nel corso del tempo.

La crescita greca, inoltre, analizzando i dati aggregati si dimostra come alquanto artificiosa nel periodo 1990-2008.³⁸ Il prodotto interno lordo infatti, a partire dalla metà degli anni '90, ha subito una forte impennata. Tale crescita però non è riconducibile ad un aumento della produttività dei fattori, ovvero ciò che per definizione sostiene la crescita economica, il cui tasso è rimasto invariato nel ventennio, ma da investimenti effettuati in altre direzioni. Il risultato è consistito per l'appunto in un aumento del divario di competitività con le altre nazioni, acuita anche dalla crescita dei salari nel corso del tempo la quale è stata più rapida di quella delle altre nazioni europee, così come la crescita dei prezzi. Infatti la domanda economica, in forte aumento nel periodo dell'euro boom, ovvero dal 2000 al 2007, e finanziata attraverso l'indebitamento e sostenuta dagli investimenti esteri, allo scoppio della crisi ha subito il tipico arresto delle recessioni, determinando una forte svalutazione in termini reali. Ciò ha determinato una recessione ancor più drammatica nel momento in cui è parso chiaro come la nazione greca non avrebbe potuto sostenere i ritmi delle altre nazioni.

Uscire dalla recessione era possibile tramite alcune riforme del sistema economico ellenico, e con l'accesso al mercato dei capitali, ma proprio su questo punto è crollato il sistema greco.

³⁸ A. ANNICCHIARICO, *Grecia, cosa è andato storto e come rimediare*, tratto da: P. Manasse, *Quali lezioni per l'Europa dalla crisi greca*, <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2015/06/11/grecia-cosa-e-andato-storto-e-come-rimediare-di-pmanasse/>, 2015 [ultima cons. 13-11-2015]

La crisi del debito greco³⁹

Nella seconda metà del 2009, ovvero nel periodo appena seguente la recessione globale, in Grecia si tennero le elezioni che videro vincitore il partito socialista, dopo cinque anni di governo conservatore. Ovviamente, tra le principali promesse elettorali del presidente Papandreou c'è spazio per alcune riforme economiche, del valore di circa tre miliardi di euro, da implementarsi al fine di ravvivare la debole economia ellenica. Ben presto però lo stesso presidente dovette rivedere le sue stime, in quanto in una conferenza stampa la quale seguì di circa un mese la sua elezione, spiegò come la Grecia aveva dovuto rivedere le sue proiezioni per il deficit relative all'anno in corso, il quale sarebbe stato doppio rispetto al previsto, passando dal 6 al 12% del Pil. Tale buco di bilancio, viene poi specificato, è da ricondursi essenzialmente al governo precedente, in quanto accusato di aver modificato i conti pubblici al fine di rispettare i limiti imposti dal Trattato di Maastricht ed essere così ammessi nell'Unione Europea.

A prescindere se tale riclassificazione dei conti si sia verificata o meno,⁴⁰ la logica conseguenza, acuita dal momento di crisi, è stata un taglio del rating sul debito sovrano da parte delle maggiori agenzie mondiali, le quali valutato il pesante disavanzo che andava a realizzarsi e preso atto dei disavanzi precedenti e viziati, non credevano più nella possibilità di una soddisfazione dei creditori. Una conseguenza di tale *downgrading*, è stata la salita dei tassi di interesse, a peggiorare la situazione già problematica del deficit.

Nella prima metà del 2010, il governo greco ha presentato ai vertici europei un programma per la stabilizzazione del deficit, con un obiettivo di riduzione annuale, basato su un piano di austerità il quale prevedeva un aumento dell'Iva, delle tasse

³⁹ Ricostruita a partire da: THE POST INTERNAZIONALE, *La crisi in Grecia, spiegata senza giri di parole*, <http://www.tpi.it/mondo/grecia/crisi-grecia-spiegata-riassunto>, 2015 [ultima cons. 22-12-2015]

⁴⁰ Qualcuno sostiene che la cosa fosse già in precedenza nota ed approvata, a causa di una modifica dei parametri di iscrizione delle spese per la difesa nazionale operata nel 2004, la quale ha influito sui bilanci precedenti e futuri, ma tuttavia sia stata tacciata come una modifica indebita dei conti nazionali.

Cfr. : K. SIMITIS, Y. STOURNARAS, *La vera storia della crisi greca*, <http://temi.repubblica.it/micromega-online/la-vera-storia-della-crisi-greca/>, 2012 [ultima cons. 28-12-2015]

sulle sigarette e sulle bevande alcoliche, e parallelamente il congelamento delle pensioni ed il taglio degli stipendi dei dipendenti pubblici.

Tali disposizioni però non hanno comportato un beneficio evidente nell'immediato, di fatto costringendo il governo ad ipotizzare un finanziamento di 45 miliardi di euro, da ripartirsi tra il Fondo Monetario Internazionale ed i paesi dell'Eurozona, i cui ministri delle finanze avevano già approvato un piano di salvataggio da trenta miliardi dopo che una simile crisi sovrana si era estesa a Irlanda e Portogallo.

Alla fine, dopo un ulteriore taglio del *rating* da parte di Standard & Poor's che relega i titoli greci a livello spazzatura, all'inizio di maggio 2010 viene trovato un accordo tra governo greco, Fondo Monetario ed Unione Europea tale da garantire un maxi finanziamento di 110 miliardi di euro da ripartirsi in tre anni. Ovviamente tale concessione di credito, con la cui prima rata la Grecia ha potuto saldare i suoi debiti in scadenza immediata, è stata concessa solo in cambio della garanzia di attuazione di riforme necessarie alla riduzione del deficit, prima fra tutti la riforma delle pensioni attuata nel luglio 2010 con drastiche misure di taglio dei *benefits*, il contenimento del prepensionamento e l'innalzamento dell'età pensionabile.

Sulla scorta degli avvenimenti del periodo inoltre, gli stati europei optano per la costituzione di un fondo di emergenza congiunto di 750 miliardi di euro necessario a sostenere i mercati e per evitare un contagio della situazione greca alle altre nazioni.

A inizio 2011, nuovamente le agenzie di rating adeguano le loro valutazioni in negativo ad un debito che, nonostante la buona implementazione delle riforme, accresce a ritmo sensibile determinando una seria preoccupazione della sua solvibilità, ancor più soggetta a shock avversi, anche a causa del deficit di nuovo atteso intorno al 13% del Pil.

In questo momento, con una nuova crisi del debito greco in corso, visioni differenti all'interno della politica europea espongono come possibile la ristrutturazione del debito greco, seppur in maniera leggera e su base volontaria per quanto riguarda i creditori privati (come espresso dal capo dei ministri delle finanze europei, Jean Claude Juncker), anche se tale ipotesi venne scartata dal ministro greco il quale disse di preferire un'estensione della durata del prestito concesso da FMI e UE.

Le privatizzazioni messe in atto in quel periodo, per un totale di 50 miliardi di euro, non bastarono a risolvere una situazione già alquanto preoccupante, alla quale seguì un rinnovato taglio del *rating*, con Standard & Poor's che declassò Atene a CCC, ovvero il *rating* più basso al mondo in quel momento.

La necessità di altri fondi per salvare la Grecia dal *default* comportò l'approvazione di ulteriori riforme miranti all'austerità, con forti tagli alla spesa ed aumenti delle tasse, una condizione necessaria affinché le istituzioni sovranazionali fossero disponibili a trattare ulteriori concessioni.

A fine luglio 2011, dopo aver scongiurato un *default* greco, i leader europei raggiunsero un accordo per un nuovo pacchetto di salvataggio di 160 miliardi di euro da corrispondere alla Grecia. Tale decisione precedette di un paio di mesi la proposta del Fondo Monetario, il quale ribadì come il fondo per la crisi dell'Eurozona, l'*European Financial Stability Facility*, doveva essere aumentato fino a 2000 miliardi di euro, ovvero di cinque volte, al fine di salvaguardare il sistema dei mercati internazionali contro il possibile *default* greco.

Nel frattempo, ben otto gruppi bancari greci avevano visto un declassamento del loro rating da parte delle agenzie, a causa dell'aumentato timore di un'impossibilità di rientro dal debito.

Il 27 ottobre 2011, i leader europei trovano un accordo con i creditori privati per la riduzione del debito sovrano, con un taglio del 50% del valore nominale dei bond in loro possesso. E' questo il primo passaggio del *default*, di fatto realizzato in quanto il valore del debito viene artificialmente ridotto, ma mai citato dalla comunità internazionale come tale, poiché la ristrutturazione non ha comportato un blocco dei pagamenti. L'obiettivo dichiarato con il perseguimento di questa strategia diventò la riduzione dell'indebitamento all'interno del valore del 120% del debito rispetto al Pil.

Al fine di proseguire sulla strada di risalita dalla crisi debitoria, si rivelò di fondamentale importanza la corresponsione di un nuovo prestito alla Grecia, da parte di FMI e UE, del valore di 130 miliardi di euro. Tale richiesta in primo luogo comportò la caduta del governo a causa delle pesanti critiche subite, per la proposta di indire un referendum affinché il popolo votasse con riguardo al nuovo aiuto da concedersi al Paese, senza il quale si sarebbe andati incontro al *default*.

Il prestito, elargito poi definitivamente a febbraio 2012, venne concesso a seguito del taglio del valore dei bond per gli investitori privati, già menzionato, ed a pesanti riforme del settore pubblico greco, che costarono il posto di lavoro a migliaia di dipendenti pubblici ed un abbondante taglio degli stipendi per coloro che conservarono il posto. Ciò comportò un aumento della disoccupazione fino al 21%.

Le nuove elezioni indette a metà maggio per volere del governo di transizione instauratosi in seguito alla caduta del precedente, videro il crollo dei partiti storici, con l'impossibilità di stabilire un vincitore. Le nuove elezioni tenutesi un mese dopo videro vincitore il partito Nuova Democrazia, il quale però non raggiunse la maggioranza assoluta e si coalizzò con gli avversari, e sorprese l'aumento del seguito del partito *Syriza*, di sinistra radicale e contrario al piano di salvataggio ed all'austerità imposta dalla Troika⁴¹ e perseguita dal governo eletto.

Quando nell'ottobre 2012 il governo illustrò i dati di bilancio per il 2013, emerse come la situazione debitoria si presentava in crescita a causa della contrazione economica, tale da ipotizzare il fallimento entro novembre a causa della mancanza di denaro, nonostante l'emanazione di una manovra da 13,5 miliardi con un aumento della tassazione ed ulteriori tagli alle pensioni. Tale manovra di bilancio era propedeutica alla concessione di nuovi prestiti da parte della comunità internazionale, i quali vennero concessi anche per mitigare il rischio di un'uscita del Paese dall'euro.

Il 2013 è stato costellato da continui interventi al opera del governo al fine di ridurre la spesa, colpendo in particolare i dipendenti pubblici e stabilendo la chiusura della rete televisiva di Stato, la qual decisione causò oltretutto ondate di proteste e tensioni sociali.

La forte campagna di austerità imposta nel corso dell'anno però finì per dare i frutti desiderati, in quanto alla presentazione del nuovo progetto di bilancio per il 2014, le stime indicavano una crescita seppur debole dopo ben sei anni di recessione, determinando la speranza di poter porre fine ai continui interventi di salvataggio.

Il 2014 si aprì con grosse speranze di un ritorno della nazione ai migliori fasti, tanto che i rating degli analisti vennero corretti al rialzo e le prime vendite di titoli di Stato a lungo termine andarono a buon fine con introiti derivanti dal mercato internazionale per 4 miliardi di dollari, il che unitamente ad alcune riforme di carattere economico in cantiere al tempo fecero ben sperare per il futuro.

Nel frattempo la situazione politica, già indirizzata sulla strada del mutamento generazionale, vide dapprima l'affermazione del partito radicale *Syriza* alle elezioni

⁴¹ Soprannome, a tratti dispregiativo, con cui vengono identificati nel loro insieme Fondo Monetario Internazionale, Banca Centrale Europea ed Unione Europea.

europee, affermazione che si ebbe poi anche nel corso delle elezioni nazionali tenutesi con anticipo sul previsto, alla fine dell'anno.

Tsipras, presidente del partito *Syriza*, il 26 gennaio 2015 venne eletto primo ministro greco. Tale vittoria alle elezioni, peraltro da più parti annunciata, mise la Grecia di fronte ad un nuovo contraccollo, in quanto il programma politico di Tsipras era ben chiaro e noto: fine dell'austerità, pieno potere al popolo greco per riprendersi la sovranità che gli spettava, a discapito delle istituzioni internazionali che avevano condotto la Grecia alla rovina. Una delle prime decisioni, tra l'altro, fu la riassunzione immediata dei dipendenti pubblici licenziati nel corso delle ultime misure di austerità, con un conseguente aggravio del bilancio pubblico.

A giugno 2015, a causa dell'avvicinarsi delle scadenze per la restituzione delle prime rate dei prestiti concessi dal Fondo Monetario Internazionale, ricominciarono frequenti incontri dell'Eurosummit⁴² con i rappresentanti greci al fine di pervenire ad un accordo, con riguardo soprattutto a riforma delle pensioni ed aumenti dell'imposta sul valore aggiunto.

Proprio il mese di giugno è stato uno dei più critici dell'intera storia greca e nell'Unione Europea, perché dopo un susseguirsi di proposte e controproposte, il governo greco decise di proporre al popolo un referendum sulla scelta se accettare o meno le proposte fatte loro dalla Troika. Questa decisione è stata duramente criticata dalle istituzioni, tanto che si è arrivati a minacciare la chiusura delle trattative ed a preparare l'Europa ad una più che probabile uscita della Grecia dall'euro e dall'Unione.⁴³

La scelta di indire il referendum ha avuto come conseguenza la decisione del governo di imporre la chiusura delle banche per impedire una fuga di liquidità dovuta alle aspettative assai negative, la quale avrebbe comportato per la Grecia seri problemi economici a partire dal sistema bancario potenzialmente destinato al fallimento. Misure di controllo della liquidità simili erano state attuate sia in Argentina, nel periodo della crisi sovrana del 2002, sia molto più recentemente a Cipro, per arginare la fuoriuscita di denaro dal sistema bancario.

⁴² Incontri periodici in cui si ritrovano a colloquio tutti i capi di Stato e di governo dei Paesi appartenenti all'Eurozona.

⁴³ Uscita che non è regolata in nessuno trattato europeo, come invece avviene per l'entrata nell'Unione Europea.

La decisione che scaturirà dal referendum,⁴⁴ sia essa “Sì” per accettare le proposte sovranazionali o sia essa “No” per rifiutarle, per bocca del presidente Juncker “[...] potrebbe comportare per la Grecia un notevole danno, se non indirizzata nella giusta direzione”.

Ufficialmente il 30 giugno, non avendo accettato gli accordi in precedenza proposti e avendo così saltato il pagamento in scadenza di una rata del prestito al FMI, la Grecia diventa insolvente. Gli aiuti al Paese vengono bloccati. Tsipras chiese un'estensione temporanea del programma e la ristrutturazione del debito, ma la controparte europea rispose con un secco diniego prevedendo il recupero delle trattative al periodo successivo al referendum.

Il referendum, tenutosi il 5 luglio, sancì la vittoria assoluta del fronte del “No”, ma le successive divisioni in seno al Governo sulla gestione della crisi determinarono le dimissioni del ministro delle finanze Varoufakis. L'intento della comunità europea era comunque concentrato sul raggiungimento di un accordo, che il premier greco voleva incentrato su di un programma sostenibile in termini economici ed occupazionali, e che prevedesse una ristrutturazione del debito proprio per permettere allo Stato ellenico di onorare i propri impegni assunti, senza dover costantemente indebitarsi nei confronti delle istituzioni per saldare i debiti arretrati.

Dai durissimi negoziati che si tennero nei giorni successivi arrivò il primo abbozzo di accordo, il quale prevedeva un piano di salvataggio della Grecia con un'iniezione di liquidità nel sistema superiore agli 80 miliardi di euro operata dall'*European Stability Mechanism*,⁴⁵ in cambio di condizioni durissime paragonabili quasi ad un commissariamento della nazione necessario per vegliare sulla realizzazione delle riforme richieste dagli accordi. Nonostante che il debito non fosse stato ristrutturato, uno stesso report interno del Fondo Monetario sancì come la ristrutturazione fosse un

⁴⁴ Tale referendum ha visto esprimere il parere anche di molti illustri economisti, orientati alternativamente chi per una scelta affermativa, chi per una negativa.

⁴⁵ Fondo di salvataggio degli Stati Europei, che ha sostituito a partire dal 2012 il precedente sistema EFSF, il quale era stato creato in regime di provvisorietà. Esso ha però carattere di organizzazione intergovernativa, simile al Fondo Monetario Internazionale, con la possibilità di imporre alle nazioni scelte di natura macroeconomica. Tale fondo è posseduto dagli stessi stati membri, in proporzione pari alla partecipazione al capitale della BCE. Il capitale iniziale è di 700 miliardi di euro, di cui però solo 80 versati dagli Stati in quanto il restante denaro viene raccolto attraverso l'emissione di obbligazioni sui mercati.

Cfr.: *About the ESM*, <http://www.esm.europa.eu/about/index.htm> , 2015 [ultima cons. 27-11-2015]

passo necessario ai fini del miglioramento della situazione greca, date le caratteristiche di alta insostenibilità.

Il fronte dei sostenitori di una ristrutturazione del debito si allargò inoltre fino a comprendere il governatore della BCE Draghi, che in occasione della concessione del finanziamento ponte di 7 miliardi derivanti dal fondo europeo di stabilità si disse favorevole alla proposta.⁴⁶ Nel frattempo anche Lagarde, direttrice del Fondo Monetario Internazionale, dichiarò come la ristrutturazione del debito fosse necessaria al fine di migliorare le condizioni greche, senza la quale i miliardi concessi dall'ESM per il piano di salvataggio non avrebbero trovato utilità.⁴⁷

Il 20 di luglio, dopo ben tre settimane di chiusura, riaprirono le banche elleniche, sebbene con alcune limitazioni, ed entrarono in vigore le prime riforme come l'aumento dell'Iva dal 13 al 23%. L'arrivo del prestito ponte di 7 miliardi di euro, vide immediatamente un trasferimento di 6,8 miliardi nelle casse di BCE e FMI, per saldare i pagamenti ormai scaduti.

La riapertura della Borsa, il 3 agosto 2015, dopo che per un mese era rimasta chiusa in concomitanza alla chiusura delle banche nel periodo di maggior intensità delle trattative tra le parti per evitare fughe di capitali, vide un crollo del 23% a livello giornaliero, il peggior record di sempre, senza che però ne venissero influenzate le altre Borse europee. Il 14 agosto venne definitivamente approvato il piano di salvataggio da 86 miliardi di euro, erogati dall'ESM in *tranche* collegate al piano di riforme via via approvate e ripagabili nell'arco di tre anni con un tasso di interesse concordato dell'1%. Le dichiarazioni che seguirono da parte dei massimi rappresentanti delle istituzioni spaziarono dall'irreversibilità dell'uscita della Grecia

⁴⁶ P. FIOR, "Grecia, torna in agenda la ristrutturazione del debito di Atene. Merito dell'asse Draghi-Usa (con buona pace di Schaeuble)", in *Il Fatto Quotidiano*, <http://www.ilfattoquotidiano.it/2015/07/17/grecia-torna-in-agenda-la-ristrutturazione-del-debito-di-atene-merito-dellasse-draghi-usa-con-buona-pace-di-schaeuble/1881833/>, 17 luglio 2015 [ultima cons. 28-12-2015]

⁴⁷ ANON., "Mano tesa a Tsipras dal Fondo monetario. Lagarde: il debito va ristrutturato", in *AskaneWS*, http://www.askaneWS.it/top-10/mano-tesa-a-tsipras-dal-fondo-monetario-lagarde-il-debito-va-ristrutturato_711555063.htm, 9 luglio 2015 [ultima cons. 28-12-2015]

dall'Unione Europea (Juncker, presidente dell'UE) all'insostenibilità del debito sovrano nelle condizioni attuali.⁴⁸

Il governo greco operò privatizzazioni su larga scala a partire dalla metà di agosto, in concomitanza con il raggiungimento dell'accordo con gli stati europei, iniziando dalla cessione di quaranta aeroporti ad una società tedesca, di fatto contravvenendo a quanto da esso stesso sostenuto poiché la decisione di concedere gli aeroporti, risalente ad un anno prima, era stata congelata proprio in seguito all'opposizione dei rappresentanti del partito *Syriza*, ora al governo.

Gli interventi messi in atto più volte dalle istituzioni sovranazionali europee e mondiali danno l'idea di come il problema greco sia possibile fonte di contagio per le altre nazioni aderenti all'Unione, e nonostante le continue richieste da parte sia degli esponenti del governo greco sia dei massimi rappresentanti degli organismi sovranazionali, la ristrutturazione del debito sovrano non ha ancora avuto luogo per motivi i quali possono essere considerati prettamente politici da un lato, e di garanzia della stabilità finanziaria dall'altro, a causa delle conseguenze che potrebbe avere sui mercati mondiali per via della composizione del debito stesso.

La composizione del debito

La composizione dello stock debitorio greco permette di comprendere molti aspetti rilevanti con riguardo alla sua gestione ed alle difficili trattative che intercorrono da tempo tra i governi ellenici e la Troika, la quale rappresenta gli interessi soprattutto degli altri Stati aderenti all'Unione Europea.

Il debito pubblico greco ammonta a 314.552 milioni di euro, il 68,5% del quale soggetto ad un tasso di interesse fluttuante, e composto per il 76,2% da una parte non negoziabile sui mercati, cioè prestiti concessi direttamente al governo da varie istituzioni sovranazionali.⁴⁹ I titoli di Stato rappresentano solo una piccola parte del debito totale, parte costituitasi in seguito allo *swap* del 2012 che ha visto la sostituzione dei titoli in essere con altri di nuova istituzione e di durata trentennale, con la presenza di titoli di breve durata utilizzati per sopperire alle crisi di liquidità

⁴⁸ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Greece. An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis*, IMF Country Report n.15/186, Washington D.C., 2015

⁴⁹ PUBLIC DEBT MANAGEMENT AGENCY, *Hellenic Republic Public Debt Bulletin*, N. 79 - September 2015

nel periodo immediato, il tutto poiché in seguito alle crisi del 2010 e del 2012 sono state abbandonate le emissioni di nuovi titoli da parte dei governi a favore di prestiti in quanto impossibili da collocare sui mercati, date le aspettative negative sulla solvibilità ed i *rating* del Paese al tempo.

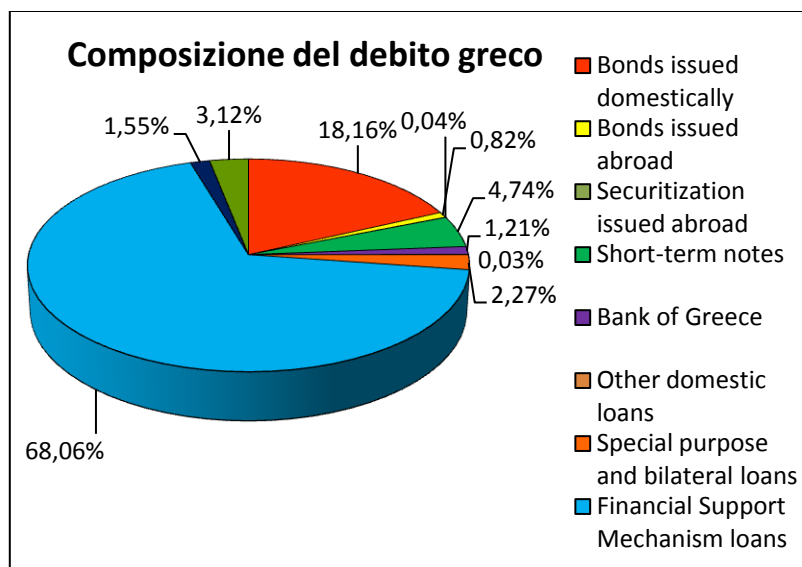


Figura 13-Composizione del debito sovrano greco, 30 settembre 2015

Osservando il grafico di Figura 13, si può vedere facilmente come la maggior parte del debito sovrano sia costituita da prestiti concessi nel corso degli ultimi anni da parte dell'ESM e dell'EFSF, i quali sono organismi appositi costituiti su istanza degli Stati membri dell'Unione, alla stregua di fondi di investimento dotati del capitale di esercizio dagli Stati stessi, nati con l'intento di sostenere i Paesi europei che si ritrovano in difficoltà economiche, al fine di scongiurare il dilagare di una crisi finanziaria che vada a colpire le nazioni facenti parte dell'Unione Europea.

La ristrutturazione del debito greco

Innanzitutto la Grecia nel 2012 ha affrontato un *default* parziale, selettivo e ristretto, che ha toccato solamente gli investitori privati.⁵⁰

Come scritto in breve nella cronistoria sul debito sovrano ellenico, al fine di ridurre di una buona percentuale il debito pubblico, portandolo da un livello in rapporto al Pil di oltre il 198% fino ad un più controllato 120,5%, il governo greco in accordo

⁵⁰ L. ZINGALES, "Il conto aperto del *default* greco", in *Il Sole24ore*, <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2012-03-15/conto-aperto-default-greco-063535.shtml?uuid=AbT8zB8E>, 12 marzo 2012 [ultima cons. 29-12-2015]

con l'Unione Europea, il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Centrale Europea, ha apportato una modifica della composizione del paniere di titoli emessi.

La proposta ha interessato solamente gli investitori privati, ovvero banche, fondi pensione, fondi di investimento, *hedge funds*, i quali si sono visti proporre uno *swap* sul debito già detenuto tramite la sostituzione con nuovi titoli. Tali titoli di nuova emissione, prevedevano un taglio sul valore nominale di ben il 53,5% ed una durata trentennale. Si è trattato di un'operazione che ha riguardato un ammontare di titoli pari a 206 miliardi di euro, oltre cinque volte il *default* argentino.⁵¹

L'adesione dell'85% degli aventi diritto che in seguito, anche grazie alla clausole di azione collettiva esercitate dal governo greco ed alle "minacce" di non venire altrimenti liquidati alla scadenza stante la mancanza di fondi, ha raggiunto il 95,7% del totale dei detentori, ha permesso un riduzione netta del debito di ben 100 miliardi di euro circa, la quale però non ha avuto gli effetti sperati poiché la situazione greca non è affatto migliorata in seguito, dato anche il susseguirsi di svariati deficit di bilancio che non hanno consentito la ripresa sperata, di fatto riportando ad oggi il debito nuovamente al livello del 175% del Pil circa.

Ancora oggi la proposta di ridurre il debito greco attuale tramite una ristrutturazione dell'esposizione è da più parti accolta ed incitata, ma presenta delle problematiche che i governi europei *in primis* ritengono di difficile conciliazione, data la loro diretta esposizione.

Infatti l'esposizione nei confronti delle istituzioni sovranazionali europee e mondiali tramite prestiti, per sua stessa definizione non può essere soggetta a ristrutturazione, in quanto sia nel trattato costitutivo della Banca Centrale Europea sia nello statuto del Fondo Monetario Internazionale, è sancito il divieto di modifica dei termini dell'accordo già in essere, poiché tale risparmio per il governo greco viene considerato alla stregua di un finanziamento monetario diretto del debito pubblico dello Stato,⁵² il quale oltre che vietato per l'appunto, se concesso anche in via del

⁵¹ V. DA ROLD, "Il dilemma dello *swap* greco", in *Il Sole24ore*, <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-03-07/dilemma-swap-greco-133811.shtml?uuiid=Ab8tLp3E>, 7 marzo 2012 [ultima cons. 29-12-2015]

⁵² E. LIVINI, "UE, debito allungato e riduzione dei tassi, un piano segreto contro il *default* greco", *La Repubblica*, http://www.repubblica.it/economia/2015/01/07/news/ue_debito_allungato_e_riduzione_dei_tassi_un_piano_segreto_contro_il_default_greco-104424298/, 7 gennaio 2015 [ultima cons. 29-12-2015]

tutto eccezionale stante la gravità della situazione costituirebbe un pericoloso precedente per la stabilità stessa delle istituzioni coinvolte.

Proprio per tale motivo, l'unica opzione che potrebbe essere messa in pratica, seppur con alcune forzature, riguarda un riscadenziamento delle rate, operando un allungamento temporale, senza un intervento sui tassi di interesse concordati e sulla quota capitale.

Discorso analogo ma in parte diverso riguarda invece i prestiti concessi da ESM ed EFSF, poiché le loro decisioni sono subordinate ai loro azionisti, ovvero la BCE coadiuvata da tutti i Paesi membri dell'Unione Europea, i quali sono esposti per cifre molto elevate in alcuni casi.

Infatti, una ristrutturazione di tali prestiti, nel caso si operasse un taglio della quota capitale o del tasso di interesse, avrebbe notevoli ripercussioni su tutti gli Stati europei in quanto molti di essi sono esposti per decine di miliardi di euro, con l'aggiunta che tali Stati hanno l'obbligo di dover prestare garanzia in caso di *default* sui pagamenti nei confronti del fondo stesso, come stabilito nello statuto dell'organismo, con le nazioni Francia, Italia e Germania in testa, poiché la ripartizione delle azioni nei fondi è uguale per quota alla composizione degli azionisti della Banca Centrale Europea.

Per quanto riguarda i bond emessi, essi sono in massima parte composti dai cosiddetti *T-Bills*, ovvero titoli di durata assai breve, compresa tra i tre ed i sei mesi, i quali al momento godono di un tasso di interesse che si aggira intorno al 5%, e da titoli a medio e lungo termine detenuti dai vari creditori privati ellenici ed esteri, anche se in misura non molto elevata date le caratteristiche di grande instabilità del sistema greco che continuano a far temere gli investitori sul grado di solvibilità degli stessi.

Indubbiamente, nel caso venisse proposto un nuovo accordo di ristrutturazione del debito, tali titoli sarebbero i primi ad essere sottoposti ad uno *swap*, come già avvenuto nel passato.

1.3.3. Germania

Lo Stato tedesco, benché sia assunto oggi come esempio di efficienza estrema in campo politico ed economico, locomotiva dell'Unione Europea e fulcro

dell'economia mondiale,⁵³ nel passato ha affrontato una crisi del suo debito pubblico, in larga parte conseguenti alla seconda guerra mondiale e la successiva riunificazione della ex DDR. Tali ristrutturazioni hanno comportato lo stralcio o l'annullamento, come meglio descritto nel prosieguo.

Il debito tedesco

Il debito pubblico tedesco, nella sua prima enorme genesi, ha avuto origine dalle riparazioni di guerra imposte al governo ed al popolo tedesco al termine del primo conflitto mondiale, dalla stessa Germania causato, che vide come prima potenza a richiedere tali indennità la Francia vincitrice e distrutta dai cinque anni di conflitto.⁵⁴ Le condizioni di pace trattate dalla coalizione vincitrice del conflitto, nel 1921, videro per l'appunto l'inserimento di una clausola la quale richiedeva al governo tedesco il pagamento di riparazioni di guerra per una cifra di 132 miliardi di marchi tedeschi,⁵⁵ importo il quale corrispondeva all'incirca a 2,8 volte il Pil che la stessa Germania aveva prima dello scoppio della guerra. Ovviamente, ben presto ci si rese conto che tale debito non sarebbe stato possibile da onorare.

La ristrutturazione del 1921-23

Con una successiva prima ristrutturazione, dettata dalla necessità di non distruggere l'economia tedesca, il governo da poco instauratosi vide una riduzione dell'esposizione a circa il 60% dell'importo iniziale, passando così da 132 a poco più di 50 miliardi di marchi, una cifra nonostante tutto ancora alquanto elevata, con la previsione di pagamenti rateali annuali di circa due miliardi di marchi l'uno. I pagamenti appena citati, ebbero luogo per un solo anno, poiché nel 1923 giunse una moratoria, in quanto tale debito era difficilmente solvibile dal governo, con risvolti

⁵³ V. CASTRONOVO, "Da malata a potenza d'Europa", *Il Sole24ore*, <http://www.ilsole24ore.com/art/cultura/2013-06-02/malata-potenza-europa-083611.shtml?uuid=AbnvLR1H>, 2 giugno 2013 [ultima cons. 24-01-2016]

⁵⁴ S. BASSO, *Debito tedesco ed Europa: una lunga e curiosa storia*, <http://www.fondionline.it/indicecms.php?idpagina=art&idart=39346>, 2012 [ultima cons. 24-01-2016]

⁵⁵ *Nel 1953 e nel 1990 la Germania venne "graziata" con enormi cancellazioni di debiti dal resto d'Europa*, <http://scenarieconomici.it/nel-1953-e-nel-1990-la-germania-venne-graziata-con-enormi-cancellazioni-di-debiti-dal-resto-deuropa/>, 2013 [ultima cons. 24-01-2016]

negativi per l'intera economia tedesca, soprattutto a causa dell'iperinflazione che aveva praticamente azzerato il valore del marco.⁵⁶ In seguito a tale avvenimento, il piano Dawes che nel 1924 introdusse una nuova moneta rivalutata, prevedeva inoltre una riformulazione della gestione del debito residuo, di circa 50 miliardi, con la riduzione dell'importo delle rate annuali ed un tasso di interesse del 7%, per una durata di 25 anni. Il denaro necessario nel breve periodo venne reperito tramite l'emissione di obbligazioni per 800 milioni di marchi da parte della Banca Centrale tedesca. Si rivelò poi necessaria una nuova ricontrattazione del debito nel 1928, con il piano di Young, il quale oltre ad un taglio del debito di un ulteriore terzo del totale, determinò una scadenza posticipata a 60 anni.

Il pagamento venne sospeso nel 1932, con l'ascesa di Hitler al potere, il quale aveva condotto la sua scalata politica soprattutto sul malcontento del popolo con riguardo anche alle condizioni vergognose imposte al termine del conflitto. Fino a quel momento, il governo francese aveva ricevuto solamente il 17% del totale pattuito.

Il Trattato di Londra

Nel 1953, dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale e la ricostruzione dell'Europa successiva al conflitto, alla Germania divisa e pesantemente condizionata dai trattati di pace firmati, venne concessa una nuova ristrutturazione del debito sovrano.

Il Trattato di Londra, firmato dalle principali potenze creditrici del governo tedesco, a partire da Stati Uniti, Francia, Inghilterra, Italia, la piccola e povera Grecia e molti altri, stabiliva in prima istanza la cancellazione di oltre la metà del debito della Germania (dell'Ovest), il quale passava da 38 a 15 miliardi di marchi circa.⁵⁷ Il debito originario in parte era derivante dai prestiti ottenuti per soddisfare le riparazioni dovute in occasione del primo conflitto mondiale, più volte revisionate, mentre in parte derivava dalle nuove richieste di riparazioni di guerra derivanti dal secondo conflitto.

⁵⁶ Dopo l'attribuzione delle riparazioni di guerra, si decise di ripagarle stampando nuova moneta, senza l'adeguato accumulo di riserve in oro a garantirne il valore. Ciò comportò un fortissimo aumento dell'inflazione, che sfociò nella creazione di una moneta di nuovo corso al fine di bloccare l'aumento dei prezzi.

⁵⁷ P. FERRERO, "Grexit: i governi tedeschi non hanno mai pagato i loro debiti", *Il Fatto Quotidiano*, <http://www.ilfattoquotidiano.it/2015/06/29/grexit-i-governi-teseschi-non-hanno-mai-pagato-i-loro-debiti/1824300/>, 29 giugno 2015 [ultima cons. 25-01-2016]

La ristrutturazione⁵⁸ dapprima interessò le obbligazioni emesse in ossequio ai piani di Dawes e Young, con oltre al taglio del capitale, un ulteriore allungamento del periodo di scadenza, tanto che le prime vennero liquidate nel 1969, e le seconde addirittura nel 1980, ovvero ben cinquant'anni dopo la loro emissione, e con un tasso di interesse ridotto e fissato al 5%, che unitamente al tasso di inflazione del 10% determinò un tasso di interesse reale di fatto negativo.

Per quanto riguardava la seconda parte degli oneri di ricostruzione derivanti dalla seconda guerra mondiale, il Trattato di Londra stabiliva come dovessero essere pagati “*a partire dal momento in cui sarebbe stata riunificata la Germania stessa*”.

Tale avvenimento accadde nel 1990, ma il cancelliere Kohl si oppose alla richiesta, poiché il suo adempimento avrebbe determinato un terzo *default* dello Stato; chiese allora il pagamento degli interessi maturati fino a quel momento. Le nazioni coinvolte acconsentirono a non esigere quanto ancora dovuto, visti anche gli ingenti costi che la Germania riunificata avrebbe dovuto sostenere per la riorganizzazione dello Stato nazionale. Anche la Grecia rientrava fra le nazioni approvarono la richiesta tedesca.

Nel 2010, si ebbe il termine ultimo dei pagamenti, con la liquidazione dell'ultima *tranche* dovuta ai propri creditori.

Riflessioni sul trattamento tedesco⁵⁹

La ristrutturazione del debito tedesco derivante dal trattato del 1953 per certi aspetti, nonostante sia meno recente rispetto alle situazioni trattate in precedenza, offre spunti di riflessione particolari relativamente alle condizioni imposte al debitore, così differenti rispetto a quanto avvenuto e sta tutt'ora avvenendo nella gestione della crisi greca.

Innanzitutto, si stabilì che il debito tedesco sarebbe stato rimborsato solamente in presenza di un credito commerciale, ossia in occasione di un surplus della bilancia

⁵⁸ *Nel 1953 e nel 1990 la Germania venne “graziata” con enormi cancellazioni di debiti dal resto d'Europa*, <http://scenarieconomici.it/nel-1953-e-nel-1990-la-germania-venne-graziata-con-enormi-cancellazioni-di-debiti-dal-resto-deuropa/>, 2013 [ultima cons. 24-01-2016]

⁵⁹ *Ecco come l'Europa cancellò il debito della Germania*, <http://keynesblog.com/2015/03/10/europa-cancellazione-debito-germania-grecia/>, 2015, traduz. da: JUBILEE DEBT CAMPAIGN, *How Europe cancelled Germany's debt in 1953* [ultima cons. 26-01-2016]

commerciale. In questo modo, poiché il rimborso sarebbe stato correlato ad una effettiva disponibilità di risorse, non ci sarebbe stato il bisogno di ricorrere a nuovi prestiti per saldare i debiti preesistenti, evitando in tal modo un periodo di stagnazione economica e la generazione di una spirale debitoria. Inoltre, per favorire appunto la soddisfazione del debito, la Germania era autorizzata a limitare le importazioni in caso di bilancia commerciale in passivo, al fine di riequilibrare la situazione e generare un attivo tramite le esportazioni che ne sarebbero seguite, soprattutto da parte dei paesi creditori che sulla scorta di tale clausola avrebbero aumentato la quota di importazioni. A corredo, la svalutazione del marco rispetto alle altre monete rendeva allettanti le merci tedesche sui mercati mondiali. Le nazioni creditrici, al fine di assecondare tale politica di pagamento del debito, orientarono le loro decisioni verso il consumo interno, di fatto accentuando le importazioni.

La bilancia commerciale tedesca non fu mai in deficit nel periodo interessato, ma la sola presenza delle clausole fungeva da incentivo all'implementazione delle politiche appena descritte.

Il programma di ristrutturazione, inoltre, è stato applicato nei confronti di tutti i creditori, sia privati che stati nazionali, ai quali sono stati applicati gli stessi criteri, per evitare l'apertura di contenziosi derivanti da disparità di trattamento.

Tutti i debiti contratti in Germania sono stati sottoposti a ristrutturazione, sia contratti con privati, con governi o con società estere, da privati, società e governo tedesco. Ciò significa che non solo il debito pubblico è stato interessato dal taglio, ma anche tutti i rimanenti debiti che affliggevano il popolo tedesco.

Da ultimo, il rifiuto o l'impossibilità da parte del governo tedesco di far fronte ai propri impegni avrebbe dato origine ad un tavolo di negoziazione tra creditori e debitore, con la supervisione di un soggetto internazionale terzo, piuttosto che dar origine a sanzioni in mancanza del rispetto degli accordi.

Appare evidente come le condizioni concesse ai tedeschi nel momento di necessità, per garantire la ripresa dopo la successione di guerre che ha coinvolto l'Europa, hanno avuto l'esito sperato, portando la Germania ad ottenere una posizione di rilievo tra le superpotenze mondiali in campo economico.

Ciò che lascia perplessi, tuttavia, è il diverso approccio tenuto nel caso del *default* greco, dove si è preferito garantire gli interessi dei creditori a partire dalla Germania stessa, la quale dalla Grecia venne aiutata invece nel 1990, piuttosto che risollevarne una nazione caduta in rovina.

2. GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PRIVATO

L'esigenza di prevenire l'allarme sociale generato dalle crisi d'impresa trova origini molto lontane nel tempo, risalenti addirittura al periodo del basso Medioevo, all'Italia dei Comuni.⁶⁰ L'autonomia di questa disciplina rispetto al diritto comune è infatti ben chiara: la regolazione dell'insolvenza di un'impresa tiene conto della particolare complessità di cui tale insolvenza si fa capo, in quanto colui che intraprende l'attività commerciale solitamente esercita un ampio uso del ricorso al credito, con un conseguente vasto fronte di creditori ed una molto complessa situazione obbligatoria, dovuta alla necessità di regolazione di una notevole quantità di rapporti che ne derivano. Proprio per questo motivo, dal Medioevo ai giorni nostri la disciplina fallimentare si è caratterizzata per alcuni aspetti, tra tutti la particolarità di essere una procedura unitaria tale da consentire un'attuazione collettiva e simultanea di tutti i debiti insoluti, questo per motivi di efficienza economica e di equità, in quanto operante sotto l'egida di autorità competenti e nel favore di tutti i soggetti coinvolti.

La legge fallimentare oggi intesa, introdotta per mezzo del Regio Decreto 267 del 1942 e naturale evoluzione di quanto tramandato nei secoli tramite le corporazioni e quindi codificato nel XIX secolo, nel corso degli anni ha subito modifiche ed aggiornamenti, necessari per adeguarsi ai nuovi profili d'impresa che si sono evoluti nel corso dei decenni, ma trova base ancora oggi in alcuni "pilastri" fondamentali sui quali posa la disciplina del fallimento.

Il patrimonio del fallito, in un'ottica di collettività ed universalità, viene sottoposto a procedura esecutiva concorsuale alla quale hanno diritto a prendere parte tutti i creditori del debitore fallito, godendo della possibilità di essere soddisfatti di quanto loro spettante in proporzione rispetto a ciò che viene ottenuto dall'esecuzione della procedura, in ossequio alla *par condicio creditorum*, poiché è fenomeno comune che il ricavato dall'esecuzione della procedura di fallimento non sia sufficiente a coprire i crediti totali accumulati.

L'insolvenza che oltretutto si viene a generare, non determina solo risvolti strettamente economici in capo ai soggetti coinvolti ma può determinare altresì

⁶⁰ M. SCIUTO, *La crisi dell'impresa*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto Commerciale. Vol. I*, Torino, Giappichelli Editore, 2013, p. 340

scenari di destabilizzazione sociale, dovuti al possibile instaurarsi di una reazione a catena di dissesti imprenditoriali, poiché il credito non recuperato da un imprenditore coinvolto in un fallimento può ben presto trasformarsi in uno stato di crisi e di insolvenza in capo all'imprenditore stesso.

Nel corso degli anni però, a partire dalla sua introduzione, ci si è ben presto resi conto che il fallimento in senso lato non sempre è la situazione preferibile per le imprese creditrici, in quanto si può pervenire alla perdita quasi totale del credito detenuto presso l'impresa in difficoltà.⁶¹ Per tale motivo, i vari Legislatori che si sono susseguiti nel corso dei decenni, hanno trovato necessario intervenire nella direzione di disporre alcuni strumenti, di bontà più o meno certa, miranti alla ricomposizione delle crisi al fine di evitare la dichiarazione di fallimento, con l'auspicato intento di raggiungere un accordo tra debitore e creditori, per rettificare la situazione in essere.

Nella definizione di questi strumenti di ricomposizione della crisi, ciò di cui si preoccupa in maggior misura il Legislatore riguarda la presenza della figura del giudice, in modo da dosarne l'intervento al fine di garantirsi come parte pubblica esposta al controllo per gli interessi esterni.

Al giorno d'oggi, sono presenti un gran numero di strumenti alternativi alla disciplina fallimentare, tutti miranti ad una situazione alternativa rispetto alla liquidazione forzata del patrimonio aziendale al fine di soddisfare le pretese dei creditori.

Il piano di risanamento attestato, in primis, contenuto nella legge fallimentare all'art. 67 lett. d), prevede un accordo tra debitore e creditori, escludendo qualsiasi forma di controllo giudiziale, se non nel caso di successivo fallimento e di un'azione revocatoria richiesta dal curatore agli organi giudiziari. Segue poi la disciplina del concordato preventivo, procedura concorsuale che ha subito una notevole rivisitazione nel biennio 2005-2007, dando maggior risalto all'autonomia negoziale a discapito del controllo giudiziario. Ancora, per i soggetti non ricadenti nell'ambito di applicazione della disciplina fallimentare è previsto l'utilizzo dei procedimenti di

⁶¹ Solitamente le procedure fallimentari durano in media cinque anni, con un grande costo sia per i creditori che per il debitore, e si riceve mediamente meno del 20% del credito totale.

A riguardo, cfr: M. SCIUTO, *La crisi dell'impresa*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto Commerciale. Vol. 1*, Torino, Giappichelli Editore, 2013, p. 341

ricomposizione della crisi da sovra indebitamento, portando in questo caso invece ad una estensione del potere giudiziario al fine di comprendere anche il debitore civile e l'imprenditore al di sotto delle soglie dimensionali, in una specie di liquidazione semplificata del patrimonio.

Da ultimo, il Legislatore ha introdotto, con modifiche nel corso del tempo, gli accordi di ristrutturazione dei debiti, consistenti in un insieme di contratti conclusi tra debitore e creditori al fine di modificare la composizione del debito e le prospettive aziendali di ricomposizione della crisi, i quali mirano in ultima analisi alla omologazione da parte del giudice, con effetti simili pertanto alle procedure concorsuali tradizionali anche se in maniera attenuata.

L'intento della disciplina, volto alla soddisfazione dei creditori di un imprenditore in crisi, può ben essere condiviso per quanto riguarda i creditori di una nazione, i quali detengono titoli di stato che con fatica trovano esecuzione a causa della difficoltà perseguita dal soggetto debitore nel pagamento degli stessi. Appare pertanto verosimile il poter applicare nel caso specifico di uno Stato debitore in crisi la disciplina del concordato preventivo con l'intento di pervenire ad una ripresa della normale gestione, se non per il fatto che tale disciplina per l'appunto trova applicazione solamente nei confronti di soggetti privati, escludendo dunque settore pubblico.

Nel modello che verrà presentato dopo l'illustrazione della normativa e della prassi del concordato preventivo, si cercherà pertanto, in contrasto con quanto previsto dalla legislazione vigente ma tuttavia con aspettative alquanto elevate, di applicare tale disciplina allo Stato Italiano, sovrastato da un debito di notevoli proporzioni.

2.1. NORMATIVA

2.1.1. Concordato Preventivo

Il concordato preventivo, al pari del fallimento, costituisce una procedura concorsuale giudiziale. La differenza rispetto al fallimento propriamente detto consiste nel fatto che l'imprenditore gode della possibilità di formulare ai creditori una proposta consona al soddisfacimento dei loro diritti, seppur in modo parziale o differito, il tutto senza perdere il potere di gestione in capo alla propria impresa, con il godimento inoltre di una moratoria sui debiti esistenti. Ciò è possibile in quanto, in seguito al deposito di un piano di concordato corredato dalla documentazione necessaria, ed all'omologazione dello stesso da parte del Tribunale una volta approvato dalla maggioranza dei creditori, al debitore sarà concessa la liberazione dai debiti esistenti tramite il pagamento di quanto promesso nel piano depositato.

La disciplina del concordato preventivo trova spazio a partire dal primo comma dell'art. 160 L.Fall., il quale elenca i presupposti necessari: *“L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo [...]”*. Innanzitutto è possibile osservare come presupposti fondamentali per accedere alla procedura di omologazione dell'accordo, come previsto dal comma 1 dell'articolo in questione, si possano individuare nella qualifica di imprenditore e nel contesto oggettivo di uno stato di crisi.

Per quanto riguarda il requisito soggettivo dello status di imprenditore, la norma non specifica alcunché a riguardo. Viene così, dalla giurisprudenza, identificato con l'imprenditore descritto nell'art. 1 della legge fallimentare come il soggetto in capo al quale può essere emessa sentenza di fallimento. Ciò comporta una distinzione rispetto alla figura di imprenditore contenuta nell'art. 2082 del Codice Civile, poiché la figura dell'art.1 L.Fall. presenta determinati limiti tali per cui può configurarsi un fallimento in capo ad esso.

Secondo la legge fallimentare, soggetto al fallimento risulta essere l'imprenditore esercente attività commerciale, le cui dimensioni consentano di identificarlo come “non piccolo”, ovvero come prevede il comma 2 dell'art. 1 L.Fall. devono dimostrare il possesso congiunto dei seguenti requisiti: nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento, aver avuto un attivo patrimoniale inferiore ad euro trecentomila, aver realizzato ricavi complessivi annuali inferiori ad euro duecentomila, aver un ammontare di debiti scaduti non superiore ad euro

cinquecentomila. Oltre a ciò, per essere ammissibile alle procedure fallimentari deve godere della qualifica di soggetto “privato”, con l’esclusione cioè degli enti pubblici, ma con esplicita deroga per il concordato preventivo esso può essere applicato anche ad imprese soggette al regime di liquidazione coatta amministrativa, come ammette l’art. 3 L.Fall., e per analogia in questo contesto altresì alle imprese soggette ad amministrazione straordinaria. Un discorso analogo può avvenire per i soggetti come l’imprenditore individuale cessato *ex art. 10* o defunto *ex art. 11*, i quali sono tendenzialmente ammissibili al concordato preventivo, anche se la giurisprudenza trova materia di scontro nel primo caso.⁶² E’ importante segnalare poi come il concordato preventivo possa essere richiesto solo dal debitore, escludendo così la possibilità che venga richiesto dai creditori o dal pubblico ministero come avviene per il fallimento, mettendo in evidenza per l’appunto la “proposta” di accordo che in seguito ad omologazione vedrà il soggetto obbligato all’esecuzione nei confronti dei creditori.

Il presupposto oggettivo, definito come “stato di crisi”, richiede una più approfondita analisi. Innanzitutto, risulta chiaro come il soggetto che voglia usufruire della disciplina del concordato preventivo non può farne un utilizzo come mero strumento di politica aziendale al fine di ottenere una rinegoziazione del proprio debito, ma deve dimostrare la sussistenza di uno stato di crisi tale da giustificare il ricorso al mezzo concorsuale al fine di non rischiare di incorrere in una più grave situazione di insolvenza. Altresì, risulta chiaro come la procedura di esdebitazione non assolva la funzione di salvataggio dell’imprenditore, ma invero dell’azienda in sé, in quanto fonte di ricchezza meritevole di pubblica salvaguardia al fine di evitare un dirompente effetto domino in un mercato sempre più caratterizzato da relazioni tra imprese.

Il concetto di stato di crisi espresso nell’art. 160 L.Fall. si affianca allo stato di insolvenza, descritto come il presupposto oggettivo per accedere alle procedure fallimentari nell’art. 5 L.Fall., ma non possono essere considerati sovrapponibili. Innanzitutto, bisogna specificare come lo stato di insolvenza sia descritto nel testo

⁶² A. NIGRO, M. SANDULLI, V. SANTORO, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Torino, Giappichelli Editore, 2014, p. 7

L’Autore afferma che in caso di cessazione non vi è più il titolo di imprenditore, e la legge fallimentare non riporta nell’art. 10 il concordato, che è norma eccezionale, stante per cui non vi dovrebbe essere applicazione in tal caso.

normativo dell'art. 5 comma 2 L.Fall., il quale riporta come “[...]Lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.”, mentre per lo stato di crisi non viene in alcun modo identificata la situazione in essere, fatta salva la presenza all'ultimo comma dell'art. 160 L.Fall. di una disposizione la quale dice che “[...] per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza”. In questo modo, la giurisprudenza ha potuto farne una ricostruzione per via interpretativa.

Con stato di crisi si intende,⁶³ nel contesto di un rapporto di causa ed effetto, la causa scatenante eventi quali per l'appunto lo stato di insolvenza ma anche situazioni di minore gravità, originate da fenomeni quali possono essere una situazione di stallo dell'economia, fattori di breve periodo o cause contingenti con riguardo a fattispecie economiche o finanziarie, che possono nascere da perdite strutturali a livello di margini operativi trovando causa in uno scarso sviluppo tecnologico, nella troppa burocrazia o nell'impiego di personale non adeguato alle esigenze aziendali, oppure ancora uno standard qualitativo inadeguato per raggiungere prezzi concorrenziali, il tutto generante uno squilibrio tra fabbisogno finanziario e fonti di copertura.

In questa prospettiva è evidente come lo stato di crisi possa prevedere come effetto lo stato di insolvenza in un rapporto di causa ed effetto, ma non possono essere utilizzati come concetti paritetici in quanto lo stato di crisi può ben essere in corso, pur non sussistendo insolvenza a livello aziendale, ovvero in quanto stato di crisi l'insolvenza può essere altresì già in atto, ed avere i connotati tanto di reversibilità quanto di irreversibilità: la presenza di un accordo di risanamento ha pertanto la funzione di evitare l'originarsi di uno stato di insolvenza, o la sua rimozione in prospettiva, nel caso sia già sussistente.

L'art. 160, per quanto riguarda la configurazione del concordato preventivo, dispone come la proposta di concordato sia basata su di “[...] un piano che può prevedere: a) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito; b) l'attribuzione delle attività delle imprese interessate

⁶³ C. TRENTINI, *I concordati preventivi*, Milano, Giuffrè Editore, 2014, pp. 62 ss.

dalla proposta di concordato ad un assuntore; possono costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate o da costituire nel corso della procedura, le azioni delle quali siano destinate ad essere attribuite ai creditori per effetto del concordato; c) la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei; d) trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse.”.

Il Legislatore, nel testo, omette in maniera volontaria i caratteri dell’istituto, ispirato in questo dal principio della libera disponibilità del credito da parte della massa dei creditori a cui fa da contraltare l’autonomia in capo al debitore,⁶⁴ creando in questo modo una situazione la quale non pone alcun vincolo al contenuto od alle modalità della proposta. La flessibilità di cui gode la proposta però trova un contrappeso nell’obbligo legale di disporre un piano il quale deve essere depositato presso il Tribunale e sottoposto all’approvazione dei creditori, elencante non solo i mezzi disponibili e gli strumenti in mano al debitore, ma anche quale utilizzo si intende farne al fine di pervenire alla soddisfazione dei creditori medesimi. Proprio per permettere ai creditori di valutare la situazione aziendale in termini di coerenza del piano con la situazione aziendale e le proposte in esso contenute, è essenziale l’accertamento del patrimonio tramite disposizione dello stato patrimoniale, il quale consente di esprimere un giudizio in merito alla proposta stessa e la possibilità di dover ricorrere ad altre forme di soluzione della crisi.

Nonostante l’assenza di vincoli, il Legislatore ha deciso tuttavia di prevedere alcuni meccanismi di ricomposizione della crisi che possono essere contenuti nel piano di concordato come elencato nel comma 1 dell’art. 160 L.Fall., non esauendo di fatto però l’ambito e le modalità della proposta, che può trovare altresì un contenuto “atipico” al suo interno, affiancando il contenuto tipico ma senza influire sulla validità della proposta, dopo aver superato uno scrutinio preventivo di ammissibilità *ex art. 1322 comma 2 Cod. Civ.*, ossia la configurazione della proposta come concordato preventivo e la realizzazione di interessi meritevoli di tutela, in maniera non solo astratta ma anche concreta, una volta concluso il contratto.

La lett. a) del comma 1, art. 160 L.Fall., parla di ristrutturazione dei debiti e di soddisfazione dei crediti. Con ristrutturazione dei debiti, si intende la ridefinizione

⁶⁴ A. NIGRO, M. SANDULLI, V. SANTORO, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Torino, Giappichelli Editore, 2014, p. 10

del rapporto obbligatorio esistente, ottenibile in diversi modi a partire dalla dilazione del termine di adempimento, per giungere ad una rateizzazione senza interessi o con un aggravio o meno degli stessi, ovvero con falcidia della somma dovuta sia a livello di capitale che di interessi.

Per quanto riguarda la soddisfazione dei crediti, la recentissima modifica introdotta dal D.L. 83/2015 con l'introduzione del comma 4 dell'art.160 L.Fall., il quale dice che “[...] in ogni caso la proposta di concordato deve assicurare il pagamento di almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari. La disposizione di cui al presente comma non si applica al concordato con continuità aziendale di cui all'articolo 186bis”, prevede come la proposta ai creditori, tranne che nel caso di concordato con continuità aziendale *ex art. 186bis*, debba soddisfare almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari: questo però non stabilisce una percentuale minima del venti per cento per ognuno dei creditori, in quanto l'autonomia negoziale di cui gode il debitore nella redazione del piano potrebbe far pervenire ad altra soluzione; ciò nonostante, il requisito di soddisfazione dei crediti permette di stabilire come il piano debba contenere una previsione per ogni creditore della percentuale spettante, in ottica di determinatezza dell'oggetto della proposta e di adeguata valutazione. La lett. b) ricorda come la proposta del debitore non debba per forza tendere al pagamento di una somma di denaro, ma al più generale soddisfacimento, il quale può essere ottenuto con mezzi alternativi rispetto al pagamento: senza pretesa di completezza, la norma elenca una serie di strumenti i quali possono essere utilizzati, come ad esempio la cessione di beni ai creditori,⁶⁵ la possibilità che un terzo si accoli parte del debito, restando tuttavia i creditori vincolati alla proposta omologata, il quale accollo nei confronti del debitore può essere sia liberatorio, cioè con effetto immediato, ovvero cumulativo nel caso in cui il debitore sia liberato al termine dell'adempimento obbligatorio del terzo. E' importante però sottolineare come la figura dell'assuntore abbia caratteri differenti rispetto al garante del debitore, da individuarsi nel tipo di rapporto che si viene ad instaurare⁶⁶. La figura dell'assuntore

⁶⁵ La giurisprudenza discute se sia possibile ritenere corretta una cessione parziale dei beni, o sia necessaria la cessione totale come riportava la legge prima della modifica.

⁶⁶ L'assuntore non ha una causa di garanzia nell'interesse del debitore, ma invero ha un interesse proprio ed autonomo, ovvero l'acquisizione dell'attivo patrimoniale del debitore a fronte dell'adempimento delle obbligazioni concordatarie. Cfr.: A. NIGRO, M. SANDULLI, V. SANTORO,

può essere ricoperta, con auspicio del Legislatore, anche da un creditore, così come prevede sempre la lett. a) nel momento in cui menziona la possibilità per i creditori di partecipare ad una società già costituita o da costituirsi, al fine di acquisire l'attivo patrimoniale da destinare in parte agli altri creditori.

Di stampo chiaramente derivante dalla disciplina fallimentare, è la possibilità che i creditori, nel piano loro proposto, si ritrovino suddivisi in classi, da definirsi eventualmente in relazione alle aspettative del debitore riguardanti aspetti economici, comportamentali ed imprenditoriali. Tale suddivisione comporta in prima analisi un venir meno della *par condicio creditorum*,⁶⁷ consentito dalla legge per soddisfare per l'appunto interessi di differente portata collegati all'autonomia privata di cui gode la fattispecie, che si traduce essenzialmente nella possibilità di prevedere una disparità di trattamento per quanto riguarda il riparto dei crediti, con il limite del venti per cento di ripartizione minima per quanto riguarda i creditori chirografari. La formazione di classi rimane tuttavia una possibilità consegnata all'autonomia negoziale, ben potendo configurarsi una situazione in cui il concordatario decida di costituire un'unica classe di creditori, al cui interno siano presenti altresì soggetti con privilegi:⁶⁸ la possibilità concessa dal Legislatore cerca di venire incontro agli interessi del debitore nel cercare l'accordo con i creditori, il quale per l'appunto trova in alcuni casi migliori condizioni per presentarsi nel caso di una suddivisione per classi, e nel voto conseguente alla proposta. Non può trovare spazio però un'alterazione dell'ordine delle cause di prelazione, infatti “[...] *La proposta può prevedere che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella relazione giurata di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d). Il trattamento stabilito per ciascuna classe non può avere l'effetto di alterare*

Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, Torino, Giappichelli Editore, 2014, p. 16

⁶⁷ Cfr.: A. NIGRO, M. SANDULLI, V. SANTORO, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Torino, Giappichelli Editore, 2014, p. 18

⁶⁸ Una parte della dottrina ritiene però che i creditori debbano essere suddivisi nel caso siano portatori di interessi economici differenti.

l'ordine delle cause legittime di prelazione". Nel caso trovino completa soddisfazione al loro credito non sarà loro consentito votare la proposta di concordato in quanto nemmeno saranno inseriti in una classe di creditori, ma in un totale capienza garantita dal privilegio, essi dovranno trovare soddisfazione con precedenza rispetto ai creditori chirografari, in ossequio alla c.d. *absolute priority rule*.⁶⁹

Il seguente articolo di legge, l'art. 161 L.Fall., definisce quali adempimenti spettano al debitore affinché possa trovare accesso alla disciplina del concordato preventivo. In sostanza, tale soggetto "[...] deve presentare con il ricorso: a) una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa; b) uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione; c) l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore; d) il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili; e) un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta."

Come si può intuire dalla norma, al debitore od al soggetto legale rappresentante del debitore⁷⁰ spetta l'onere di consegnare presso il Tribunale designato, tramite ricorso, tutta la documentazione riguardante la situazione aziendale. Il Tribunale designato coincide sempre con il Tribunale ove l'impresa detiene la propria sede principale, senza che la competenza territoriale sia influenzata nel caso di un trasferimento di sede avvenuto nell'anno antecedente al deposito. Inoltre la domanda di concordato troverà pubblicazione altresì nel registro delle imprese, per un discorso di pubblicità legale e per avviare gli effetti protettivi previsti dalla legge. La documentazione di cui il Legislatore richiede il deposito contestuale alla presentazione del ricorso consiste in stato patrimoniale e conto economico debitamente aggiornati, unitamente alla composizione analitica dell'insieme dei creditori, specificando per ognuno quale

⁶⁹ La parte coperta da privilegio trova soddisfazione integrale, mentre per la restante parte di credito sono considerati creditori chirografari, e pertanto partecipano alla procedura per tale importo residuo.

⁷⁰ Nel caso di una società di capitali, tale soggetto tenuto a presentare il ricorso coincide con la figura degli amministratori, ovvero previa approvazione a maggioranza assoluta dei soci nel caso di una società di persone.

sia il valore del credito ed eventuali cause di prelazione e diritti reali in essere.⁷¹ Ciò che fino al 2012 non era previsto ma che è stato in seguito aggiunto con le modifiche apportate dal c.d. “Decreto Sviluppo” (D.L. 83/2012), riguarda la lett. e) dell’articolo 161 comma 2, ovvero la norma riguardante il deposito di un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta, come facilmente intuibile lo stesso piano a suo tempo nominato nel testo dell’art. 160.

La figura del professionista attentatore ha un impatto notevole sulla procedura in essere, in quanto si fa autore della relazione la quale attesta in sostanza la veridicità dei dati aziendali presentati dall’imprenditore e la fattibilità dell’accordo stesso. Innanzitutto, occorre precisare come il professionista, designato dall’imprenditore, ha canoni di indipendenza tanto dal debitore stesso quanto dai creditori e dal soggetto, sia tale consulente del debitore o chi per esso, il quale ha contribuito o provveduto alla realizzazione del piano di risanamento. I requisiti i quali deve rispettare il professionista attestatore, sono definiti nell’art. 67, comma 3, lett d), il quale rimanda all’art. 28 L.Fall., alle lett. a) e b) le quali si riferiscono ai requisiti per la nomina del curatore, e coincidono in sostanza con l’iscrizione nell’albo dei revisori contabili, accompagnata dalla qualifica di avvocato, commercialista, ragioniere, e la condizione di indipendenza, la quale viene ricavata dalla legge in negativo qualificando come indipendenti coloro i quali non sono coniuge, parenti o affini del debitore, creditori di esso o soggetti i quali abbiano contribuito alla situazione di dissesto aziendale, ovvero chiunque si trovi in conflitto di interessi con il debitore o con l’operazione di risanamento in maniera tale da comprometterne l’indipendenza di giudizio. Inoltre, devono essere rispettati in egual maniera i requisiti dell’art. 2399 Cod. Civ., cioè le cause di ineleggibilità di un sindaco nella società per azioni, coincidenti in massima parte con i requisiti per la nomina del curatore già evidenziati. Inoltre, il soggetto attestatore o chi per esso tramite associazione professionale non deve avere, negli ultimi cinque anni, prestato attività di lavoro subordinato o autonomo a favore del debitore o partecipato agli organi di amministrazione e controllo in caso di società.

⁷¹ Cfr.: M. LECCESE, *Il concordato preventivo con riserva ed in continuità*, Tesi di laurea in Economia Aziendale, Scuola di Economia e Studi Aziendali, Università di Roma Tre, A.A. 2012/2013, p. 49

Tipologie di concordato preventivo

All'origine la legge fallimentare, introdotta nel 1942, presentava per il concordato preventivo due diverse tipologie, quello "per garanzia" e quello "per cessione di beni", unitamente al tipo "misto" il quale raccoglieva parte delle caratteristiche di entrambi.⁷² La distinzione si attuava tramite la struttura della proposta ai creditori, in quanto mentre nel primo caso la conservazione dei beni in capo all'imprenditore era fatta salva prevedendo la soddisfazione attraverso le garanzie promesse, nel secondo caso l'imprenditore in crisi concedeva ai creditori il proprio patrimonio, per intero, affinché trovassero soddisfazione per i crediti vantati, con la sola limitazione di garantire il pagamento per almeno il quaranta per cento ai creditori chirografari, unitamente all'integrale pagamento sia delle spese della procedura, sia dei crediti privilegiati.

La riforma della legge fallimentare avvenuta negli anni 2005 e 2006, e le ulteriori modifiche apportate dai decreti del 2012, hanno comportato una sostanziale variazione della disciplina del concordato, andando ad affiancare al concordato liquidatorio, il quale si assimila in maniera paritetica al concordato per cessione di beni presente fin dal 1942, il concordato con continuità aziendale.⁷³

Tale fattispecie trovava ambito di applicazione ben prima dell'anno 2012, in quanto la forma libera della proposta di concordato ed il piano per la sua realizzazione ben rendevano possibile la scelta di continuare l'attività se era dimostrato come fosse la miglior scelta per la soddisfazione dei creditori, ma è proprio grazie alla L. 134/2012 che in quanto tipizzato dalla legge assume dei caratteri fissi di applicazione, unitamente ad alcune caratteristiche delle quali necessita, come definite nell'art. 186bis della legge fallimentare.

Non sempre si può ravvisare nell'interruzione dell'attività di impresa un danno tale da aggravare la situazione dell'imprenditore in crisi e dei creditori stessi, in quanto è ben possibile che la continuazione stessa dell'attività possa essere causa di ulteriori nuove perdite, ma risulta altresì vero come la situazione di continuità aziendale ha il privilegio di favorire in alcuni aspetti la proposta del debitore in crisi, evitando la dissoluzione delle capacità produttive dei complessi industriali, contrastando

⁷² Cfr: C. TRENTINI, *I concordati preventivi*, Milano, Giuffrè Editore, 2014, pp. 391 ss.

⁷³ Cfr.: M. LECCESE, *Il concordato preventivo con riserva ed in continuità*, Tesi di laurea in Economia Aziendale, Scuola di Economia e Studi Aziendali, Università di Roma Tre, A.A. 2012/2013, pp.181 ss.

l'insorgere di perdite generate dal non adempimento di contratti già instaurati o ritardo sulle produzioni, con conseguente perdita di rapporti commerciali e affievolimento delle capacità di riscossione dei crediti vantati e di ottenimento di nuove garanzie e coperture finanziarie. Nonostante questo, è opportuno ricordare come il concordato con continuità aziendale altro non è se non una tra le ipotesi delle soluzioni concordatarie,⁷⁴ data *in primis* la clausola generale di migliore soddisfazione dei creditori, e quindi mirante non alla conservazione dei complessi produttivi fine a se stessa, ma ad una soluzione negoziale della crisi che miri a soddisfare per l'appunto l'interesse dei creditori, nel migliore dei modi.

Il Legislatore ha inteso riconoscere una serie di vantaggi in merito all'utilizzo del concordato con continuità aziendale, tramite quattro principali meccanismi.⁷⁵ Innanzitutto, il pagamento dei creditori privilegiati può essere soggetto ad una moratoria fino ad un anno, eccetto che nel caso vi sia previsione di liquidazione nei confronti dei beni soggetti a prelazione. Tale previsione non tiene conto delle prospettive dei creditori, non venendo loro concesso diritto di voto in merito e neppure la possibilità di costituire apposita classe. Il concordato preventivo, nella sua regolazione generale, prevede come il credito privilegiato detenuto debba essere soddisfatto per intero ed immediatamente, ovvero subito dopo la liquidazione del bene relativo soggetto a diritto di prelazione: la formulazione prevista nel caso di continuità, tramite la moratoria di un anno, vuole essere incentivo nella scelta di questa tipologia concordataria. Allo stesso modo può essere vista la negazione del diritto di voto a tali soggetti in quanto sarebbero contrari per definizione, data la soddisfazione immediata della quale godrebbero nel caso di concordato soggetto a regolare svolgimento. La corresponsione degli interessi relativi alla dilazione del pagamento non è prevista da legge ma appare di difficile attuazione una deroga rispetto alla previsione dell'art. 55 L.Fall., il quale prevede come i crediti assistiti da prelazione continuino a produrre interessi, riflettendo tale aspetto altresì sul concordato preventivo.

In secondo luogo, per il concordato con continuità aziendale la prosecuzione dei rapporti pendenti è prevista, unitamente a quanto disposto dall'art. 169bis della legge

⁷⁴ Cfr.: A. COSTA, *La crisi d'impresa: la procedura di concordato preventivo*, Bari, Cacucci Editore, 2013, pp. 16 ss.

⁷⁵ Cfr.: C. TRENTINI, *I concordati preventivi*, Milano, Giuffrè Editore, 2014, p. 402

fallimentare in materia, comportando così l'inefficacia delle clausole le quali configurano una risoluzione dei rapporti a seguito dell'apertura della procedura: con certezza, la condizione necessaria affinché ciò sia possibile è la conformità di tale continuazione del rapporto pendente a quanto prevede il piano, nell'ottica del miglior soddisfacimento dei creditori.

Inoltre, i debiti anteriori originatisi nell'attività precedente all'apertura della procedura, previa attestazione, beneficiano della possibilità di pagamento, presupponendone l'essenzialità del bene o della prestazione nella prosecuzione dell'attività d'impresa. In questo caso, deve presentarsi un duplice requisito al fine di poter derogare al regime tradizionale, identificato nella essenzialità del pagamento rispetto alla continuazione dell'impresa e nella relativa funzionalità alla miglior soddisfazione dei creditori.

Da ultimo, al debitore che presenta un concordato con continuità aziendale, è data la facoltà di poter partecipare a procedure di assegnazione di contratti pubblici, presentando le opportune garanzie circa la conformità dell'operazione a ciò che prevede il piano presentato ed alla capacità di adempiere all'obbligazione.

Il concordato con continuità affinché possa definirsi come tale deve prevedere due presupposti,⁷⁶ come previsto dall'art. 186*bis*, secondo comma, lett. a) e b), i quali sono identificabili in: la presenza di un piano nel quale vi sia esplicita previsione riguardo alla continuità dell'impresa in esercizio, comprensiva di una analisi particolareggiata dei costi e ricavi nonché delle risorse necessarie ad affrontare il percorso di risanamento; l'attestazione del professionista nella quale deve essere contenuta la specifica prospettiva di continuazione dell'attività di impresa quale presupposto funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori. Appare evidente poi come, oltre a presentare un piano nel quale vi sia specifica previsione di continuità aziendale, tale previsione deve essere contenuta altresì nella domanda di concordato che il debitore deposita: in mancanza di una chiara esplicitazione di continuità riguardo la natura del piano concorsuale, la proposta viene per l'appunto considerata inammissibile, in quanto i creditori non hanno la possibilità di dare un giudizio corretto in merito a ciò che viene loro proposto ed alla successiva attuazione di quanto previsto. L'analisi dei costi e dei ricavi i quali si manifesteranno nel corso di svolgimento del piano hanno ulteriore importanza, in quanto permettono di

⁷⁶ Cfr.: C. TRENTINI, *I concordati preventivi*, Milano, Giuffrè Editore, 2014, p. 394

comprendere la reale sostenibilità della proposta in ottica economico-finanziaria: appare di rigor logico il fatto che una situazione non sostenibile dal punto di vista finanziario non permette la realizzazione né tantomeno l'ammissione di un concordato con continuità aziendale, andando ad influire direttamente sulle prospettive di soddisfacimento dei creditori.

La continuità di impresa si ha solo in presenza di determinate condizioni. Per prima cosa, la prosecuzione può essere portata a termine sia dal debitore che da un soggetto terzo, il quale acquista titolarità dell'impresa mediante qualsiasi forma tecnico-giuridica, anche tramite trasferimento nella forma del "conferimento d'azienda in esercizio in una società, anche di nuova costituzione": il Legislatore espone nel testo normativo tre distinte ipotesi, ovvero prosecuzione da parte del debitore, cessione o conferimento, ma non esplicita tuttavia quali forme tecniche sono da utilizzarsi, ben potendosi configurare quindi un trasferimento mediante scissione.

Ci può essere concordato con continuità anche nel caso ipotetico in cui già l'impresa si trovi in stato di liquidazione, posto che il piano per l'appunto preveda una immediata ripresa dell'attività produttiva, la quale non deve essere provvisoria e temporanea, ma con canoni di stabilità in quanto una seguente cessazione costituirebbe di fatto ipotesi di revoca dell'ammissione al concordato, *ex art. 186bis*, ultimo comma. La prospettiva di una cessione dell'azienda in affitto, merita un ulteriore approfondimento. Sicuramente una cessione temporanea dell'azienda mediante contratto di affitto è possibile, ma serve un'analisi orientata al momento successivo all'affitto: infatti ciò non sarebbe ammissibile nel caso l'azienda rimanga in via definitiva di proprietà del debitore, configurando pertanto una situazione non chiara dal punto di vista della continuità, la quale ben potrebbe avere un termine di fatto coincidente con la scadenza del contratto di affitto. La soluzione di affitto dell'impresa acquista invero carattere compatibile con la disciplina del concordato preventivo con continuità aziendale nel caso in cui l'accordo con l'affittuario sia propedeutico ad una successiva cessione definitiva dell'impresa, ben potendo essere il cessionario colui il quale ne ha rilevato l'affitto dal debitore, ovvero un soggetto terzo.

La liquidazione di cespiti in corso di continuità è possibile e tale da non configurare la tipologia del concordato in liquidazione, nel caso tale cessione sia effettuata nei confronti di beni non strategici per la continuazione dell'impresa, anche se di valore rilevante, individuando la giurisprudenza il *discrimen* tra continuità e liquidazione

nella prevalenza del valore dell'azienda rispetto ai beni liquidati, in termini quantitativi e qualitativi; nel caso la dismissione di beni fosse superiore al valore residuo dell'azienda è necessario comunque ricordare come la continuazione dell'impresa prevista dall'art. 186*bis* abbia l'obiettivo di evitare la dismissione di complessi aziendali in grado di produrre ricchezza ed assicurare occupazione.

La relazione del professionista, come visto in precedenza, deve presentare esplicita attestazione del fatto che la prosecuzione dell'attività aziendale è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori, dandone valutazione in merito non solo relativamente alla liquidazione fallimentare, ma anche rispetto ad altre soluzioni concordatarie, in quanto nel caso un accordo liquidatorio presentasse caratteristiche più adatte ad una miglior soddisfazione dei creditori tale prospettiva sarebbe preferibile, divenendo così assenti i presupposti di accettazione del concordato con continuità. Da ciò si comprende come per il professionista sia importante ai fini della relazione revisionare i dati relativi a costi e ricavi derivanti dalla prosecuzione dell'impresa unitamente alle risorse finanziarie necessarie e le modalità di recupero di tali disponibilità economiche, per ottemperare al proprio compito di valutazione della prospettiva dell'accordo nell'ottica dei creditori, circa la migliore soddisfazione delle loro pretese.

L'apertura della procedura concorsuale⁷⁷

La procedura concorsuale che si svolge di fronte al Tribunale, presenta similitudini molto forti con la pratica fallimentare. Dopo aver analizzato i requisiti necessari per poter trovare accesso alla disciplina, appare opportuno definirne lo svolgimento.

Innanzitutto, spetta al Tribunale pronunciarsi sulla ammissibilità del ricorso presentato dal debitore al fine di richiedere l'ammissione ad una procedura di concordato preventivo, verificando in primo luogo la sussistenza dei presupposti sia oggettivi che soggettivi, e la correttezza della documentazione consegnata. Segnatamente, il Legislatore ha inteso favorire il debitore nel momento in cui abbia oggettivi problemi nella realizzazione del piano individuabili nella difficoltà di trovare un accordo con i creditori, in quanto necessita di tempo necessario per esplorare le condizioni che potrebbero essere accettate. Questa situazione si presta

⁷⁷ Cfr.: M. SCIUTO, *La crisi dell'impresa*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto Commerciale. Vol. 1*, Torino, Giappichelli Editore, 2013, pp. 450 ss.

verosimilmente a causare allarme nei creditori, rischiando più di allargare la preoccupazione e sfociare in una richiesta di fallimento, piuttosto che favorire la ricomposizione della crisi come auspicato. Proprio per evitare il presentarsi di simili fattispecie, il “Decreto Sviluppo” nel 2012 ha introdotto una nuova norma identificabile come “concordato con riserva”, disciplinata dal comma 6 dell’art. 161. In sostanza, l’effetto protettivo di cui gode il debitore, definito dall’art. 168 L.Fall., lo pone al riparo dalle azioni esecutive e cautelari che possono essere messe in atto normalmente nell’esercizio dell’impresa, ma sottoposte a sospensione ed a pena di nullità una volta iscritto il ricorso di concordato nel registro delle imprese. Al debitore viene così data la possibilità di depositare domanda di concordato, unitamente ai bilanci degli ultimi tre esercizi ed all’elenco completo dei creditori, ma riservandosi di presentare la restante documentazione, individuata nel piano di risanamento contenente le varie proposte da farsi ai creditori, in un secondo momento, godendo così dell’effetto protettivo. Tale prospettiva si appresta a rischi di possibile abuso da parte dei debitori, a fini meramente dilatori, ma concede così al soggetto un periodo alquanto ampio, compreso tra i sessanta ed i centoventi giorni ed ulteriormente prorogabili, al fine di depositare la restante documentazione necessaria per accedere alle procedure concordatarie. Entro il termine stabilito, al soggetto viene consentito di depositare ricorso per un alternativo accesso ad altre procedure di ricomposizione della crisi, come ad esempio un accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182bis* L.Fall., godendo comunque degli effetti protettivi previsti e già attivi. Nel caso in cui invece non venisse depositata la documentazione necessaria, ciò si traduce nella non ammissibilità alla procedura di concordato, conducendo ad un eventuale successivo fallimento, ma i crediti eventualmente sorti durante questo periodo godranno lo stesso del beneficio della prededucibilità secondo quanto prevede l’art. 111 L.Fall.

La pronuncia riguardante l’ammissibilità del ricorso spetta al Tribunale, il quale è dotato oltretutto del potere di concedere altri quindici giorni al debitore al fine di produrre ulteriore documentazione nel caso fosse necessaria ad integrare il piano già consegnato.

E’ importante soffermarsi sul fatto che l’operato del Tribunale a riguardo si limita ad un controllo di legalità e correttezza della documentazione consegnata e della sussistenza dei presupposti richiesti. Una valutazione riguardante la fattibilità non spetta al Tribunale, in quanto già portata a compimento dal professionista

appositamente designato a tal fine e sotto la propria responsabilità. E' tuttavia viva la possibilità che sia rigettato un ricorso perché ritenuto non attuabile o non conveniente, benché tale competenza non sia spettante in quanto non specificatamente prevista dalla legge. Più spesso accade invece che il ricorso sia respinto in seguito ad una valutazione negativa in merito alla relazione redatta dal professionista, la quale può presentarsi come inaffidabile nel caso siano stati disattesi i più elementari metodi professionali di analisi, e giudicata così insufficiente, paragonabile ad una situazione di mancanza della documentazione necessaria.

Spetta al Tribunale altresì il controllo in merito alla correttezza dei criteri di formazione delle diverse classi di creditori, in relazione alla suddivisione effettuata tenendo in considerazione la già richiesta omogeneità delle posizioni giuridiche e degli interessi economici, al fine di prevenire comportamenti irrazionali o non giustificabili tali da penalizzare alcuni a discapito di altri.

A seguito dei controlli di merito svolti, e colte tutte le problematiche del caso, a norma dell'art. 162 L.Fall. il Tribunale dichiara il ricorso come ammissibile o non ammissibile, una volta sentito il debitore in camera di consiglio. In caso sia valutato come non ammissibile, niente esclude che possa essere presentata nuova domanda di concordato da parte del debitore, ma sovente accade, *ex art. 162*, che il rigetto della domanda sia seguito dalla richiesta dei creditori o del Pubblico Ministero di proseguire tramite il fallimento del debitore, essendone presenti i presupposti.

Nel caso il ricorso del debitore sia valutato come ammissibile, il Tribunale dichiara aperta la procedura di concordato preventivo, procedendo alla nomina del giudice delegato e del commissario giudiziale. Tale ultimo soggetto, è dotato di poteri diversi da quelli in capo al curatore fallimentare, nonostante sia soggetto a molte delle norme previste per quest'ultimo: ad esempio per quanto riguarda i requisiti di nomina, accettazione e qualità di pubblico ufficiale il profilo del commissario giudiziale viene ripreso da quello del curatore fallimentare, mentre lo stesso non può dirsi per la rappresentanza dei diritti dei creditori e del debitore, neppure in modo indiretto.

L'ammissione alla procedura concordataria

Una volta stabilita da parte del giudice l'ammissibilità alla procedura e dunque l'effettivo avvio del concordato preventivo, iniziano a prodursi i primi effetti in capo ai vari soggetti coinvolti.

Il debitore, come prima cosa e diversamente da ciò che succede nel fallimento, conserva il potere di amministrare i suoi beni e l'esercizio dell'impresa, secondo quanto previsto dall'art. 167 L.Fall. Questo si traduce nel fatto che di ogni atto successivo all'apertura della procedura il debitore risponderà con il proprio patrimonio, dando atto alle parti di pretendere la prestazione convenuta al termine della scadenza prevista, configurandosi altrimenti un inadempimento in risposta al quale si può agire tramite le azioni appropriate. L'amministrazione dei beni di cui il debitore conserva l'esercizio può dare origine ad un possibile abuso di tale potere, ben potendo così pregiudicare gli interessi dei creditori, i quali in prospettiva tendono ad un trattamento paritario: a tal fine il Legislatore ha previsto due ordini di limiti. In primo luogo, al debitore non è consentito portare a termine atti di straordinaria amministrazione, se non con l'approvazione del giudice delegato, concessa tramite autorizzazione, nella quale vi rientrano così gli atti non riconducibili alla normale gestione dell'impresa come ad esempio la cessione di un ramo d'azienda, ed altresì tutti quegli atti i quali comportano un oggettivo grado di impegnatività o rischiosità per i creditori, che l'art. 167 in una elencazione non esaustiva identifica con mutui, transazioni, alienazione di diritti immobiliari, atti costitutivi o estintivi di ipoteca o pegno, fideiussioni, donazioni, accettazione di eredità. Nel novero delle autorizzazioni da richiedersi al Tribunale, rientra anche la richiesta di contrarre nuovi finanziamenti, che godranno di prededucibilità in caso di successivo fallimento secondo l'art. 111 L.Fall. se la relazione del professionista accompagnante la richiesta di autorizzazione dimostra come siano funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori concorsuali *ex art. 182quinques*. Gli atti di ordinaria amministrazione riguardano quindi tutti i rimanenti atti tipici della gestione d'impresa, ed in questo ambito risultano compresi i pagamenti di crediti sorti durante la procedura, che godono di conseguenza di prededucibilità nel caso di fallimento successivo.

Il secondo limite cui l'imprenditore è soggetto, riguarda l'esercizio del potere di gestione dell'impresa sotto la supervisione e vigilanza del commissario giudiziale.⁷⁸ E' per l'appunto questo il ruolo di cui il commissario giudiziale si fa carico nel corso della procedura, il quale pur non potendo indirizzare le scelte gestorie del debitore ha diritto di controllarle e possibilità di condizionarle, in seguito a quanto prevede l'art. 173 L.Fall., culminando con la previsione di interruzione della procedura, su sua richiesta derivante da atti quali l'esercizio di straordinaria amministrazione da parte dell'imprenditore pur privo delle autorizzazioni necessarie.

Effetti si producono altresì in capo ai creditori, a partire innanzitutto dal blocco delle iniziative cautelari ed esecutive, previsto dall'art. 168. Il motivo per cui la procedura di concordato preventivo infatti si trova posta sotto la tutela del Tribunale ed il controllo del giudice, e goda del favore degli imprenditori in crisi, si identifica nella protezione che viene concessa al debitore stesso tramite la sospensione delle azioni esecutive e cautelari esercitabili dai soggetti creditori nel periodo intercorrente tra la pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese e l'omologazione dell'accordo da parte del giudice. Infatti, il primo comma dell'art. 168 stabilisce che *“Dalla data della pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese e fino al momento in cui il decreto di omologazione del concordato preventivo diventa definitivo, i creditori per titolo o causa anteriore [al decreto] non possono, sotto pena di nullità, iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore.”*, trovando efficacia nei confronti dei creditori anteriori salvo apposita autorizzazione concessa dal giudice delegato. Un concordato con continuità aziendale inoltre può prevedere una moratoria fino ad un anno dall'omologazione per il pagamento dei creditori muniti di cause legittime di prelazione, i quali però saranno esclusi dal voto di approvazione in quanto troveranno la completa soddisfazione del credito vantato nei confronti dell'imprenditore in crisi. Trovano poi applicazione nei confronti dei creditori tutte le norme dettate in materia di fallimento al fine di cristallizzare la massa passiva, richiamando le disposizioni regolanti la sospensione del corso degli interessi, il divieto di compensazione, la regolazione dei crediti infruttiferi, di quelli non pecuniari o derivanti da obbligazioni societarie o derivanti da una rendita, compensando tale limite con il blocco della maturazione dei termini prescrizionali e decadenziali. Vale la pena rammentare come questo valga solamente per i creditori

⁷⁸ Cfr.: C. TRENTINI, *I concordati preventivi*, Milano, Giuffré Editore, 2014, p. 235

anteriori all'apertura della procedura: infatti, coloro i quali abbiano visto maturare un credito successivamente alla domanda di concordato hanno diritto di trovare soddisfazione alla scadenza ed alle condizioni convenute come da contratto, con la possibilità di intraprendere ogni azioni cautelare ed esecutiva nei confronti dell'imprenditore nel caso ve ne sia necessità, come tali crediti sorti nel corso della procedura inoltre saranno prededucibili nel caso di un successivo fallimento del debitore, secondo quanto previsto dall'art. 111 L.Fall.

Il debitore conserva le disposizioni mutate dalle procedure fallimentari ordinarie in relazione ai contratti pendenti. Tali contratti, aventi ad oggetto un'obbligazione in corso d'esecuzione, possono essere sospesi nel caso l'imprenditore ritenga tale soluzione preferibile alla continuazione, oppure essere sciolti, in entrambi i casi previa autorizzazione giudiziale. Tale diritto è esercitabile su richiesta, in questo modo prospettandosi la continuazione del rapporto in essere nella propria normale esecuzione. In caso di richiesta di scioglimento dovrà riconoscersi un indennizzo al terzo, il quale sarà soddisfatto come credito anteriore al concordato e perciò sottoponibile alla relativa falcidia.

Gli atti cosiddetti pregiudizievoli non trovano disposizioni specifiche all'interno della legge fallimentare per quanto riguarda la disciplina del concordato preventivo, in quanto nella logica di esecuzione del concordato non è necessario il reintegro del patrimonio del debitore mediante le azioni, come tipicamente quelle revocatorie, cardine invece delle procedure ordinarie di fallimento. Ciò d'altronde non esclude il fatto che in caso di successivo fallimento, ben potrebbe aversi l'esecuzione di azioni revocatorie nei confronti dei creditori per crediti sorti anteriormente all'apertura della procedura di concordato preventivo, nell'ottica della consecuzione delle procedure, nel caso già al tempo lo stato di crisi potesse essere considerato stato di insolvenza, come dichiara l'art. 69bis L.Fall., comma 2. Gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in atto in esecuzione del concordato preventivo, non saranno tuttavia revocabili, a previsione dell'art. 67 comma 3, ed altresì i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili effettuati anteriormente all'apertura della procedura, se messi in atto al fine di accedere alle prestazioni dei servizi strumentali necessari, tra i quali tipicamente il pagamento del professionista che ha redatto il piano di concordato, o quello che ha espresso il giudizio di fattibilità.

I provvedimenti successivi all'apertura della procedura

I provvedimenti da compiersi immediatamente dopo l'apertura della procedura, spettano in via di principio al commissario giudiziale.

Come prima cosa, egli dovrà accertarsi di effettuare una ricognizione dei creditori, al fine di appurare i soggetti legittimati al voto, avvalendosi innanzitutto delle scritture contabili depositate dal debitore unitamente alla domanda di concordato. In seguito alla definizione dei soggetti legittimati, avrà cura di comunicare loro la data di convocazione fissata per la votazione.

Nello stesso tempo, il commissario giudiziale sempre avvalendosi della documentazione depositata provvederà ad una ricognizione della massa attiva, mediante redazione dell'inventario del patrimonio dell'imprenditore. Tale aspetto ha notevole importanza, in quanto sulla base di tali dati e con le masse attive e passive definite, i creditori potranno fondare la loro scelta in maniera consapevole riguardo all'adesione o al rigetto della proposta. In loro aiuto, inoltre, il commissario giudiziale è tenuto alla redazione di una relazione particolareggiata in merito alle cause del dissesto, alla condotta del debitore, a ciò che riguarda la proposta di concordato e le relative garanzie offerte ai creditori.

Per tutta la durata della procedura al commissario giudiziale spetta inoltre la vigilanza sull'esecuzione di quanto previsto, al fine di tenere al riparo i creditori da tentativi di frode, ad esempio nel caso di esercizio di atti senza la necessaria autorizzazione del giudice, od ancora in caso di tentativi di dolo derivanti da elementi occultati o dissimulati nell'attivo patrimoniale, od esponendo passività inesistenti atte ad alterare il calcolo delle quote.

Il giorno fissato per la convocazione, avrà luogo l'adunanza dei creditori i quali sono chiamati al voto di approvazione o respingimento per quanto riguarda la proposta stilata dal debitore, presente al voto al fine di poter dare chiarimenti o spiegazioni nel caso siano richieste, e sotto la presidenza del giudice delegato e con la partecipazione del commissario giudiziale. A seguito dell'illustrazione da parte del commissario giudiziale della propria relazione e delle proposte definitive effettuate dal debitore, prende avvio la discussione utile per chiedere chiarimenti in merito al piano ed alle proposte e al fine di esprimere dubbi al riguardo. Il piano, *ex art 175 L.Fall.*, è suscettibile di modifiche, seppur marginali, fino al giorno prima della data prevista per l'adunanza ed il voto, in tal modo favorendo nella maniera più esplicita possibile il raggiungimento dell'accordo tra le parti in causa.

La votazione dei creditori in merito alla proposta di concordato

Una volta esaurita la discussione, è prevista la votazione del concordato. Il voto è concesso a tutti i creditori chirografari, unitamente ai creditori privilegiati i quali sono tuttavia da ritenersi esclusi nel caso il piano preveda la loro integrale soddisfazione. Tali creditori privilegiati quindi, troverebbero ammissione alla votazione solamente nei seguenti casi: rinuncia in tutto od in parte al diritto di prelazione, votando in questo ultimo caso in relazione alla parte di credito non coperta da garanzia, oppure nel caso in cui sia la stessa proposta del debitore a non prevedere un'integrale soddisfazione, di nuovo esprimendo la propria preferenza relativamente alla parte di credito non soggetta a pagamento integrale, equiparandolo di fatto ad un creditore chirografario. Allo stesso modo, dai soggetti legittimati al voto trovano esclusione i creditori subordinati, giacché appare evidente come vi sia una mancanza di interesse al voto positivo per loro, specialmente nel caso in cui non sia previsto alcunché a loro soddisfazione, e di conseguenza potendo ostacolare il voto finale.

L'esclusione dal voto trova spazio in egual maniera per i creditori che risultino parenti ed affini del debitore fino al quarto grado, nonché dei soggetti che risultino come aggiudicatari dei crediti da loro detenuti fino ad un anno prima del deposito della proposta di concordato preventivo, cercando di evitare così la costituzione di maggioranze nelle votazioni originate in maniera artificiosa, al fine di frodare i creditori per ottenere condizioni più vantaggiose.

In seguito alla votazione, di cui viene redatto il processo verbale, si avrà l'esito della procedura.

I soggetti ammessi al voto ma di cui non sia pervenuta la preferenza, nemmeno tramite corrispondenza, vengono considerati consenzienti e come tali considerati al fine del computo della maggioranza dei crediti, propiziando in tal modo la votazione positiva e dunque l'approvazione del concordato preventivo.

Il concordato potrà dirsi per l'appunto approvato nel caso in cui abbia votato positivamente la maggioranza assoluta dei creditori ammessi al voto, ma tale maggioranza non sarà valutata per teste bensì per quote, stabilite nel valore in denaro dei crediti, raggiungibile quindi in prospettiva anche attraverso il voto favorevole di un solo creditore il quale detenga oltre la metà dei crediti esigibili. Nel caso in cui i

creditori siano suddivisi in classi, il concordato trova approvazione solamente se oltre alla maggioranza ottenuta dal voto favorevole di oltre metà dei crediti ammessi al voto, vi sia inoltre una maggioranza per quote all'interno del maggior numero di classi.

Nel caso il giudizio derivante dal voto sia negativo, dato il non raggiungimento delle maggioranze richieste, il concordato sarà respinto, e di tale esito verrà informato il Tribunale dal giudice delegato, il quale a norma dell'art. 162 L.Fall., potrà emanare la sentenza dichiarativa di fallimento nel caso ne venga fatta richiesta da un creditore o dal Pubblico Ministero, o diversamente il debitore potrà proporre una nuova proposta di concordato, migliorativa delle precedenti.

In caso di giudizio positivo a seguito della votazione, ci sarà la procedura di omologazione del concordato, tramite decreto del Tribunale, una volta verificata la conformità della procedura stessa alla legge.

Nel periodo compreso fino a dieci giorni prima dell'udienza di omologazione, sarà concesso ai creditori dissenzienti ed a chiunque altro vi abbia interesse, proporre eventuale opposizione. Nel caso non vi fossero opposizioni, al Tribunale spetta solamente il compito di verificare la regolarità della procedura, il che vuol dire che non spettano giudizi in merito alla sconvenienza o presunta fattibilità della proposta od alla credibilità del debitore.

Il trattamento dei creditori dissenzienti

Nel caso più frequente in cui "qualunque interessato" sollevi opposizione, viene ad instaurarsi un vero e proprio giudizio di contenzioso, definito con rito camerale, benché la legge non disponga con riguardo al contenuto delle opposizioni.

Una possibile opposizione, può trarre origine da un creditore dissenziente appartenente ad una classe dissenziente o da creditori dissenzienti rappresentanti almeno il venti per cento degli ammessi al voto, in merito alla ritenuta non convenienza della proposta. Può trattarsi altresì di pretese individuali, possibili se un solo creditore dissenziente fosse titolare di almeno il venti per cento del totale, oppure fosse coinvolto nel voto di una classe la quale si fosse espressa essa stessa in senso negativo. Nel caso vi fossero stati abusi dovuti a conflitti di interessi o vizi della volontà, ciò sarà accertato dal Tribunale che per l'appunto si occupa della verifica della regolarità della procedura, che in questo caso non sarebbe presente.

Nel momento in cui l'opposizione sia ritenuta ammissibile da parte del Tribunale, in merito alla presunta sconvenienza della proposta, viene utilizzato il parametro del *best interest test*, di esperienza statunitense, e contenuto nell'art. 180, comma 4, L.Fall., il quale per l'appunto considera come indicato il respingimento della proposta di opposizione nel momento in cui il Tribunale medesimo ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dalla procedura di concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente esercitabili, le quali possono assumere infiniti aspetti ma da considerarsi alla stregua della sola procedura fallimentare tradizionale.

Bisogna aggiungere come la presentazione di opposizione potrebbe riguardare non solamente il caso di sconvenienza della proposta, ma altresì trovare fondamento in asserite patologie del procedimento o nella non fattibilità del piano, derivando ad esempio da situazioni quali la presenza di errori nella dichiarazione dell'attestatore, la non idoneità delle garanzie prestate o ancora la mancata sopravvenienza degli elementi di fatto sui quali si basava il giudizio di fattibilità. Una volta presentata opposizione, il Tribunale riunito dovrà pronunciarsi, con decreto motivato, nei confronti del debitore e del commissario giudiziale, il quale avrà cura di darne notizia ai creditori. Nel caso l'opposizione sia accolta, vi sarà il rigetto della proposta di concordato preventivo e potrà in tale situazione assistersi ad una richiesta di fallimento, da parte dei creditori o del Pubblico Ministero, ove vi siano i presupposti necessari. In alternativa, con il respingimento dell'opposizione presentata, vi sarà contestuale emanazione del decreto di omologazione, con la relativa chiusura della procedura, *ex art.* 181. L'arco di tempo previsto dalla legge tra l'apertura della procedura di concordato e la relativa omologazione viene identificato in sei mesi, con possibile proroga di ulteriori sessanta giorni. Il decreto finale, sia di rigetto che di omologazione, gode della possibilità di essere oggetto di reclamo presso la Corte di Appello, ma tuttavia ne è prevista la provvisoria esecuzione, fino al verdetto della camera di consiglio.

L'omologazione del concordato preventivo

L'omologazione produce gli effetti previsti in merito alla procedura di concordato, innanzitutto liberando il debitore dalle limitazioni alla disponibilità del proprio patrimonio ed altresì dando recupero alla piena capacità di agire e processuale, ed

inoltre ne deriva la liberazione dalle obbligazioni il cui adempimento non sia previsto all'interno della proposta approvata;⁷⁹ inoltre nel caso siano presenti soci con responsabilità illimitata, il giudizio di omologazione produce effetti liberatori anche nei loro confronti, a meno che non vi sia patto contrario. L'effetto esdebitatorio trova vincolo nei confronti di tutti i creditori anteriori alla presentazione della domanda di concordato, anche coloro i quali non hanno dato il loro consenso in merito alla proposta effettuata. Tali creditori anteriori però conservano i loro diritti in merito ai rapporti sorti con i soggetti coobbligati, fideiussori del debitore, ed obbligati in via di regresso.

Nel caso vi fosse successivo fallimento, nel contesto esplicativo di una consecuzione di procedure, i pagamenti e gli atti compiuti in funzione della procedura trovano esenzione con riguardo alla relativa azione revocatoria fallimentare, mentre i crediti derivanti dalla nuova finanza introdotta nel periodo di svolgimento del concordato godono della prededucibilità, con particolare riferimento ai crediti sorti da finanziamenti erogati in funzione della presentazione della domanda di omologazione, cioè in quanto necessari in previsione dell'accesso alla disciplina, con l'intento di permettere la sopravvivenza dell'impresa nell'arco di definizione della procedura, ed ai crediti sorti dall'esecuzione dell'accordo omologato. Anche i finanziamenti dei soci erogati nel periodo di omologazione del concordato godono di prededucibilità, ma nella misura ridotta dell'ottanta per cento, mentre nel caso decidesse di acquisire la qualità di socio un finanziatore terzo, per tale soggetto la prededucibilità trova completa esecuzione sul credito vantato, al fine di incentivare l'ingresso a rafforzare la compagine sociale. Inoltre, il soggetto il quale compie di atti o pagamenti durante il periodo di esecuzione del concordato è esentato dall'ipotesi di reato di bancarotta, nel caso sia possibile ricondurre per l'appunto tali atti come svolti in esecuzione del piano di concordato, e dunque legittimati in sede di omologazione.

⁷⁹ Con il dubbio, sollevato dagli studiosi a riguardo, se tali obbligazioni siano da ritenersi estinte, o sia presente solamente un mero "*pactum de non petendo*". Cfr.: M. SCIUTO, *La crisi dell'impresa*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto Commerciale. Vol. 1*, Torino, Giappichelli Editore, 2013, p. 481

2.1.2. Accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182bis (cenni)

La riforma organica del diritto fallimentare attuata con il D.Lgs. 5/2006, ha introdotto *ex novo* o altresì apportato modifiche agli articoli di legge i quali si occupavano della disciplina degli accordi di ristrutturazione dei debiti. A tali disposizioni, poi, sono state apportate ulteriori modifiche nel corso degli anni nel tentativo di correggere le imperfezioni al fine di rendere la disciplina il più fruibile possibile da parte di quei soggetti interessati da una crisi aziendale, di cui l'ultima modifica nel mese di luglio 2015.

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182bis* sono tali da ritenersi appartenenti allo stesso genere degli accordi stragiudiziali di ricomposizione della crisi.

Il cuore del testo normativo è contenuto appunto nell'art. 182bis della legge fallimentare, dove viene argomentato il profilo operativo della ristrutturazione dei debiti, a cui si aggiungono in sequenza gli art. 182ter, quater, quinquies, sexies. Di seguito i primi tre commi dell'art. 182bis: *“L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all' articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini: a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data; b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione.*

L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione.

Dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore, ne' acquisire titoli di prelazione se non concordati.[...]”.

L'accordo di ristrutturazione dei debiti⁸⁰ consiste in un insieme di contratti stipulati con i creditori, rappresentanti almeno il 60 per cento dell'esposizione debitoria aziendale, miranti ad una ridefinizione della composizione del debito al fine di poter pagare nei termini stabiliti ciò che spetta in via definitiva ai soggetti non facenti parte dell'accordo, usufruendo oltretutto della protezione accordata *ex lege*, secondo la quale nel momento in cui l'accordo viene pubblicato nel registro delle imprese in seguito al deposito tramite ricorso presso il Tribunale, sentito anche il parere del professionista tramite la relazione da lui redatta in merito alla correttezza dei dati riportati. Al soggetto titolare dell'impresa spetta la protezione da azioni esecutive e cautelari sul patrimonio, le quali vengono bloccate per un periodo di sessanta giorni. Nello stesso periodo, saranno altresì interdette azioni quali l'acquisto di titoli di prelazione, ma per la controparte è possibile in parte un bilanciamento dovuto all'interruzione di ogni termine decadenziale o prescrizione.

Inoltre, al debitore è concessa l'opportunità di contrarre nuovi finanziamenti su autorizzazione del Tribunale,⁸¹ i quali in caso di successivo ipotetico fallimento avranno i canoni della prededucibilità, ed allo stesso modo sarà autorizzato a pagare i crediti anteriori.

I presupposti soggettivo ed oggettivo trovano perfetta coincidenza con quanto previsto nel caso della procedura di concordato preventivo, con l'unica eccezione riguardante il presupposto soggettivo il quale prevede che l'accesso a tale disciplina sia consentito anche all'imprenditore agricolo, così come disposto dall'art. 23 del D.L. 98/2011.

La successiva omologazione, ad opera del giudice incaricato di seguire la procedura, produce effetti i quali hanno la caratteristica di essere soltanto eventuali, poiché trovano riflesso solamente in una situazione di successivo fallimento: più precisamente, nel caso vi fosse fallimento vi sarebbe l'esenzione da revocatoria fallimentare degli atti, pagamenti e garanzie posti in essere in esecuzione dell'accordo; il beneficio della prededuzione concesso nel caso di nuova finanza, ovvero i finanziamenti concessi in seguito all'apertura della procedura; l'esenzione dai reati di bancarotta in relazione al compimento di atti o pagamenti posti in essere

⁸⁰ Cfr.: L. MARCHEGANI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Milano, Giuffrè Editore, 2012, pp. 15 ss.

⁸¹ Cfr.: L. MARCHEGANI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Milano, Giuffrè Editore, 2012, pp. 45 ss.

in esecuzione dell'accordo omologato. Di contro naturalmente in seguito ad omologazione l'accordo deve essere onorato dal debitore, sulla base del piano presentato, del tutto simile a quanto previsto nella procedura del concordato preventivo, e dotato di ampia libertà negoziale per quanto riguarda forma e contenuto degli accordi.

A dispetto del concordato preventivo, presenta caratteristiche differenti per portata che ne fanno strumento di minore diffusione, ma tuttavia idoneo alla ricomposizione di situazioni di crisi, godendo di ampia autonomia negoziale associata ad una quasi completa assenza degli organi giudiziari dalla procedura. Questo è possibile poiché la legge non prevede, come appunto nel caso del concordato preventivo o fallimentare, un soggetto incaricato della vigilanza sull'esecuzione dell'accordo, in quanto in questo caso la vigilanza può ben dirsi in capo ai creditori stessi, siano essi estranei all'accordo in quanto titolari di un diritto sull'integrale credito da loro stessi vantato, siano essi partecipanti all'accordo in quanto di fronte all'inadempimento di quanto prospettato con il debitore, può essere fatta richiesta di risoluzione dell'accordo omologato.

2.2. LA REDAZIONE DI UN PIANO DI RIENTRO DEL DEBITO

La richiesta pervenuta al Tribunale di ammissione ad una procedura di concordato preventivo, trova seguito dopo un esame di validità basato sulla presenza dei presupposti necessari, ed è accompagnata da un'analisi in capo alla documentazione depositata dal debitore.

L'art. 161 della legge fallimentare stabilisce quale documentazione deve essere depositata presso il Tribunale, identificabile in una relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa accompagnata da uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione e l'elenco dei titolari di diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore; unitamente, nel caso il debitore sia una società con soci illimitatamente responsabili, necessita di deposito una relazione riguardo al valore dei beni ed ai creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili; da ultimo, deve essere depositato un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta, introdotto come documento obbligatorio dalla legge solo recentemente.

Il concordato preventivo, per meglio specificare, dispone che il debitore, al fine di garantire una migliore soddisfazione dei creditori,⁸² si impegni a far pervenire a tali soggetti una proposta mirante alla ricomposizione della crisi, la quale contenga tutti i vari passaggi necessari al raggiungimento di tale risultato. Il piano altro non è che il documento il quale definisce nei minimi dettagli la proposta, descrivendo in maniera analitica e dettagliata ciò che sarà svolto, e le tempistiche necessarie a tale avvenire.

2.2.1. La proposta ai creditori

La riforma della legge fallimentare avvenuta nel 2005 ha toccato anche la disciplina del concordato preventivo, apportando una rivoluzione per quanto riguarda il contenuto della proposta: è stato eliminato il riferimento biunivoco alla procedura come alternativamente cessione di beni o concordato di garanzia, dando origine ad un insieme vario e ampliabile di possibilità. L'art. 160 L.Fall. espone al primo comma una serie di ipotesi concernenti il possibile contenuto della proposta di

⁸² Cfr.: C. TRENTINI, *I concordati preventivi*, Milano, Giuffrè Editore, 2014, p. 70

concordato, ma appare pacifico come quanto elencato non sia comprensivo di tutte le possibilità attuabili, ponendo come unico limite la fantasia di debitore e creditori, unitamente alla necessaria soddisfazione dei creditori medesimi derivante dall'estinzione dell'indebitamento, in modo integrale o relativamente alla parte concordata, ed il divieto di alterare l'ordine delle cause di prelazione e la correttezza nella formazione delle classi.

Il concordato avrà dunque i canoni della ammissibilità pur presentando fattispecie assai differenti di estinzione dei debiti e soddisfazione dei creditori, a partire da una proposta remissoria con la quale la maggioranza dei creditori rinuncia ai diritti vantati, continuando in direzione di una prospettiva dilatoria andando così ad agire non sul contenuto (o almeno non solo) ma in particolare sulla scadenza delle obbligazioni con il tentativo di prorogare i termini di adempimento. Ancora, il concordato nella sua proposta può prevedere un risanamento dell'impresa, mediante prosecuzione da parte del soggetto stesso debitore o di un nuovo imprenditore; un concordato di garanzia; un concordato con cessione di beni, sia esso nella classica forma in cui un liquidatore si appresta a collocare i beni sia nel caso in cui il liquidatore abbia già individuato l'acquirente del complesso senza il ricorso ad ulteriori procedure. La cessione di beni nel concordato può prevedersi anche nei confronti dei creditori stessi.

A queste cause, prese come esempio, ben se ne possono aggiungere infinite altre, per l'appunto avendo come unico limite la fantasia e poche altre disposizioni legislative. Un limite, assai scontato, si ricava dal divieto di violazione di norme di carattere imperativo, contrarie al buon costume e all'ordine pubblico, quale ad esempio può intendersi la continuità dell'impresa mediante cambiamento dell'oggetto sociale che preveda lo svolgimento di attività criminose, o più verosimilmente l'impiego di fondi rustici per la realizzazioni di lottizzazioni abusive. Un limite d'ordine pubblico può ben ritrovarsi nel tentativo di sovversione dei poteri del Tribunale mediante disposizione nella proposta di attribuzioni che concernono agli organi della procedura, quale ad esempio la nomina del liquidatore nel caso di un concordato con cessione dei beni, la quale per l'appunto spetta al Tribunale di diritto.

La proposta, ricavando la regola dalla disciplina dettata in tema di contratti, deve prevedere una prestazione il cui oggetto sia possibile, lecito, determinato o determinabile. Ciò evidenzia come ai fini di ammissibilità del concordato preventivo la proposta debba chiaramente delineare cosa sia effettivamente proposto ai creditori,

indicando una prestazione certa, ovvero indicando in maniera precisa la misura di soddisfazione ed il tempo necessario per l'adempimento. Questa ultima norma per la verità gode di più orientamenti in giurisprudenza. L'orientamento più rigoroso sostiene come la proposta debba contenere una percentuale certa di soddisfacimento dei creditori per essere ammissibile, e non può essere soggetta a canoni di aleatorietà derivanti ad esempio dalla riuscita o meno della liquidazione dei beni aziendali, sostenuta dal fatto che appunto l'art. 160, lett. a) L.Fall. prevede *“la soddisfazione dei creditori”* dimostrando così la non ammissibilità di una proposta contenente cifre simboliche o irrisorie, viziata da illiceità dell'oggetto e priva di causa.

In giurisprudenza è presente però anche l'orientamento contrario, il quale riconosce come ammissibile una proposta ai creditori la quale offra loro la cessione di beni al posto del pagamento del credito, ponendo su di loro la relativa aleatorietà, nel caso vi sia accompagnamento di una perizia di stima dei beni suddetti ed il parere del professionista tramite attestazione.

La percentuale di soddisfazione dei creditori esplicitamente definita nella proposta di concordato è fonte di riflessione e di tesi contrapposte.

Da una parte, la presenza di una percentuale garantisce una riduzione significativa dell'aleatorietà della proposta, nonché definisce l'obbligazione cui il debitore è soggetto in maniera determinata. Altre argomentazioni a favore si riconducono alla verifica di adempimento formale dell'obbligazione, in quanto la mancanza di una percentuale non permette la verifica dell'adempimento così come definito e pertanto non permetterebbe nemmeno una risoluzione del concordato, trasformandosi in uno strumento a favore del debitore il quale porta al blocco delle azioni cautelari unitamente ad evitare la procedura fallimentare e garantendo una soddisfazione dubbia, non precisamente definita. Inoltre, al Tribunale verrebbe impedito il confronto in sede di omologazione necessario a valutare la convenienza della proposta rispetto alle altre possibili alternative.

La presenza della percentuale però, per quanto rigorosamente richiesta può avere un effetto deleterio sulla procedura, in quanto ben può prevedersi una percentuale assai bassa, ed essere accettata in sede di omologazione solo perché prevista, oppure vedere al contrario la proposta respinta in quanto percentuale irrisoria e non accettabile. Il limite della soglia di significatività della percentuale di soddisfazione non è definito, pertanto spetta al giudice soltanto ed ai creditori la valutazione della proposta.

La tesi contraria riguardo l'esposizione della percentuale di soddisfacimento dei creditori principalmente viene sostenuta in quanto la legge né esplicitamente né implicitamente permette di ricavare questa disposizione. Inoltre, la modifica dell'art. 161 L.Fall. apportata nel 2012, con l'introduzione della lett. e) al secondo comma, prevede solamente la definizione di tempi e modalità di adempimento della proposta, senza riferimento alcuno alla percentuale di soddisfazione dei creditori. Ciò che trova importanza, nella proposta di concordato preventivo, è attinente alla chiarezza ed intelligibilità di quanto proposto, dando l'opportunità ai creditori di compiere liberamente le loro valutazioni.

Un altro limite inderogabile che la legge riconosce nel contenuto della proposta, è identificabile nella disposizione che prevede come i creditori privilegiati debbano ottenere un pagamento integrale di quanto dovuto, a pena di inammissibilità della proposta del concordato preventivo.

Appurato ciò, resta da capire se per i creditori sia ammissibile un concordato la cui proposta non preveda la soddisfazione in denaro.

La proposta di concordato, è bene ricordare, può prevedere anche solamente una ristrutturazione dei debiti, ovvero una rimodulazione delle quote di capitale spettanti e dei tempi di adempimento, e tale aspetto non ha nulla a che fare con il pagamento dei creditori nello svolgimento della procedura. Inoltre l'art. 160 L.Fall. rammenta come la soddisfazione dei creditori può essere raggiunta mediante cessione di beni, accollo, od operazioni straordinarie, unitamente all'attribuzione di quote, azioni, obbligazioni e quant'altro sia assimilabile a strumenti finanziari e titoli di debito, ma il tutto gravante da canoni di relativa aleatorietà essendo il valore degli strumenti finanziari per definizione variabile. Risulta così verosimile come non debba essere per forza necessaria la regolazione del credito concordatario mediante denaro, ma ben possono essere previsti altri modi, i quali non trovano altro limite se non l'approvazione dei creditori stessi.

2.2.2. Il piano di risanamento

Fino al 2012, la legge fallimentare non prevedeva il deposito presso il Tribunale di un piano il quale fornisse una adeguata *disclosure* in merito allo svolgimento della procedura, benché tale formalità trovasse talvolta applicazione nella pratica.

In seguito alle modifiche apportate con il decreto “Salva Italia” del 2012 che ha introdotto consistenti innovazioni nella legge fallimentare tra le quali spiccano il concordato con continuità aziendale e il concordato con riserva, è stato aggiornato altresì l’art. 161, il quale al secondo comma ha visto l’aggiunta della lett. e) della disposizione la quale prevede come oltre agli altri vari documenti di cui il debitore deve provvedere al deposito presso il Tribunale, viene ad aggiungersi “[...] un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta”. Questa breve descrizione permette di comprendere in maniera rapida quale ruolo viene a coprire il piano, il quale per l’appunto espone in maniera completa ed edificante la proposta che il debitore effettua mediante il concordato preventivo, mettendo nero su bianco ciò che sarà fatto per soddisfare i creditori, la tempistica necessaria per ottenere il risultato e quanto in termini monetari deve essere ragionevolmente atteso da ogni singolo creditore.

Un’ulteriore specificazione deriva proprio dall’art. 186bis L.Fall., il quale per l’appunto dice che il piano di concordato nel caso di proposta di continuità aziendale, “[...] deve contenere anche un’analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell’attività d’impresa prevista dal piano di concordato, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura”. Il piano assume così un ruolo fondamentale, in grado di indirizzare i creditori nella direzione della accettazione o meno della proposta, valutando tramite esso i benefici raggiungibili.

La prima parte del piano⁸³ contiene un’illustrazione dell’impresa, con le caratteristiche generali che la identificano e delle quali i creditori devono essere messi a conoscenza, oltre ai potenziali acquirenti nel caso di continuità mirante alla cessione dell’azienda da parte del debitore.

Il piano di concordato poi, se specifico per la situazione di continuità aziendale deve contenere innanzitutto una prima descrizione del quadro legislativo e regolamentare di riferimento per l’attività in concreto esercitata al fine di verificare la compatibilità di quanto proposto con i vincoli normativi stabiliti. Tale tipologia di analisi trova riferimento ad esempio con riguardo ad autorizzazioni e concessioni necessari per lo svolgimento dell’attività, alla presenza di prescrizioni in materia ambientale o di sicurezza pubblica e dei lavoratori, all’esistenza di clausole contrattuali le quali

⁸³ L. M. QUATTROCCHIO, *Redazione del piano e dell’attestazione nel concordato preventivo in continuità*, Torino, Studio Associato Quattrocchio, 2015, pp. 6 ss.

abbiano influenza sull'attività in concreto esercitata e la relativa continuazione, così come potrebbero esserlo interi contratti od obbligazioni derivanti, alla predisposizione di modelli organizzativi di gestione e controllo adatti a prevenire il compimento di reati e l'istituzione di organismi di vigilanza, al rispetto dei contratti collettivi nazionali e alla validità dei titoli di proprietà intellettuale e industriale, all'esame dei contenziosi in essere, all'analisi della posizione nei confronti dell'*antitrust* ed a quant'altro sia necessario in termini legislativi.

In seguito, il piano si prospetta di condurre un'analisi accurata riguardante lo scenario macroeconomico e microeconomico di riferimento ed il settore dell'attività in concreto esercitata, la cui descrizione si occupi sia del trascorso storico sia del futuro prossimo. Tale aspetto è alquanto rilevante in quanto permette a creditori e potenziali acquirenti una valutazione delle forze che movimentano il settore e che potenzialmente hanno evidenziato i punti critici della gestione originando le problematiche che hanno comportato la crisi; allo stesso tempo, analizzare lo scenario in cui l'impresa opera permette in ottica futura di meglio comprendere le dinamiche che influiscono sulla generazione dei profitti e quindi meglio agire al fine di rendere l'azienda più profittevole, sia in caso di continuazione della gestione da parte del debitore sia in caso di cessione ad un terzo.

Il piano di risanamento gode di notevole affinità sia con i piani industriali, sia con i *business plan* redatti nell'esercizio di una sana gestione d'impresa, per quanto riguarda i contenuti e la loro esposizione. Proprio per questo motivo, la cosiddetta *best practice* sviluppata nel corso degli anni per la materia ha definito come linee guida di redazione del piano di concordato alcuni tra i più illustri manuali di redazione di piani industriali, tra i quali la "Guida al Piano Industriale" di Borsa Italiana, datata 2003, e le "Linee Guida alla redazione del *Business Plan*" emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, del 2011. In aggiunta a tali linee guida sono consigliati materiali redatti da esperti in materia per quanto riguarda particolari figure del piano, quali ad esempio la valutazione degli immobili e le tecniche di *impairment test*.⁸⁴

⁸⁴ "Verifica, disciplinata dallo IAS 36, che ha la finalità di accertare se un'attività abbia subito o meno una riduzione di valore. Tale esame avviene mediante il confronto del valore contabile con il valore recuperabile calcolato come il maggiore tra il *fair value* e il *value in use*. I principi contabili internazionali IAS/IFRS impongono l'obbligo di sottoporre annualmente al test le immobilizzazioni immateriali a vita indefinita e l'avviamento. il *fair value* è il valore ottenibile dalla vendita, dedotti i

Secondo il prospetto emanato da Borsa Italiana, il piano industriale necessita di tre requisiti indispensabili: dimostrare la sostenibilità finanziaria di quanto presentato, ossia l'assenza di gravi squilibri finanziari; confermare l'assenza di fattori di incoerenza all'interno dei piani; illustrare l'attendibilità del programma, dando fondamento alle ipotesi assunte.

Il documento presentato dall'Ordine dei Dottori Commercialisti in merito alla redazione del *business plan* aziendale invero prevede come sia necessaria un'analisi sintetica della natura, obiettivi e caratteristiche essenziali del progetto approntato. Ciò si traduce in una preventiva raccolta ed esposizione di informazioni preliminari con riguardo alla realtà aziendale già operativa, traducendosi inoltre nell'analisi dei mercati di riferimento, non trascurando la struttura aziendale nel suo complesso, produttiva e operativa, e la sua organizzazione.

Inoltre, il *business plan* non può prescindere dall'illustrazione del progetto di investimento e dal fornire indicazioni in merito a tale progetto, quantificando i fabbisogni finanziari necessari alla copertura dell'operazione in prospettiva, tenendo conto nel contesto delle criticità e delle debolezze le quali hanno possibilità di trovare origine nel corso dell'implementazione del progetto. Tutto questo alla fine dà origine ad un bilancio previsionale il quale tramite un conto economico, un piano finanziario e la situazione patrimoniale permette all'investitore di comprendere benefici e criticità del progetto.

Dopo la redazione della prima parte del piano, contenente le premesse indispensabili alla comprensione dell'attività aziendale e delle cause di crisi, unitamente alle prospettive garantite dal mercato di riferimento in termini di benefici e criticità, il debitore nella seconda parte espone in maniera esplicita e chiara il programma vero e proprio di risanamento della propria posizione, dando adito sotto forma di numeri e cifre alla proposta di concordato.

Lo sviluppo del piano, dall'inizio alla fine, è strettamente connesso al tenore della proposta, in quanto un accordo di continuità aziendale dà origine ad un piano

costi necessari per effettuare la stessa; il *value in use* è dato dal valore attuale dei flussi di cassa futuri che si prevede che l'attività genererà negli anni a seguire.”

Cfr.: A. PARBONETTI, *Enciclopedia Italiana Treccani*, s.v. “Impairment Test”, [http://www.treccani.it/enciclopedia/impairment-test_\(Dizionario_di_Economia_e_Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/impairment-test_(Dizionario_di_Economia_e_Finanza)/), 2012 [ultima cons. 04-02-2016]

totalmente diverso rispetto ad una proposta con cessione dei beni, stante le finalità diverse che l'operazione si premette di compiere.

Concordato con liquidazione

Il piano di concordato nel caso di proposta di cessione di beni e termine dell'attività aziendale⁸⁵ si apre con un'analisi del debitore riguardo il bilancio e la situazione attuale, dando specifici chiarimenti per ogni posta, sia per quanto riguarda il passivo che l'attivo aziendale. In questa fase di analisi, può avvenire per quanto riguarda il passivo la suddivisione delle classi di creditori, a discrezione del debitore e chiaramente motivate, per quanto riguarda la composizione e le caratteristiche necessarie per definire l'appartenenza ad una classe o meno.

Una volta analizzata la situazione attuale, il piano di liquidazione altro non prevede che la cessione dei beni al fine di poter terminare l'attività d'impresa e dare ai creditori la possibilità di soddisfarsi sul *quantum* ricavato.

La contrapposizione tra attivo e passivo totali permette di verificare la necessità di risorse tali da far fronte al totale dei crediti assunti.

Molto più verosimilmente, tale copertura non può essere garantita del tutto in quanto la formazione di tale disavanzo è la causa della crisi. Per questo motivo, una volta stabilito l'attivo e definito quale parte spetti ai creditori privilegiati, i quali godono di integrale soddisfazione, il rimanente trova suddivisione tra i creditori chirografari o tra le varie classi definite dal debitore, permettendo così altresì la stima della percentuale di soddisfazione a cui ogni creditore non privilegiato ha diritto.

Una volta stabilito l'ammontare di crediti che verranno soddisfatti, il debitore deve approntare un prospetto il quale preveda nella maniera più accurata possibile modi e tempi di soddisfazione, tali da far comprendere ai vari creditori quali sono le caratteristiche dell'accordo che si trovano a dover affrontare, ed altresì mettere in preventivo gli eventuali rischi.

Il prospetto temporale il quale espone le fasi di realizzazione della proposta di concordato, conclude il piano da depositare presso il Tribunale.

⁸⁵ L. M. QUATTROCCHIO, *Forme di concordato. Concordato liquidatorio e con continuità aziendale*, Torino, Studio Associato Quattrocchio, 2015, pp. 1 ss.

Appare logico come la prospettiva appena esposta assuma caratteri di estrema semplicità, ben potendosi prevedere altre forme miste di liquidazione, permutazione, ed altro.

Concordato con continuità aziendale

Un concordato con continuità aziendale⁸⁶ prevede la redazione di un piano il quale sia in grado di mettere in luce la continuazione dell'attività da parte del debitore, o del soggetto terzo il quale assume la titolarità dell'impresa. Una volta approntata l'analisi delle poste di bilancio, siano esse attivo e passivo, al debitore spetta definire ogni singola opzione da mettere in pratica al fine di ricomporre la situazione. Tale prospettiva, come ben evidenziato, assume piena libertà negoziale in quanto il contenuto del piano non ha alcun rilevante vincolo di realizzazione.

Di seguito sono riassunte le principali modalità di cui il debitore può far utilizzo, come definite nel testo dell'art. 160 L.Fall.:

- Ristrutturazione del debito: si tratta dell'opzione più semplice, ossia i crediti vantati vengono posti sotto trattativa al fine di ridefinire i tempi di scadenza e l'ammontare della quota capitale, degli interessi e dell'eventuale rateizzazione. In questo modo può ben definirsi una situazione di mera dilazione dei tempi di adempimento, fino a veri e propri tagli alla quota di credito vantato sia in conto capitale che in conto interessi.
- Cessione di beni, accollo ed altre operazioni straordinarie: al fine di soddisfare i creditori ma in vista della continuazione dell'attività, possono essere individuati beni aziendali dei quali può farsi a meno, non andando ad influire sull'azienda come complesso produttivo autonomo. Tali beni possono essere ceduti al fine di recuperare denaro utile al pagamento dei creditori o alla messa in atto di altre operazioni aziendali sempre col fine del soddisfacimento dei creditori, ovvero possono essere beni ceduti direttamente ai creditori al fine di chiudere la posizione creditoria, trovando tali creditori soddisfazione appunto non in una cifra di denaro tale da adempiere l'obbligazione ma in un bene il cui valore sia paritetico. Allo stesso modo, operazioni straordinarie come fusione, scissione e trasformazione possono

⁸⁶ L. M. QUATTROCCHIO, *Forme di concordato. Concordato liquidatorio e con continuità aziendale*, Torino, Studio Associato Quattrocchio, 2015, pp. 1 ss.

aver luogo se hanno come fine un rinnovato assetto aziendale tale da poter dare beneficio ai creditori in vista della loro miglior soddisfazione, ad esempio nell'ipotesi molto diffusa nella pratica scindendo la società sottoposta a concordato preventivo in due nuove entità definite *good company*, dove vengono fatti confluire i componenti positivi e generanti reddito, e in una *bad company* la quale raccoglie al proprio interno le passività.

- Attribuzione di azioni, quote, obbligazioni ed altri strumenti finanziari e titoli di debito: la soddisfazione dei creditori può pervenire come già ampiamente visto non tramite sola liquidità, ma altresì con la cessione di beni liquidabili dal creditore. Questa funzione viene ricoperta anche da azioni e quote della società in crisi, che vengono ceduti ai creditori al fine di coprire parte dell'esposizione dando in cambio un titolo liquidabile rappresentante parte dell'azienda nel suo complesso. La cessione di obbligazioni invece ricopre altra funzione, permettendo al creditore di godere di un titolo in grado di corrispondere capitale e interessi nell'arco di tempo designato dal debitore, e per l'importo da lui stabilito.
- Cessione del complesso produttivo aziendale: il debitore può prevedere la cessione dell'intero complesso aziendale, sia a titolo definitivo e liquidando i creditori con il ricavato della cessione⁸⁷, sia a titolo provvisorio tramite affitto d'azienda, il quale però deve essere propedeutico alla cessione definitiva e tale presupposto deve essere esplicitato nel piano. Soggetta a cessione può essere l'intera realtà aziendale, come altresì solo una parte di essa la quale abbia una propria autonomia, ossia definibile come ramo d'azienda.

La formazione della proposta di concordato può tenere ben conto di tutte le opzioni qui sopra riportate altresì utilizzandone più d'una, ed aggiungendo altre particolarità nel caso siano ritenute necessarie.

Una volta definito dal debitore quali operazioni effettuare al fine di soddisfare i creditori, è di estrema importanza nel caso di continuità aziendale la redazione di un prospetto informativo il quale contenga i flussi di cassa generati nel corso dei successivi anni ed il fabbisogno finanziario necessario alla prosecuzione dell'impresa ed alla sua uscita dalla crisi con la conseguente soddisfazione dei creditori. Tali

⁸⁷ Esiste la possibilità che parte dei debiti venga assunta dal nuovo soggetto entrante.

prospetti permettono sia al Tribunale che ai creditori di valutare la convenienza della proposta, e di identificare chiaramente i rischi e le necessità di cui si deve far carico il *management* aziendale.

In seguito, con i dati sulla generazione di cassa derivante dalla gestione corrente dell'azienda, il debitore deve approntare un ulteriore prospetto il quale definisca la percentuale di soddisfazione dei creditori ed i tempi e le modalità di soddisfazione cui devono sottostare i creditori, fino alla chiusura della procedura la quale può dirsi conclusa nel momento in cui i creditori avranno ricevuto quanto loro promesso in sede di proposta di concordato, il che non deve necessariamente tradursi in integrale soddisfazione benché vi sia prosecuzione d'impresa, come deve avvenire invece per i creditori privilegiati.

3. LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

La Repubblica Italiana, alla stregua di ogni altro Stato sovrano, presenta caratteristiche le quali permettono in maniera abbastanza semplice il paragone con una grande azienda multisetoriale, date le molteplici attività esercitate.

Le sue entrate corrispondono alle imposte e tributi pagate dai contribuenti, ed in misura minore all'esercizio di specifiche attività d'impresa; mentre le uscite corrispondono alla spesa necessaria per offrire i servizi ai cittadini, siano essi in attuazione di diritti fondamentali dell'Uomo o costituzionali o quant'altro venga ritenuto meritevole dall'amministrazione pubblica per finalità sociali.

Come in una qualsiasi azienda però, può verificarsi una disfunzionalità che determina un disequilibrio finanziario delle spese rispetto alle entrate: il deficit di bilancio, il quale si accumula nel tempo nelle passività.

Nel finanziare il suo fabbisogno finanziario, ovvero ottenere la liquidità necessaria per onorare gli impegni nonostante le entrate siano inferiori, lo Stato emette dei titoli di debito, in larga parte obbligazioni.

Mentre esistono imprese private prive di indebitamento finanziario, è molto più frequente riscontrare Stato indebitati, debiti generati nel corso degli anni per svariati motivi, ma in ultima analisi ad uno comune a tutti: l'insufficienza dell'avanzo primario per finanziare tutte le spese dello Stato.

L'avanzo primario, in finanza pubblica, è definito come il saldo tra entrate ed uscite correnti.⁸⁸ Ad esempio, le uscite di un periodo possono non trovare copertura con le entrate del periodo e la disponibilità di cassa: lo Stato farà fronte agli impegni di pagamento finanziandosi tramite indebitamento; se successivamente l'equilibrio tra entrate e uscite non si ripristina, il debito totale è destinato ad accumularsi nel tempo, generando potenzialmente una spirale negativa autoalimentante: in ogni periodo successivo le uscite saranno di importo maggiore a causa degli oneri finanziari sul debito totale.

Spostandosi dal caso teorico di uno Stato privo di debito (invero riscontrabile in alcuni emirati arabi), in quanto ciò significherebbe un costante avanzo primario generato nel corso degli anni, la teoria economica ha dapprima identificato una soglia

⁸⁸ BORSA ITALIANA, *Avanzo primario*, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/avanzo-primario-115.htm>, 2010 [ultima cons. 15-01-2016]

entro la quale il debito dovrebbe essere contenuto per non generare una recessione (salvo poi criticare pesantemente tali conclusioni): in particolare, viene evidenziato il valore del 90% in rapporto tra debito e Pil,⁸⁹ valore che è stato in seguito corretto. Sono presenti oltretutto alcuni Paesi che fanno eccezione, in cui il debito elevatissimo in rapporto al Pil non compromette i risultati economici.⁹⁰ Oltre tale soglia, il debito potrebbe generare degli oneri finanziari tali che sarebbero difficili da gestire, per il semplice fatto che tanto più è elevato, tanto più di conseguenza è elevata la spesa per interessi che lo Stato dovrà affrontare, di fatto colmabile operando una grande sequenza di avanzi di bilancio o più verosimilmente emettendo nuovi titoli. La crescita del livello di indebitamento comporta inoltre la crescita del tasso di interesse, poiché aumenta la probabilità di insolvenza o diminuisce la fiducia degli investitori, i quali saranno meno propensi ad investire se non adeguatamente remunerati per il maggior rischio assunto.

Ritornando all'inizio del discorso, sulla gestione della crisi aziendale, gli imprenditori dispongono di strumenti giuridici che permettono di operare modifiche sostanziali che mirano alla soddisfazione parziale dei creditori. Analogamente, è possibile applicare anche allo Stato, sebbene la legge non lo preveda, una sorta di bail-in, nell'alveo della legge fallimentare e, in particolare, del concordato preventivo, qualora il fabbisogno finanziario al servizio del debito non sia più sostenibile.

È sufficiente anticipare qui tre dati, oltre meglio descritti, per sostenere la concreta attualità di questa evenienza: il debito pubblico italiano, a fine 2015, ammontava a circa euro 2.200 miliardi, gli interessi pagati sul debito sono stati circa 70 miliardi (quindi il costo medio è pari a 3.2% - il più basso di sempre), l'avanzo primario è di circa euro 50 miliardi – neppure sufficiente a pagare gli interessi. In altri termini, è come il caso di un'azienda (familiare o di produzione e scambio che sia) le cui

⁸⁹ Reinhart e Rogoff (2009) hanno definito tale soglia, in seguito dimostratasi frutto di errori e negligenze nei calcoli effettuati. A riguardo, cfr.: T. HERNDON, M. ASH, R. POLLIN, *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart And Rogoff*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, 2013, WorkingPaper Series n. 322, pp. 2 ss.

⁹⁰ Ad esempio il Giappone, il cui debito pubblico sfiora rapporti del 200% del Pil, non soffre dei problemi caratteristici dell'indebitamento eccessivo. Ciò viene motivato con il fatto che la quasi totalità del debito è detenuto internamente, e lo Stato possiede una propria moneta.

entrate correnti al netto delle uscite correnti ammontano a 100, ma i *soli interessi* da pagare sui debiti contratti (ad un tasso di interesse che può solo aumentare) ammontano a 140!

Ebbene, la predisposizione di una proposta di ristrutturazione del debito, con soddisfazione dei creditori, si basa in massima parte sulla redazione di un piano finanziario il quale preveda le modalità ed i tempi necessari per la sua attuazione, nonché tutte le operazioni correlate messe in atto dal soggetto economico, con la supervisione del commissario giudiziale.

Prima di procedere all'illustrazione del piano di risanamento in parola, è necessaria un'analisi dell'azienda Repubblica Italiana nel suo contesto competitivo, con le possibilità di crescita e di ritorno ad un normale equilibrio economico-finanziario.

3.1. AZIENDA ITALIA

L'Italia, dal 2008 fino al 2015, ha subito una forte contrazione del Pil ed un costante aumento del debito pubblico (Fig. 14).

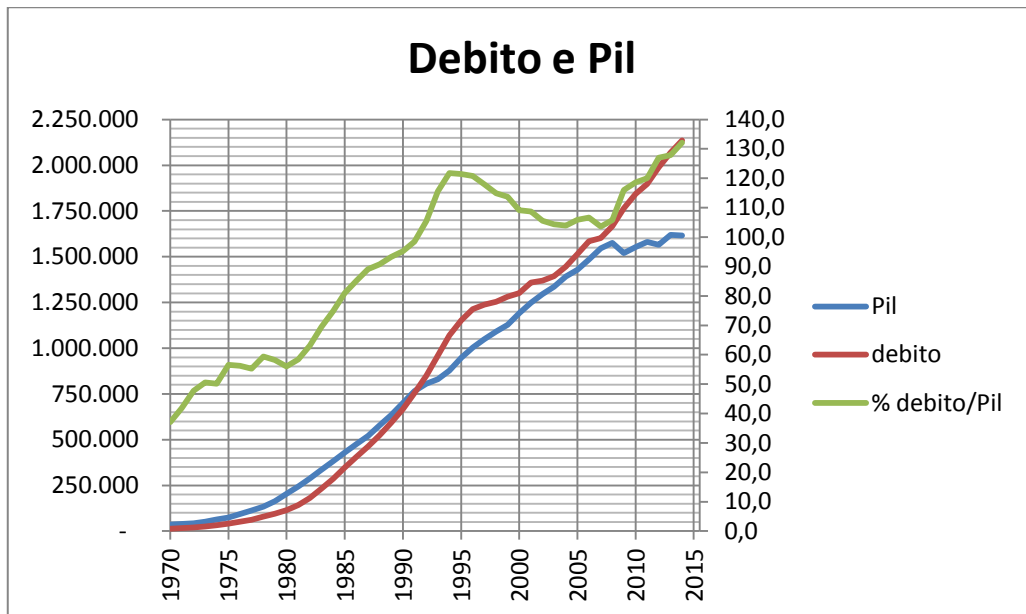


Figura 14- Debito e Pil (dx) e Debito Nominale (sx), serie storica

Eppure i flussi di cassa netti operativi al lordo della gestione finanziaria (il c.d. “avanzo primario”, nella tassonomia della finanza pubblica), sono positivi, tra i più ingenti in Europa. Al netto del pagamento degli interessi, i flussi di cassa sono negativi (il c.d. “deficit o disavanzo di bilancio”, nella tassonomia della finanza pubblica), determinando così un costante fabbisogno di finanziamenti esterni, tramite indebitamento pubblico (Fig. 15).

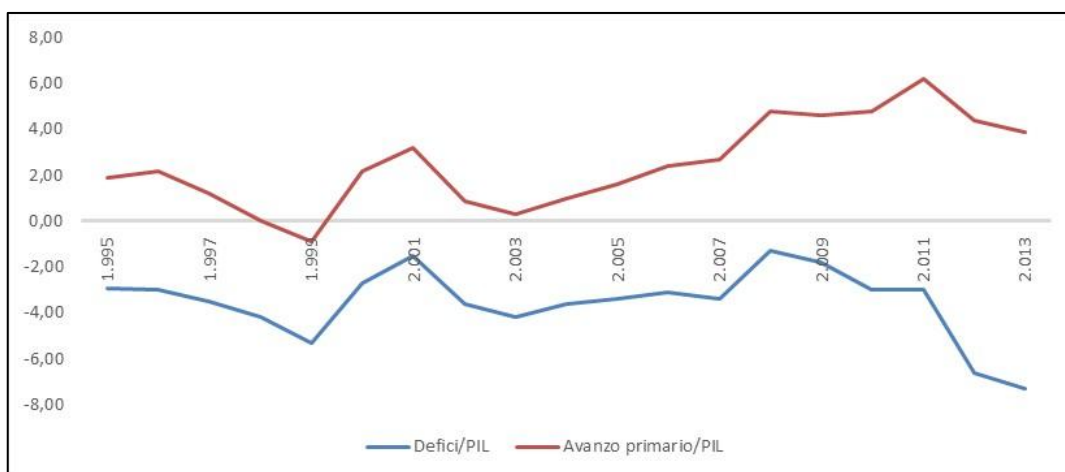


Figura 15-ISTAT: Saldi caratteristici del conto economico consolidato delle Amministrazioni pubbliche. Anni 1995 - 2014 (in percentuale del Pil)

Se lo Stato fosse un'azienda privata, ci troveremmo allora nel tipico caso di gestione operativa sana e gestione finanziaria in disequilibrio, rendendo necessaria una ristrutturazione del debito, per eccesso di indebitamento, con continuità operativa dell'azienda, sana e solida nei suoi fondamenti.

Quanto segue approfondisce quanto appena affermato e traccia un possibile percorso di ristrutturazione del debito pubblico italiano, con continuità aziendale.

3.1.1. Il settore economico

Le recenti stime,⁹¹ con un aumento medio dello 0,35% nel secondo trimestre, indicano come l'Italia stia forse uscendo dalla recessione che dura dal 2008.

Il prodotto interno lordo risulta sospinto in buona parte dalla domanda interna, con la spesa delle famiglie in buona crescita, soprattutto con riguardo ai beni durevoli, ed in misura minore i servizi. Ciò si presenta in linea sia con le migliori prospettive offerte dal quadro macroeconomico di riferimento, sia è possibile grazie al recupero di reddito disponibile e ad una migliore prospettiva con riguardo al mondo del lavoro. I tassi di interesse sono ai minimi di sempre, contribuendo ad un miglioramento del credito al consumo ed all'acquisto di abitazioni.

Per quanto riguarda le imprese, le attività di servizi e manifatturiere sospingono la crescita economica, seppur con una certa difficoltà appunto del settore delle costruzioni, la quale però tuttavia sembra dare segni di lenta ripresa. E' di grande interesse la propensione delle imprese a tornare ad investire, correlata anche alla crescita della produzione industriale dello 0,5% nel terzo trimestre del 2015, anche se tuttavia nel secondo trimestre gli investimenti sono stati soggetti ad un calo dello 0,4% dovuto in massima parte proprio al settore delle costruzioni ed a quello dei mezzi di trasporto. Cresce invece la spesa per macchinari, attrezzature e beni immateriali dello 0,6% rispetto al periodo precedente, dato assai incoraggiante vista la diretta applicazione sulle dinamiche produttive, dando impulso alla risalita della domanda.

⁹¹ BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, Numero 4, Roma, Ottobre 2015, p. 21

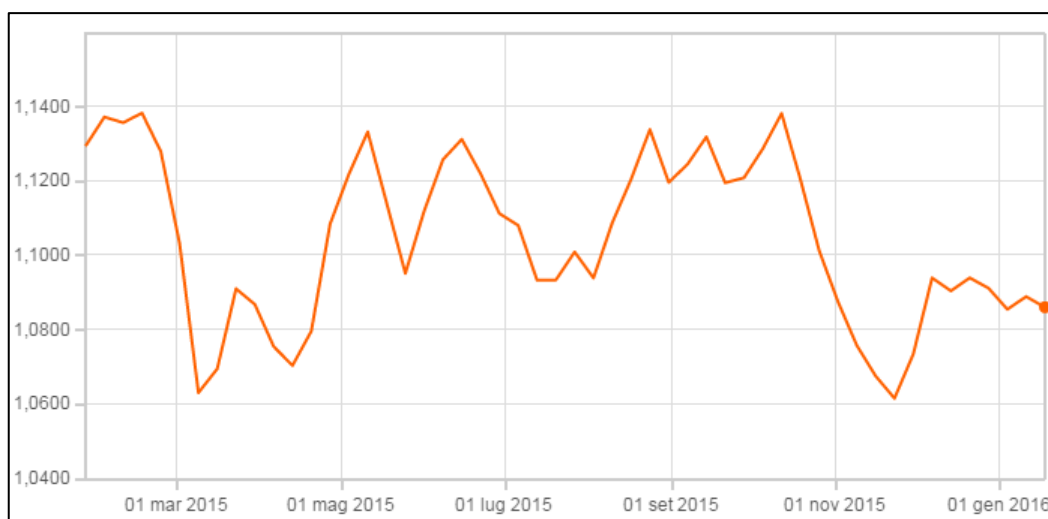


Figura 16-Tasso di cambio EUR/USD, serie annuale

Una menzione a parte merita il mercato immobiliare, poiché a parte il settore costruttivo che nonostante l'aumentata fiducia nella ripresa stenta a risalire, il mercato della compravendita di immobili sta registrando una buona crescita, del 4% circa rispetto al periodo precedente, con l'interruzione della flessione del prezzo delle case. A favorire tale recupero, oltre alle più favorevoli prospettive macroeconomiche, anche il miglioramento delle condizioni di finanziamento, dato

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (1) (saldi in miliardi di euro)				
VOCI	2013	2014	gen.-lug. 2014	gen.-lug. 2015
Conto corrente	14,3	31,5	13,4	14,4
Merci	36,0	49,2	27,7	28,7
prodotti non energetici (2)	87,6	90,3	53,5	47,9
prodotti energetici (2)	-51,6	-41,1	-25,8	-19,2
Servizi	0,7	-0,6	-0,4	0,4
Redditi primari	-4,4	-0,5	-2,8	-3,9
Redditi secondari	-18,1	-16,6	-11,2	-10,8
Conto capitale	0,2	3,4	-0,1	-0,7
Conto finanziario	11,0	46,2	18,0	11,3
Investimenti diretti	0,6	5,0	1,5	9,1
Investimenti di portafoglio	-14,6	-4,5	-88,4	25,0
Derivati	3,0	-3,6	-2,4	0,7
Altri investimenti	20,4	50,2	107,4	-23,6
Variazione riserve ufficiali	1,5	-1,0	0,0	0,1
Errori e omissioni	-3,5	11,4	4,7	-2,4

(1) Secondo gli standard internazionali pubblicati in FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6). Per gennaio-luglio 2015 dati provvisori. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat.

Figura 17-Bilancia commerciale, Italia

accumulato nel biennio, superiore al 2% di crescita.

dalla costante crescita degli immobili acquistati mediante concessione di un mutuo.

Tale ritorno alla crescita è certificato inoltre dall'aumento delle esportazioni negli ultimi due anni, in continua salita, avvantaggiati da un euro debole nei confronti del dollaro, con i tassi di cambio EUR/USD ai minimi degli ultimi anni (Figura 16).

Nonostante nell'ultimo trimestre analizzato si sia verificata una debole flessione a causa del relativo apprezzamento della moneta, ciò non ha inciso tuttavia sul buon risultato

Seppur sia stato registrato un aumento delle importazioni, la bilancia commerciale evidenzia un surplus di conto corrente, complice la crisi di prezzo del settore energetico, pari a circa 14,4 miliardi di euro. L'aumento delle esportazioni verso i paesi dell'UE ha visto come contraltare la riduzione delle esportazioni verso i paesi esterni all'Unione: tale aumento è riconducibile, essenzialmente, ai prodotti derivanti dal settore della raffinazione petrolchimica, dalle imprese farmaceutiche e dai prodotti del "Made in Italy".

Per quanto riguarda i titoli di Stato, la domanda è stata alquanto elevata da parte degli investitori esteri, con un acquisto netto di titoli pubblici pari a 56,7 miliardi di euro. I titoli acquistati da soggetti residenti invece ammontano a circa 98 miliardi di euro, per due terzi detenuti da fondi comuni. Le stesse banche italiane, inoltre, hanno investito in titoli esteri, principalmente francesi, spagnoli, tedeschi, per 25,9 miliardi di euro.

Il mercato del lavoro, frutto anche delle riforme poste in essere dal governo nell'ultimo biennio, sta vivendo una crescita che mancava da molto tempo, dopo gli effetti deprimenti causati dalla crisi che aveva comportato la chiusura di migliaia di imprese e la conseguente perdita di posti di lavoro. L'occupazione nel bimestre luglio-agosto è salita in media dello 0,4%, confermando lo stesso tasso di crescita del periodo precedente. La crescita dell'occupazione, tuttavia, ha riguardato solo il lavoro dipendente, aumentata dello 0,5% ed appoggiata a forme contrattuali garanti di maggior stabilità, controbilanciata da una diminuzione pari allo 0,3% del lavoro autonomo. L'aumento delle assunzioni a tempo indeterminato è stata favorita sia dagli sgravi fiscali a carico dei datori di lavoro, sia grazie alla nuova disciplina del licenziamento individuale, come previsto dal *Jobs Act*, D.L. 183/2014.

Occupazione e disoccupazione (dati trimestrali stagionalizzati; migliaia di persone; milioni di ore; variazioni percentuali sul trimestre precedente)					
VOCI	Consistenze	Variazioni			
		3° trim. 2014	4° trim. 2014	1° trim. 2015	2° trim. 2015
Totale occupati	24.453	0,2	0,1	..	0,3
<i>di cui:</i> industria in senso stretto	4.202	-0,4	0,1	-0,7	-0,1
servizi privati (1)	10.496	0,5	0,1	0,4	..
Dipendenti	18.219	0,2	-0,1	..	0,5
Autonomi	6.234	..	0,4	..	-0,3
Ore lavorate	10.573	0,2	0,4	0,1	0,3
<i>di cui:</i> industria in senso stretto	1.835	1,1	0,7	-0,3	-0,7
servizi privati (1)	4.810	0,2	0,3	0,2	0,3
Dipendenti	7.186	0,3	0,2	0,4	0,4
Autonomi	3.387	0,1	0,9	-0,5	0,2
Persone in cerca di occupazione	3.179	2,8	0,4	-3,9	1,1
Forze di lavoro	25.625	0,5	0,2	-0,5	0,5

Fonte: Istat, *Conti economici trimestrali* (per gli occupati e le ore lavorate) e *Rilevazione sulle forze di lavoro* (per le persone in cerca di occupazione e le forze di lavoro).
(1) Esclusi i servizi alle famiglie e agli individui.

Figura 18-Occupazione e Disoccupazione, Italia

Come si può vedere nella Figura 18 inoltre, nel primo trimestre del 2015 sono diminuite le persone in cerca di occupazione. Il tasso di disoccupazione nel terzo trimestre si è ridotto fino al 12%,⁹² con una riduzione altresì del tasso di disoccupazione giovanile confermatosi al 40,5%, dopo una crescita di oltre venti punti percentuali tra il 2008 e il 2014. Inoltre, si è ridotto l'utilizzo della Cassa Integrazione guadagni, strumento assai sfruttato nel periodo della crisi, segno che la ripresa economica sta prendendo piede.

Una debolezza intrinseca del sistema europeo, già identificata, quale l'inflazione, si riflette anche a livello nazionale con un tasso di crescita in linea con la media europea pari allo 0,2%, influenzato anche dalla componente energetica che da tempo registra cali nei prezzi, stante la discesa ormai ciclica dei prezzi delle materie prime, su tutte il petrolio. Gli stessi analisti prospettano una dinamica appena positiva, nell'ordine di crescita vigente, per tutto il 2015, con aspettative simili anche per l'anno seguente. L'inflazione di fondo, depurata dalle componenti più volatili, si attesta allo 0,8%, con i servizi a trainare a discapito dei beni, in rallentamento, tali da comportare una discesa dei prezzi della produzione industriale, ancora una volta sospinta dalla componente energetica.

3.1.2. Il settore finanziario

Il mercato del credito italiano, sulla scia di quanto fin qui esposto, si sta lentamente riprendendo, anche grazie alle misure d'aiuto adottate dall'Eurosistema.

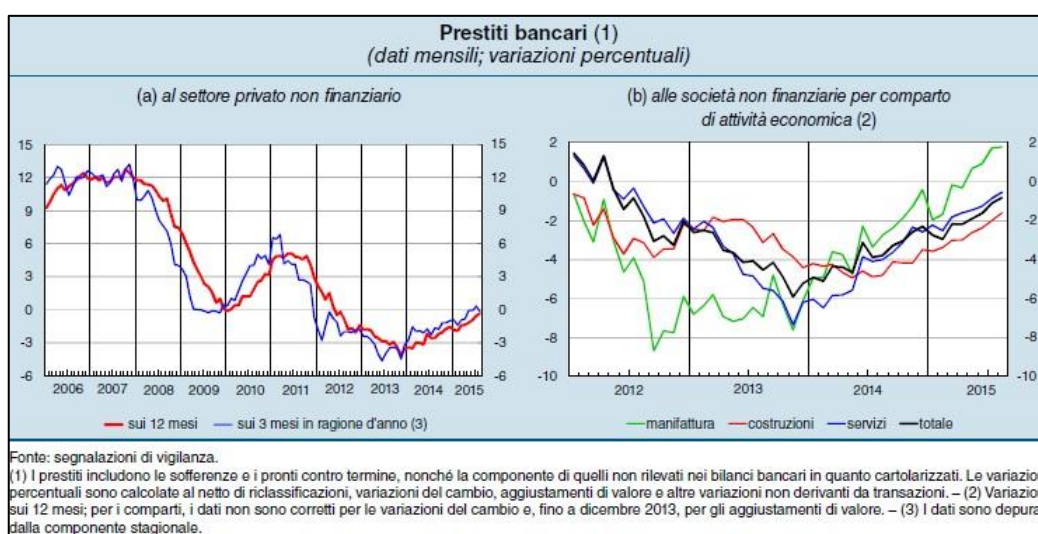


Figura 19-Prestiti Bancari, Italia

⁹² Dati Istat, su: BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, Numero 4, Roma, Ottobre 2015, p. 33

Il credito al settore privato non finanziario si è stabilizzato, mentre si è rafforzata la crescita dei prestiti alle imprese manifatturiere, con un costo lievemente diminuito, a migliori condizioni d'offerta, nonostante la contrazione relativa ai prestiti concessi alle imprese dei settori delle costruzioni e dei servizi.

La raccolta delle banche, sia al dettaglio che all'ingrosso, si è ridotta dopo il forte aumento nei primi mesi del 2015.

Le condizioni di accesso al credito sono lievemente migliorate nel terzo trimestre del 2015, anche grazie al Fondo di Garanzia⁹³ sui prestiti concessi alle piccole e medie imprese che ha costituito un valido strumento per sostenerne i finanziamenti.

Il costo dei prestiti alle aziende ha registrato un'ulteriore riduzione, identificabile nel tasso di interesse discendente, attestandosi intorno al 3,8% per le consistenze in essere a breve termine e al 2% per le nuove erogazioni. Anche i differenziali rispetto all'area euro sono stabili, a 15 punti base per i prestiti erogato alle aziende e 50 punti base per i mutui alle famiglie.

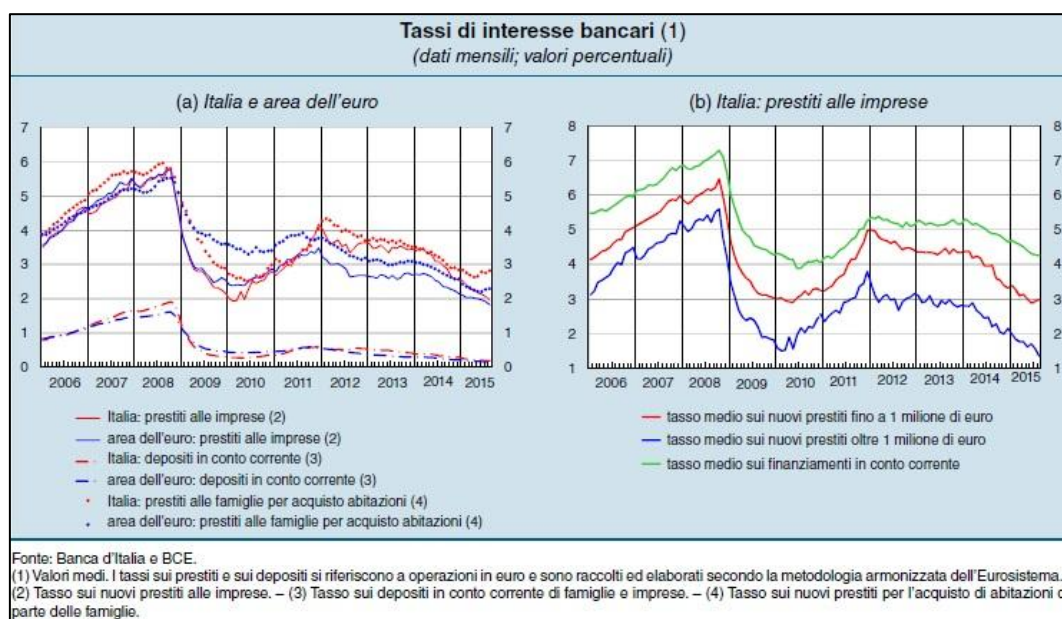


Figura 20-Tassi di Interesse, Italia

Il settore bancario tuttavia ancora adesso si ritrova a dover fronteggiare i “postumi” della crisi che ha gravato sulle imprese negli ultimi anni, poiché persiste una quota del 10,3% sui prestiti totali in essere che viene catalogata come credito in sofferenza,

⁹³ Tale fondo si presta come garante pubblico nei confronti delle piccole e medie imprese che hanno contratto un prestito con un intermediario finanziario, necessario per il sostenimento finanziario dell'impresa. Fonte: BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, Numero 4, Roma, Ottobre 2015, p.

nonostante tale quota sia in discesa rispetto al trimestre precedente. A tal fine, anche il governo sta lavorando al fine di rendere le procedure di smobilizzo più agevoli, anche tramite la cessione del credito destinata ad alimentare mercati secondari degli attivi deteriorati: ridurre l'incidenza delle sofferenze sui bilanci bancari si presenta come una priorità poiché permette di liberare nuovi flussi di credito disponibili per l'economia.

Il sistema bancario inoltre, da gennaio 2016, vede l'adozione del meccanismo, alquanto discusso in questo periodo⁹⁴, del *bail-in*, che prevede come la crisi di un istituto bancario debba essere risolta prima di tutto tramite la riduzione del valore delle azioni e la conversione di alcuni crediti a loro volta in azioni, al fine di assorbire le perdite mantenendo una capitalizzazione adeguata e la fiducia del mercato, lasciando intatti i depositi fino a 100.000 euro.

La redditività dei principali gruppi bancari è in miglioramento, con un indice ROE del 6,3% al 30 giugno 2015, rispetto al 2,9% del primo semestre dell'anno precedente. A contribuire, l'aumento delle commissioni che ha innalzato il margine di intermediazione, al fine di bilanciare la discesa dei tassi di interesse. Anche il tasso di patrimonializzazione è migliorato, oltre che per il miglioramento della redditività anche grazie alle varie operazioni di aumento del capitale portate a termine dagli azionisti. Al tutto ha contribuito la discesa degli indici di rischio sulle attività detenute.

3.1.3. I conti pubblici

Il mercato finanziario è stato a lungo soggetto a turbolenze nella seconda parte del 2015, derivanti da un andamento altalenante a livello globale, ma con una particolare stabilità per i titoli del debito sovrano grazie all'accordo tra il governo greco ed i suoi creditori, che ha permesso di evitare un contagio degli altri mercati con simili

⁹⁴ Sul finire del 2015, a seguito della crisi di quattro istituti bancari italiani, accusati di emettere obbligazioni senza la dovuta *disclosure* sui rischi, il governo italiano ha usato risparmi pubblici prevenendo l'entrata in vigore del meccanismo del *bail-in* per salvare tali istituti. Ciò ha provocato accese proteste, date le modalità dell'intervento che hanno gravato sui privati risparmiatori.

Cfr.: L. N. ANTONELLI, *Banche, con l'arrivo del 2016 il bail-in è ufficiale in Italia. Ecco chi rischia*, <http://www.wallstreetitalia.com/e-ufficiale-bail-in-con-crac-banche-rischiano-conti-correnti-con-oltre-100-000-euro/>, 2016 [ultima cons. 07-01-2016]

caratteristiche. I premi sui titoli sovrani sono diminuiti con gradualità fino a stabilizzarsi dopo l'accordo greco, con un differenziale tra i *Bund* tedeschi ed i titoli

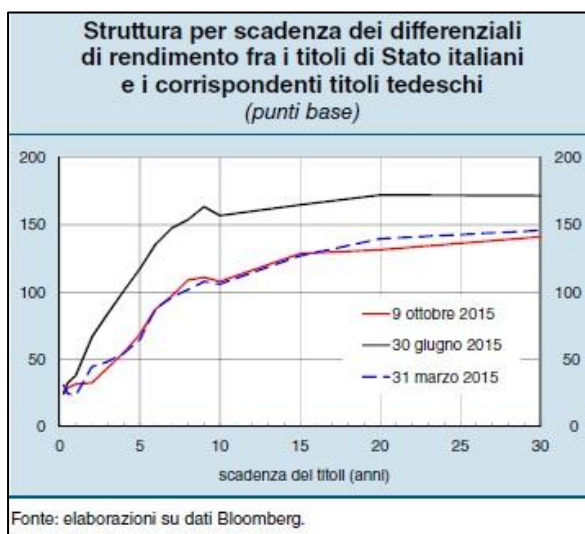


Figura 21-Differenziali di rendimento tra Bund e BTP

italiani stabilmente attorno a quota 108 punti base, in discesa di ben 49 punti rispetto al semestre precedente. I mercati azionari globali, tra cui quello italiano, hanno interrotto la loro rincorsa intorno al terzo trimestre del 2015, a seguito di turbolenze e dello scandalo Volkswagen,⁹⁵ che hanno aumentato la variabilità dei titoli stessi, poi in parte recuperata sul finire d'anno.

Gli afflussi netti di risparmio verso i fondi comuni si sono lievemente ridotti, seppur ancora consistenti, nell'ordine dei 30 miliardi di euro nel terzo trimestre, a fronte dei 39 miliardi di euro del trimestre precedente.

La situazione dei conti pubblici, espressa nel corso dell'anno dal DEF 2015⁹⁶ emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, ha visto poi in corso d'anno una correzione al rialzo dell'indebitamento a causa della sentenza della Corte Costituzionale che ha stabilito l'illegittimità della sospensione dell'indicizzazione delle pensioni al costo della vita nel biennio 2011-2013.

⁹⁵ Famosissima azienda tedesca costruttrice di automobili, tra i primi produttori mondiali, accusata dalle autorità statunitensi di aver alterato i test sulle emissioni inquinanti per permettere la vendita di automobili con motori i quali non rispettano le severe normative antinquinamento. Per tale motivo la casa automobilistica dovrà pagare lauti risarcimenti, nell'ordine di miliardi di dollari, che potrebbero avere forti conseguenze per l'industria automobilistica e l'indotto generato.

⁹⁶ Documento di Economia e Finanza, introdotto dalla L. 39/2011, è "il principale strumento di programmazione economica e finanziaria, indicante le strategie perseguite nel medio termine".

<http://www.mef.gov.it/documenti-pubblicazioni/doc-finanza-pubblica/index.html#cont5>

Tuttavia, la situazione debitoria netta in rapporto al Pil sembra seguire una dinamica discendente, a partire dall'anno in corso con una discesa di 0,4 punti percentuali rispetto al dato del 2014, con una dinamica attesa discendente fino a rientrare al di sotto della soglia del 120% del Pil nel 2019, per effetto della crescita attesa del PIL ad un tasso superiore a quella del debito netto.

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali aggregati delle Amministrazioni pubbliche (1) (percentuali del PIL)						
VOCI	2014 (2)	2015	2016	2017	2018	2019
Indebitamento netto	3,0	2,6	2,2	1,1	0,2	-0,3
Avanzo primario	1,6	1,7	2,0	3,0	3,9	4,3
Spesa per interessi	4,7	4,3	4,3	4,1	4,1	4,0
Indebitamento netto strutturale	0,7	0,3	0,7	0,3	0,0	0,0
Debito	132,1	132,8	131,4	127,9	123,7	119,8
Debito al netto del sostegno ai paesi della UEM (3)	128,4	129,3	127,9	124,6	120,5	116,6

Fonte: Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015.
 (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) I dati per il 2014 riportati nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2015 non tengono conto della revisione dei conti nazionali per il triennio 2012-14, resa nota dall'Istat con il comunicato stampa del 23 settembre 2015. – (3) Al netto dei prestiti bilaterali alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo al capitale dell'ESM.

Figura 22-Dati macroeconomici aggregati delle Amministrazioni Pubbliche

La spesa per interessi in percentuale rispetto al Pil è destinata a diminuire, ma, anche qui, tale indicatore percentuale non riflette la reale struttura dei flussi di pagamento poiché data la crescita del debito in termini reali anche la quota di interessi continuerà a salire (per effetto volume ed affetto tasso).

Incoraggiante appare invece la generazione di avanzi primari sempre più consistenti, in termini di paragone con il Pil, in quanto essi sono la prima fonte di recupero per il rientro dell'esposizione debitoria.

La Repubblica Italiana, infatti, da molti anni, è uno dei pochissimi fra i Paesi europei che riesce a far registrare costanti avanzi primari, i quali dovrebbero garantire il miglioramento della situazione debitoria, ma tale risultato è sempre vanificato dalla presenza di una elevatissima spesa per interessi, la quale determina di anno in anno la generazione di un deficit.

3.2. IL BILANCIO DELLO STATO

Lo Stato italiano, con cadenza annuale provvede alla redazione di un bilancio di gestione.

La formazione e redazione del Bilancio dello Stato avviene in ossequio alla Costituzione Italiana⁹⁷ il cui art. 81 recita: “[...] *Le Camere ogni anno approvano con legge il bilancio e il rendiconto consuntivo presentati dal Governo. [...] Il contenuto della legge di bilancio, le norme fondamentali e i criteri volti ad assicurare l'equilibrio tra le entrate e le spese dei bilanci e la sostenibilità del debito del complesso delle pubbliche amministrazioni sono stabiliti con legge approvata a maggioranza assoluta dei componenti di ciascuna Camera, nel rispetto dei principi definiti con legge costituzionale.*”

Innanzitutto, quello che viene chiamato Bilancio dello Stato non è un documento redatto a consuntivo, ma costituisce una previsione di spesa,⁹⁸ annuale e pluriennale, avente valore di legge e votato dal Parlamento italiano. Il bilancio vero e proprio a consuntivo prende il nome di Rendiconto Generale dello Stato, a sua volta diviso in rendiconto economico e patrimoniale, e redatto secondo la L. 196/2009. Nel conto del patrimonio del Rendiconto dello Stato viene rendicontato tutto ciò che è di competenza dello Stato.

L'iter completo della formazione dei conti economici nazionali prende avvio in primavera, dove entro il 10 aprile di ogni anno, in ossequio alla L. 39/2011, il governo deve presentare il Documento di Economia e Finanza, principale strumento della programmazione economica e finanziaria in quanto indica la strategia economica e di finanza pubblica da perseguire nel medio termine. È composto da tre sezioni, ovvero il programma di stabilità, la relazione sull'analisi della finanza pubblica ed il programma per le riforme d'intervento. Il DEF è inoltre soggetto ad opere di revisione ed aggiornamento, da presentarsi alle Camere entro il 20 settembre.

Entro il 15 ottobre poi, al governo spetta la redazione del Documento Programmatico di Bilancio, da redarsi secondo la normativa europea per essere consegnato in Commissione, contenente al suo interno un prospetto di entrate e spese e l'obiettivo di saldo di bilancio. Tale documento viene inoltre presentato al Parlamento, in

⁹⁷ Cfr.: H.S. ROSEN, T. GAYER, *Scienza delle Finanze*, Milano, McGraw-Hill, 2010, p. 16

⁹⁸ <http://www.mef.gov.it/documenti-pubblicazioni/doc-finanza-pubblica/index.html>

aggiunta alla proposta di legge di stabilità, che è il principale strumento di attuazione delle linee direttrici della politica economica. Infatti, tale disegno di legge contiene le proposte che vanno a realizzare gli adeguamenti necessari in ossequio a quanto disposto nel DEF nell'arco del triennio successivo. Una volta approvata, entro il 31 dicembre viene integrata alla proposta di bilancio, formando così il bilancio di previsione dello Stato per l'anno successivo.

Una particolare predisposizione della legge di bilancio, permette di dividere la spesa in missioni, ovvero le finalità perseguite dallo Stato, relativamente ad ogni ministero allo scopo di meglio localizzare la spesa. Si tratta in pratica di una riclassificazione di bilancio, suddividendo entrate e spese a seconda delle specifiche missioni che al momento sono 34.

Il bilancio è redatto inoltre per competenza e per cassa, in quanto l'entrata dello Stato è suddivisa in accertamento, nel quale l'Amministrazione acquisisce il diritto di riscuotere un credito da un determinato soggetto, e la riscossione ovvero il momento in cui tale credito viene versato nelle casse dello Stato. Allo stesso modo la spesa pubblica, in quanto l'impegno di spesa, iscrivibile per competenza, si differenzia dal pagamento in cui vi è l'erogazione della somma impegnata.⁹⁹ Il bilancio per questo motivo viene redatto in duplice versione, e permette di verificare la realizzazione dei residui, ovvero le differenze tra competenza e cassa che trovano soddisfazione in anni differenti.

3.2.1. Analisi del bilancio dello Stato

A partire dal Rendiconto Generale dello Stato relativo all'anno 2014, è possibile analizzare la qualità e quantità delle partite finanziarie che influiscono sulla creazione del saldo annuale, il quale produce ovvi riflessi diretti in capo alla gestione del debito pubblico.

Come è possibile rilevare dalla Tabella 3, le entrate accertate sono pari a circa 525 miliardi di euro, di cui le entrate tributarie rappresentano la massima parte con circa 439 miliardi, pari all'83,54% del totale.

⁹⁹ Cfr.: H.S. ROSEN, T. GAYER, *Scienza delle Finanze*, Milano, McGraw-Hill, 2010, p. 23

Tabella 3-Accertamenti per gli anni 2011-2014¹⁰⁰

TITOLI	Accertamenti 2011	Accertamenti 2012	Accertamenti 2013	Accertamenti 2014
Entrate tributarie	433.869	442.871	440.458	438.552
<i>Entrate ricorrenti</i>	425.954	440.240	431.447	429.873
Imposta sui redditi	174.828	175.465	175.119	175.425
Imposta sul reddito della società	45.532	46.155	48.333	40.098
Sostitutive	9.242	13.284	16.914	16.824
Altre imposte dirette	3.310	11.740	4.852	4.539
Imposta sul valore aggiunto*	116.687	112.220	106.703	113.125
Registro, bollo e sostitutiva	11.118	10.916	12.342	12.705
Accise e imposte erariali	22.123	35.945	35.091	35.320
Monopoli, giochi e lotterie	31.952	23.597	21.308	21.628
Altre imposte indirette	11.162	10.918	10.785	10.209
<i>Entrate non ricorrenti</i>	7.915	2.631	9.011	8.679
Sostitutive	5.606	1.542	3.161	3.629
Altre	2.309	1.089	5.850	5.050
Entrate extra-tributarie	65.698	74.076	85.665	84.388
<i>Entrate ricorrenti</i>	60.565	65.118	77.140	74.020
Entrate derivanti da servizi resi dalle amministrazioni statali	5.621	6.442	4.828	4.900
Redditi da capitale	10.491	8.482	8.871	10.041
Risorse proprie UE	2.328	2.074	1.976	2.155
Entrate da controllo e repressione irregolarità e illeciti	32.411	33.866	30.849	31.161
Entrate da gestione delle attività già svolte dall'AAMS			12.007	11.854
Altre	9.714	14.254	18.609	13.909
<i>Entrate non ricorrenti</i>	5.133	8.958	8.525	10.368
Entrate da carattere straordinario	5.133	8.958	8.525	10.368
Alienazione e ammortamento di beni patrimoniali e riscossione crediti	1.863	1.789	2.200	2.028
<i>Entrate non ricorrenti</i>	1.863	1.789	2.200	2.028
Vendita dei beni dello Stato	36	21	416	175
Altre entrate in conto capitale	1.827	1.768	1.784	1.853
ENTRATE FINALI	501.430	518.736	528.323	524.968

In generale, le entrate finali nel 2014 sono inferiori rispetto all'anno precedente di circa 3,6 miliardi, dei quali oltre il 57% derivante da un minor accertamento delle entrate tributarie. Tra queste tuttavia, assumono un ruolo fondamentale le imposte sui redditi, sia di persone fisiche che giuridiche, sia le imposte sul valore aggiunto, le quali sono aumentate in virtù dell'innalzamento dell'aliquota al 22% e di alcune disposizioni di pagamento dei debiti della Pubblica Amministrazione. La diminuzione dei redditi di società, oltre che a causa della congiuntura economica negativa, è dipesa anche da una modifica delle norme relative agli acconti *Ires* determinando un minor gettito nel 2014 in quanto assorbito già nell'anno precedente. Le entrate di natura extra-tributaria, di molto inferiori ma comunque assai cospicue, sono originate in linea di massima dalla gestione di alcuni servizi da parte dello Stato, e da attività di controllo e accertamento degli illeciti fiscali e tributari. Per quanto riguarda il 2014, hanno visto una diminuzione rispetto all'anno precedente

¹⁰⁰ DIPARTIMENTO DELLA RGS, MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Il Rendiconto per l'anno 2014 in breve*, Roma, 2015, p. 3

soprattutto con riguardo alla componente corrente, derivante dalla differente gestione della tassazione degli immobili e dei conseguenti trasferimenti ai Comuni.

Inoltre, una piccola percentuale proviene dalla vendita di beni dello Stato ed altre entrate in conto capitale come la cessione di partecipazioni e la privatizzazione di società pubbliche, attività che viene portata a termine con cadenza annuale con riguardo a particolari aziende di volta in volta identificate.

Tabella 4-Incassi per gli anni 2011-2014

TITOLI	Incassi 2011	Incassi 2012	Incassi 2013	Incassi 2014
Entrate tributarie	397.492	405.844	404.182	404.582
<i>Entrate ricorrenti</i>	389.349	403.307	395.638	395.841
Imposta sui redditi	165.903	166.605	166.250	165.119
Imposta sul reddito della società	37.689	38.630	41.590	34.796
Sostitutive	9.093	13.028	16.601	16.628
Altre imposte dirette	3.286	11.367	4.702	4.278
Imposta sul valore aggiunto*	100.323	97.333	90.157	95.112
Registro, bollo e sostitutiva	10.612	10.496	11.766	12.228
Accise e imposte erariali	20.914	32.859	32.472	35.080
Monopoli, giochi e lotterie	30.857	22.549	21.722	22.808
Altre imposte indirette	10.672	10.440	10.378	9.792
<i>Entrate non ricorrenti</i>	8.143	2.537	8.544	8.741
Sostitutive	5.858	1.511	3.163	3.434
Altre	2.285	1.026	5.381	5.307
Entrate extra-tributarie	33.770	37.776	52.406	53.280
<i>Entrate ricorrenti</i>	28.637	28.818	43.881	42.912
Entrate derivanti da servizi resi dalle amministrazioni statali	5.588	6.378	4.814	4.893
Redditi da capitale	8.006	6.108	6.457	7.389
Risorse proprie UE	2.285	2.032	1.884	2.081
Entrate da controllo e repressione irregolarità e illeciti	3.836	3.600	3.290	3.788
Entrate da gestione delle attività già svolte dall'AAMS			9.782	11.771
Altre	8.922	10.700	17.654	12.990
<i>Entrate non ricorrenti</i>	5.133	8.958	8.525	10.368
Entrate da carattere straordinario	5.133	8.958	8.525	10.368
Alienazione e ammortamento di beni patrimoniali e riscossione crediti	1.788	1.738	2.116	1.920
<i>Entrate non ricorrenti</i>	1.788	1.738	2.116	1.920
Vendita dei beni dello Stato	36	21	415	176
Altre entrate in conto capitale	1.752	1.717	1.701	1.744
ENTRATE FINALI	433.050	445.358	458.704	459.782

Passando dal bilancio per competenza a quello per cassa, gli incassi netti, pari a circa 460 miliardi di euro, seguono la medesima dinamica nelle proporzioni, benché relativamente inferiori rispetto agli accertamenti, come visibile in Tabella 4.

Nel complesso, gli incassi vedono il delinarsi di un profilo di crescita nel quadriennio, per il 2014 derivante per oltre l'80% dalla componente extra-tributaria.

TITOLI	Impegni 2011	Impegni 2012	Impegni 2013	Impegni 2014
Redditi da lavoro dipendente	88.859	87.674	87.206	86.538
Consumi intermedi	9.439	9.534	12.183	12.284
Imposte pagate sulla produzione	4.776	4.678	4.706	4.659
Trasferimenti correnti a AP	214.530	220.052	239.973	248.052
Trasferimenti correnti a famiglie e ISP	3.949	4.113	4.228	10.330
Trasferimenti correnti a imprese	4.338	5.662	5.720	5.521
Trasferimenti correnti a estero	1.696	1.629	1.703	1.755
Risorse proprie UE	16.789	16.492	17.622	17.659
Interessi passivi e redditi da capitale	73.748	81.369	81.869	81.073
Poste correttive e compensative	24.047	20.336	24.292	28.350
Ammortamenti	186	299	300	357
Altre uscite correnti	815	1.193	1.253	1.225
TOTALE SPESE CORRENTI	443.173	453.030	481.055	497.803
Investimenti fissi lordi e acquisti di terreni	5.694	4.995	6.541	5.527
Contributi agli investimenti	16.217	15.517	13.862	13.517
Contributi agli investimenti ad imprese	8.062	9.004	11.148	10.344
Contributi agli investimenti a famiglie e ISP	54	119	54	252
Contributi agli investimenti a estero	869	955	769	641
Altri trasferimenti in conto capitale	12.217	6.266	11.838	9.620
Acquisizione di attività finanziarie	5.390	7.955	26.964	36.928
TOTALE SPESE IN CONTO CAPITALE	48.502	44.812	71.175	76.830
TOTALE SPESE	491.675	497.842	552.230	574.633

Tabella 5-Impegni di spesa, anni 2011-2014

Anche per i pagamenti vi è una crescita, attestandosi intorno ad un'uscita di cassa di circa 535 miliardi di euro.

Gli impegni di spesa corrente sono cresciuti del 3%, frutto soprattutto dei trasferimenti correnti a famiglie ed istituzioni sociali, con un incremento di circa 6 miliardi dovuto al famoso "Bonus 80 euro", atto a ridurre il cuneo fiscale. In crescita anche i trasferimenti alle amministrazioni pubbliche, soprattutto con riguardo agli enti

TITOLI	Pagamenti 2011	Pagamenti 2012	Pagamenti 2013	Pagamenti 2014
Redditi da lavoro dipendente	89.870	87.285	87.300	86.497
Consumi intermedi	9.450	9.747	11.564	11.657
Imposte pagate sulla produzione	4.840	4.702	4.710	4.680
Trasferimenti correnti a AP	213.433	213.592	231.787	233.320
Trasferimenti correnti a famiglie e ISP	4.150	4.191	4.125	5.025
Trasferimenti correnti a imprese	4.554	5.781	5.835	5.129
Trasferimenti correnti a estero	1.788	1.650	1.577	1.748
Risorse proprie UE	16.789	16.492	17.622	17.659
Interessi passivi e redditi da capitale	73.594	81.551	81.966	80.992
Poste correttive e compensative	24.290	21.486	23.424	28.461
Ammortamenti	186	299	300	357
Altre uscite correnti	553	589	891	486
TOTALE SPESE CORRENTI	443.496	447.364	471.101	476.012
Investimenti fissi lordi e acquisti di terreni	6.371	5.877	5.763	5.290
Contributi agli investimenti	18.144	18.489	14.388	12.892
Contributi agli investimenti ad imprese	9.869	8.586	9.751	8.491
Contributi agli investimenti a famiglie e ISP	80	117	99	300
Contributi agli investimenti a estero	843	742	763	645
Altri trasferimenti in conto capitale	6.243	5.554	5.000	5.245
Acquisizione di attività finanziarie	6.195	7.381	25.049	26.542
TOTALE SPESE IN CONTO CAPITALE	47.745	46.746	60.813	59.406
TOTALE SPESE	491.241	494.110	531.913	535.418

Tabella 6-Pagamenti, anni 2011-2014

previdenziali complice la dinamica demografica che evidenzia il progressivo invecchiamento della popolazione, gli ammortamenti ed i consumi intermedi. Analoga dinamica è presente per i pagamenti, i quali registrano per le spese correnti un tasso di crescita medio annuo dell'1,8%.

Tabella 7-Avanzo primario, 2011-2014

	2011		2012		2013		2014	
<i>(milioni di euro)</i>	Compet.	Cassa	Compet.	Cassa	Compet.	Cassa	Compet.	Cassa
Entrate tributarie	433.869	397.492	442.871	405.844	440.458	404.182	438.552	404.582
Entrate extra-tributarie	65.698	33.770	74.076	37.776	85.665	52.406	84.388	53.280
Alienazione e ammort. beni	1.863	1.788	1.789	1.738	2.200	2.116	2.028	1.920
ENTRATE TOTALI	501.430	433.050	518.736	445.358	528.323	458.704	524.968	459.782
Spese correnti	443.172	443.497	453.031	447.365	481.055	471.101	497.803	476.011
Spese in c/capitale	48.503	47.745	44.811	46.746	71.176	60.813	76.829	59.405
SPESE TOTALI	491.675	491.242	497.842	494.111	552.231	531.914	574.632	535.416
Interessi	73.748	73.594	81.369	81.551	81.869	81.966	81.073	80.992
AVANZO PRIMARIO	83.503	15.402	102.263	32.798	57.961	8.756	31.409	5.358

Nella Tabella 7 è riportato l'avanzo primario generato dallo Stato nel periodo tra il 2011 ed il 2014, per competenza e per cassa.

Assume una maggiore importanza però, nell'ottica dell'implementazione delle politiche economiche nazionali, lo studio dell'avanzo primario e dei conti pubblici con riguardo al periodo futuro, indicativamente il triennio successivo.

Questa funzione è svolta dalla Legge di Bilancio, emanata con cadenza annuale allo scopo di fornire una stima dei risultati economici verosimilmente conseguibili nel periodo immediatamente successivo.

La previsione di Bilancio per gli anni 2016-2018

Come descritto in precedenza, il Governo con cadenza annuale emana la cosiddetta Legge di Bilancio, la quale si compone di un bilancio previsionale di stima triennale nel quale vengono recepiti gli indirizzi economici identificati nel Documento di Economia e Finanza, poi tramutati in numeri tramite la Legge di Stabilità, che va ad operare una modifica delle poste di bilancio interessate al fine di pervenire nella realtà economica dei fatti al risultato da perseguire.

La Tabella 8 illustra in maniera sintetica ed aggregata le voci di entrata e di spesa principali di previsione per il triennio seguente, così come previsto dalla Legge di Bilancio dopo aver recepito quanto previsto dalla Stabilità.¹⁰¹

Tabella 8-Previsioni di Bilancio 2016-2018, Competenza e Cassa¹⁰²

	L.B. 2016		L.B. 2017		L.B. 2018	
	Compet.	Cassa	Compet.	Cassa	Compet.	Cassa
<i>(milioni di euro)</i>						
Tributarie	491.750	461.192	508.463	477.905	521.354	490.796
Extra-tributarie	72.493	54.748	71.639	53.894	72.332	54.587
Alienazioni/ammort.	3.174	3.174	2.501	2.501	2.492	2.492
ENTRATE FINALI	567.417	519.114	582.604	534.301	596.178	547.875
Spese correnti (netto int.)	481.713	495.207	483.231	492.309	482.738	491.564
Interessi	84.157	84.157	85.833	85.833	87.663	87.663
Spese c/capitale	39.957	41.998	38.077	38.255	39.422	39.474
SPESE FINALI	605.828	621.362	607.140	616.398	609.824	618.702
Rimborso prestiti	218.485	218.485	259.196	259.196	236.343	236.343
RISPARMIO PUBBLICO	- 1.627	- 63.424	11.039	- 46.342	23.284	- 33.844
SALDO NETTO DA FINANZIARE	- 38.411	- 102.248	- 24.537	- 82.096	- 13.646	- 70.827
RICORSO AL MERCATO	- 256.896	- 320.733	- 283.732	- 341.292	- 249.989	- 307.170

E' possibile rilevare una forte crescita prevista delle entrate tributarie nel triennio, con un mantenimento pressoché stabile delle altre componenti d'entrata, al quale fanno da contrappeso spese totali stabili, ma in diminuzione rispetto ai dati a consuntivo degli anni precedenti, soprattutto con riguardo alle spese correnti. Gli interessi tuttavia, da corrispondersi in funzione del debito, nel triennio sono in crescita, questo a causa dell'aumento dello stock di debito, benché sia prevista una diminuzione in rapporto al Pil.

La parte più importante risulta la dinamica positiva che in questo contesto viene ad assumere la componente del risparmio pubblico e dell'indebitamento netto. Infatti, la voce "Risparmio Pubblico" è composta dalla somma delle entrate tributarie ed extra-tributarie, dalle quali vengono sottratte le spese correnti al lordo degli interessi. A partire dal secondo anno infatti, si stima l'originarsi di uno stock di risparmio pubblico, in crescita di anno in anno. Anche la dinamica dell'indebitamento netto

¹⁰¹ Si tratta della Legge di Stabilità 2016 che ha modificato la Legge di Bilancio valida per il triennio 2016-2018, la quale al momento è in attesa di approvazione da parte delle Camere.

¹⁰² Cfr.: Senato della Repubblica, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2016 e bilancio pluriennale per il triennio 2016-2018*, Roma, Dicembre 2015, pp. 26 ss.

prosegue su questo sentiero, arrivando a determinare un debito netto annuale che si dimezza ogni dodici mesi.

Tale dinamica è assai incoraggiante per il prosieguo della strada di recupero del debito, ma non ancora sufficiente, in quanto è possibile rilevare agevolmente come costantemente necessario ricorrere al mercato del debito, per provvedere al rimborso dei prestiti in scadenza nell'anno. Questo significa il ricorso all'emissione di nuovo debito per un importo superiore al debito da estinguere, anche se il volume marginale è decrescente negli anni. Ciò algebricamente va ad incrementare il debito pubblico in termini nominali, anche se in percentuale inferiore da un anno al successivo, nella spirale di auto alimentazione che prosegue ormai da decenni.

I movimenti di cassa sono tuttavia alquanto differenti rispetto alla gestione di competenza del periodo, soprattutto sul fronte delle entrate, tributarie ed extra-tributarie, che si presentano inferiori di circa il 7% per ogni anno rispetto a quanto spettante per competenza. Ciò si traduce, verificando anche la maggior quantità di spese rilevate per cassa rispetto a quanto dovuto per competenza, in una notevole fuoriuscita di liquidità che non è controbilanciata, provocando uno squilibrio di cassa.

Analizzando infatti la movimentazione di liquidità, non viene mai a generarsi nell'arco del triennio né un risparmio pubblico, né tantomeno una situazione di saldo netto positivo.

Il debito è quindi destinato ad aumentare in quanto il ricorso al mercato oltre a servire per provvedere al rimborso dei titoli e dei prestiti in essere, serve anche a rifinanziare il saldo ampiamente negativo.

In generale, la dinamica sul debito nel prossimo triennio è ampiamente negativa, con un preannunciato aumento in valore assoluto, destinato però ad un ridimensionamento in rapporto al Pil in quanto si prevede una crescita dell'economia, fatto che renderà perlomeno il debito più sostenibile agli occhi di sprovveduti ottimisti o cittadini non informati.

Tabella 9-Avanzo primario 2016-2018

<i>(milioni di euro)</i>	L.B. 2016		L.B. 2017		L.B. 2018	
	Competenza	Cassa	Competenza	Cassa	Competenza	Cassa
Entrate tributarie	491.750	461.192	508.463	477.905	521.354	490.796
Entrate extra-tributarie	72.493	54.748	71.639	53.894	72.332	54.587
Alienazioni/ammort.	3.174	3.174	2.501	2.501	2.492	2.492
ENTRATE TOTALI	567.417	519.114	582.604	534.301	596.178	547.875
Spese correnti	565.870	579.364	569.063	578.142	570.402	579.228
Spese in c/capitale	39.957	41.998	38.077	38.255	39.422	39.474
SPESE TOTALI	605.828	621.362	607.140	616.398	609.824	618.702
Interessi	84.157	84.157	85.833	85.833	87.663	87.663
AVANZO PRIMARIO	45.746	- 18.090	61.296	3.736	74.017	16.836

L'avanzo primario, ovvero la differenza tra entrate ed uscite, al netto della spesa per interessi passivi, è ampiamente positivo per competenza, mentre si dimostra assai ridimensionato se considerato nella dinamica per cassa, addirittura negativo in previsione per l'anno 2016, ma ciò nonostante permetterebbe allo Stato di generare "utili", in assenza di interessi sul debito.

Ciò impone due riflessioni:

1. il grande peso che la spesa per interessi ha sulle casse pubbliche, tale da comportare la generazione di grosse perdite che devono essere sanate con l'emissione di nuovo debito;
2. le possibilità di iniziative politico-sociali che avrebbe l'Italia in assenza di tale voce di spesa, che comporterebbe una redistribuzione alla cittadinanza delle risorse ed un miglioramento dei servizi offerti.

E dato che lo Stato esiste per servire il popolo, per garantire ai suoi cittadini equità, giustizia e prosperità, ecco che quello che sarebbe il più formidabile degli strumenti, l'avanzo primario, è invece più che totalmente destinato al servizio del debito e dei suoi detentori.

Occorre allora, quantomeno in questo Lavoro teorico, ipotizzare una inversione dei fini e dei mezzi: porre come fine il bene e la prosperità del popolo, e come mezzo l'avanzo primario ed una operazione di ristrutturazione del debito pubblico.

3.3. LA PROPOSTA DI RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Il punto di partenza per la ristrutturazione del debito, di un qualsiasi debito, è sempre una revisione di generazione di cassa al servizio del suo rimborso, che può essere dilatorio e/o remissorio.

L'analisi del bilancio e delle principali voci di bilancio a consuntivo per gli anni trascorsi e previsionali per gli anni futuri, unitamente alle prospettive economiche del Paese, hanno permesso di tracciare un primo quadro generale della portata dell'intervento necessario al fine di riequilibrare la situazione alquanto compromessa del debito sovrano.

In ossequio ai fini del presente lavoro, la proposta di ristrutturazione verte sull'utilizzo di strumenti di natura privatistica al fine di regolare la posizione dello Stato e garantirne la sua solvibilità: d'altronde, solamente l'utilizzo di strumenti di natura privatistica vede la possibilità dell'utilizzo di strumenti quali la revisione delle condizioni contrattuali di un debito, altrimenti difficoltose da applicare per una nazione sovrana, date le fortissime implicazioni politiche e sociali che si genererebbero come conseguenza ad una tale scelta.

Per questo motivo, alla base della ristrutturazione del debito sovrano, vi è un passaggio fondamentale, quale la costituzione di una società per azioni, soggetto tipico di diritto privato, la quale svolge la funzione di SPV, (*Special Purpose Vehicle*): tale società, tipicamente sfruttata nel settore bancario, nasce con lo scopo di cartolarizzare i debiti posseduti al fine di meglio ottemperare alla sua gestione.

Tale società veicolo, da qui in poi denominata "Progetto Rinascita Italia S.p.a." (in seguito, "PRI S.p.a."), appositamente costituita dallo Stato italiano e detenuta integralmente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, è la conferitaria della totalità del debito pubblico, diventando di fatto la società che cartolarizza il debito pubblico. Dal momento che il debito viene trasferito a "PRI S.p.a.", tale società dovrà poi occuparsi della soddisfazione dei creditori.

A tal scopo, in "PRI S.p.a." vengono conferite contestualmente le seguenti attività:

- le partecipazioni detenute dallo Stato: non tutte le partecipazioni o la titolarità delle società pubbliche, ma solo le partecipazioni in quelle società destinate alla privatizzazione, in modo da monetizzare le attività

finanziarie detenute le quali possono essere cedute in quanto non strategiche per la finalità economica e sociale dello Stato stesso;¹⁰³

- Il contratto stipulato tra “PRI S.p.a.” e il Governo, nel quale quest’ultimo si impegna a versare, con frequenza semestrale,¹⁰⁴ alla SPV una somma pari al 98% dell’avanzo primario generato per cassa nell’anno precedente, così come risultante dai bilanci nazionali redatti dalla Ragioneria Generale dello Stato.

L’avanzo primario generato assume quindi notevole importanza, poiché maggiore sarà la sua portata, maggiore sarà sostenibilità del piano di rimborso del debito.

Come esposto in precedenza, negli ultimi anni, con l’eccezione del 2010, l’Italia ha sempre registrato ampi avanzi primari, tra i 20 ed i 30 miliardi di euro annui, costantemente tramutatisi in disavanzo dopo la liquidazione degli interessi sul debito.

L’avanzo primario è quindi il fulcro per la ristrutturazione del debito pubblico.

In seguito a tale accordo di cessione dell’avanzo primario futuro (di importo aleatorio), lo Stato italiano non sarà più costretto a ricorrere al continuo indebitamento per coprire le proprie spese, inoltre il 2% di avanzo primario residuale (circa euro 500 milioni/anno nel primo periodo, poi in salita fino a circa 1,5 miliardi/anno) resterebbe a sua disposizione, utilizzabile per investimenti strutturali o contingenze temporanee o politiche sociali.

Tuttavia, come tra poco sarà evidente, il flusso di cassa annuale pari all’avanzo primario ceduto (i.e. il 98% di quello registrato dallo Stato) non è sufficiente a rimborsare la totalità del debito nominale accollato da “PRI S.p.a.”.

Ma è proprio in tale contesto che può essere applicato il concordato preventivo, con continuità aziendale.

La procedura di concordato prevede allora la seguente proposta: a fronte delle entrate garantite dalla liquidazione delle partecipazioni pubbliche detenute e dalla corresponsione di una somma pari all’avanzo primario generato dallo Stato, il debito viene ristrutturato, dopo essere stato diviso in apposite classi in base agli strumenti ed ai soggetti detentori, e dunque liquidato sulla base di un piano di rientro il quale prevede per ogni categoria diverse modalità e tempistiche.

¹⁰³ Il tema sarà trattato ampiamente nei prossimi paragrafi.

¹⁰⁴ Ipotesi su cui si fonda la modellizzazione in corso. Il debito cartolarizzato, viene ceduto in cambio di una *fee* periodica per la sua gestione pari ad una quota prestabilita dell’avanzo primario annuale generato dallo Stato.

Con riguardo ai titoli di Stato, tale ristrutturazione viene operata mediante uno *swap* tra i titoli già emessi e in circolazione con titoli di nuova emissione di valore nominale a sconto, denominato *haircut*, variabile in base al tipo di titolo scambiato, ed una ridefinizione del tasso di interesse applicato.

Descriviamo ora più in dettaglio i singoli passaggi.

3.3.1. La generazione del flusso di cassa

L'operazione di ristrutturazione si configura come una cartolarizzazione dei crediti futuri (la cessione dell'avanzo primario) i cui flussi di cassa sono utilizzati per il rimborso dei debiti emessi dalla SPV, di ammontare pari al debito pubblico oggetto di *swap* ossia di ristrutturazione.

Si assume che l'avanzo primario sia la principale fonte di liquidità per il rimborso del debito sovrano, tramite la sua cessione alla società "PRI S.p.a".

Come visto nel capitolo precedente, l'avanzo primario al netto degli interessi è positivo per il triennio 2016-2018, come d'altronde lo è stato nell'arco degli ultimi vent'anni, tranne nel 2010.

Quando si è parlato però di avanzo primario consegnato alla società veicolo con cadenza annuale, bisogna distinguere tra risparmio pubblico ed indebitamento netto. Per il nostro lavoro, deve essere utilizzato il risparmio pubblico, generato nel conto economico dello Stato come differenza tra la somma delle entrate tributarie ed extratributarie e la spesa corrente: ovviamente, non viene ricompresa la spesa per interessi in quanto ora sostenuti da "PRI S.p.a.", nonché le poste straordinarie di entrata in quanto ora di competenza della SPV, ma vi rientrano le spese in conto capitale, investimenti che lo Stato compie nello svolgimento di una politica attiva nell'ambito economico nazionale, tramite acquisizione di partecipazioni e assegnazione di fondi ad altri soggetti.¹⁰⁵

Al fine di poter ancora garantire la funzione pubblica, l'accordo tra il Governo e "PRI S.p.a." prevede che solo una parte dell'avanzo pubblico generato, pari al 98% del totale, sia ceduta al soggetto privato, con il restante 2% ad alimentare la liquidità delle casse statali per garantire la capacità di far fronte ad impegni di emergenza e di necessità, sui quali per l'appunto si basa la funzione stessa dell'essere Stato.

¹⁰⁵ Cfr.: "Spese in conto capitale", in *Simone Dizionari*, <http://www.simone.it/newdiz/newdiz.php?dizionario=6&id=2911> [ultima cons. 12-01-2016]

L'inizio dell'operatività della nuova entità viene stabilita nel primo giorno dell'anno 2016, e la base di partenza per la ricostruzione dell'avanzo primario è la Legge di Bilancio relativa al triennio 2016-2018.

Nei bilanci presentati non compaiono più le voci d'entrata relative ad alienazioni ed ammortamenti, in quanto non più parte statale ma conferiti nella società stessa.¹⁰⁶

Tabella 10-Deficit di bilancio al lordo interessi, prospetto di cassa 2016-2018 (L.B. 2016)

LEGGE DI BILANCIO 2016-2018; PROSPETTO PER CASSA			
<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018
Entrate tributarie	461.192	477.905	490.796
Entrate extra-tributarie	54.748	53.894	54.587
ENTRATE TOTALI	515.940	531.800	545.383
Spese correnti	579.364	578.142	579.228
Spese in c/capitale	41.998	38.255	39.474
SPESE TOTALI	621.362	616.398	618.702
DEFICIT	- 105.422	- 84.598	- 73.319

Dalla Tabella 10 appare evidente come lo Stato, nel prossimo triennio, sia destinato alla realizzazione di un disavanzo, una volta conteggiata la spesa per interessi.

La prima operazione da effettuare riguarda lo storno degli interessi dalle spese correnti, in quanto tale uscita di cassa non sarà più spettante al governo, ma diverrà di gestione della società privata, "PRI S.p.a". Una volta effettuata tale operazione, l'avanzo primario si presenta come in Tabella 11.

Tabella 11-Avanzo primario al netto interessi, prospetto per cassa 2016-2018 (L.B. 2016)

LEGGE DI BILANCIO 2016-2018; PROSPETTO PER CASSA			
<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018
Entrate tributarie	461.192	477.905	490.796
Entrate extra-tributarie	54.748	53.894	54.587
ENTRATE TOTALI	515.940	531.800	545.383
Spese correnti	579.364	578.142	579.228
Spese in c/capitale	41.998	38.255	39.474
SPESE TOTALI	621.362	616.398	618.702
Interessi	84.157	85.833	85.833
AVANZO PRIMARIO	- 21.264	1.235	12.514

¹⁰⁶ Capitolo 3.3.2.

La spesa per interessi, come visto nel capitolo precedente, è assai imponente ed il suo venir meno presenta effetti benefici rilevanti per le casse statali: il saldo è negativo nel primo anno, (fatto molto grave e registrato solo nel 2010, ma allora i tassi di interesse erano maggiori di circa 150 bps rispetto agli attuali), ma diventa positivo nel biennio successivo, permettendo di ben sperare per il futuro seguente in una generazione di cassa in grado di sostenere i flussi da destinarsi alla società di gestione del debito.

Tale avanzo primario, nonostante sia di buona dimensione, ancora non è sufficiente per soddisfare le esigenze determinate dal suo utilizzo finale, ma è tuttavia possibile intervenire ulteriormente sulle variabili che compongono la formazione del bilancio pubblico, operando una razionalizzazione della spesa su più livelli al fine di rendere più efficiente la macchina pubblica.

Tale operazione, detta di *spending review*, impegna da sempre uomini e tempo al fine di meglio allocare le risorse disponibili con l'obiettivo di ridurre sprechi e disfunzioni. Una strategia di riduzione della spesa può prevedere infinite sfaccettature ed aree di intervento, andando ad agire su una componente piuttosto che un'altra e dunque favorendo una determinata categoria economica e sociale a discapito delle altre.

Al fine del modello teorico in costruzione, come prospetto di *spending review* viene adottata la riforma di spesa pubblica redatta nel 2014 dal commissario di governo prof. Carlo Cottarelli, posto a capo di tale impegnativo ruolo, con l'obiettivo di riduzione della spesa pubblica nel triennio 2014-2016.

Tabella 12-Piano Cottarelli¹⁰⁷ per la *spending review*, 2014

RISPARMI ANNUI (miliardi di euro)	2014	2015	2016
Efficientamento Diretto	2,2	5,2	12,1
Iniziative Su Beni E Servizi	0,8	2,3	7,2
Pubblicazione Telematica Appalti Pubblici	0,2	0,2	0,2
Gestione Immobili		0,2	0,5
Costi Riscossione Fiscale		0,4	0,4
Fabbisogni Standard Dei Comuni		0,5	2,0
Consulenze E Auto Blu	0,1	0,2	0,3
Stipendi Dirigenti	0,5	0,5	0,5
Corsi Di Formazione	0,1	0,1	
Inquinamento Luminoso	0,1	0,2	0,3
Altre Proposte Da Gruppi Ministeriali	0,4	0,6	0,7
Riorganizzazioni	0,2	2,8	5,9

¹⁰⁷ Cfr.: C. COTTARELLI, *Proposte per una revisione della spesa pubblica (2014-2016)*, 27 Marzo 2014, Roma, p. 5

Riforma Provincie	0,1	0,3	0,5
Sinergie Corpi Polizia		0,8	1,7
Spese Enti Pubblici	0,1	0,2	0,3
Digitalizzazione		1,1	2,5
Prefetture, Vigili Del Fuoco, Capitanerie Di Porto		0,2	0,4
Altre Sedi Periferiche Nelle AC		0,1	0,4
Razionalizzazione Comunità Montane		0,1	0,1
Costi Politica	0,4	0,7	0,9
Comuni, Regioni, Finanziamento Partiti	0,2	0,3	0,4
Organi Costituzionali E Rilevanza Costit.	0,2	0,4	0,5
Riduz. Trasferimenti Inefficienti	2,0	4,4	7,1
Trasferimenti A Imprese (Stato)	1,0	1,6	2,2
Trasferimenti A Imprese (Regioni)	0,4	0,6	0,8
Prova Reddito Per Indennità Accompagno		0,1	0,2
Abusi Pensioni Di Invalidità		0,1	0,2
Tagli Microstanziamenti	0,2	0,2	0,2
Partecipate Locali (TPL E Altro)	0,1	1,0	2,0
Trasferimenti A Trasporto Ferroviario	0,3	0,8	1,5
Spese Settoriali	2,2	5,0	7,9
Difesa	0,1	1,8	2,5
Misure Patto Salute E Costi Standard	0,3	0,8	2,0
Contributo Temporaneo Pensioni	1,4	1,0	0,5
Indicizzazione Pensioni		0,6	1,5
Allineam. Contrib. Donne	0,2	0,5	1,0
Revisione Pensioni Guerra	0,2	0,3	0,3
Pensioni Reversibilità (Flussi)			0,1
Totale	7,0	18,1	33,9

Tale lavoro, come descritto dallo stesso Autore,¹⁰⁸ necessitava della collaborazione del governo stesso nell'implementazione di riforme adeguate alla portata delle voci di spesa da eliminare o modificare, al fine di poter applicare tali tagli alle uscite.

La situazione di ipotetica crisi che porta alla costituzione della società "PRI S.p.a.", nel modello teorico, è idonea a far pensare al governo come disposto ad applicare tali riforme di spesa.

Il risparmio derivante dalla *spending review* è assai cospicuo. Per la precisione, il piano proposto dal commissario Cottarelli nella prima parte del 2014, prevedeva una riduzione delle spese nell'ordine dei 7 miliardi nel 2014 stesso, per poi salire a 18,1 miliardi di euro risparmiati nel 2015 e ben 33,9 nel 2016 (Tabella 12).

Ai fini del modello teorico, si decide di applicare il piano nella sua interezza, a partire dal 2016 come primo anno, quindi con una riduzione della spesa corrente per tale anno di 7 miliardi di euro, seguendo lo schema di riduzione proposto per i periodi successivi.

Il risultato che viene a presentarsi è osservabile nella Tabella 13.

¹⁰⁸ La riforma proposta, non è mai stata adottata dal Governo.

Tabella 13-Avanzo primario dopo applicazione di interventi di *spending review*, prospetto per cassa (L.B. 2016)

LEGGE DI BILANCIO 2016-2018; PROSPETTO PER CASSA			
<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018
Entrate tributarie	461.192	477.905	490.796
Entrate extra-tributarie	54.748	53.894	54.587
ENTRATE TOTALI	515.940	531.800	545.383
Spese correnti	579.364	578.142	579.228
Spese in c/capitale	41.998	38.255	39.474
SPESE TOTALI	621.362	616.398	618.702
Interessi	84.157	85.833	85.833
AVANZO PRIMARIO PRE/RIFORME	- 21.264	1.235	12.514
<i>Spending review</i>	7.000	18.100	33.900
AVANZO PRIMARIO POST/RIFORME	- 14.264	19.335	48.244

Come si può notare, la dinamica è fortemente positiva, con un avanzo totale che supera i 45 miliardi nel 2018 dopo un triennio in cui vengono raggiunti i massimi risultati in fatto di riordino delle spese pubbliche.

Non è tuttavia ancora terminato il calcolo di quanto lo Stato è in grado di generare per la parte corrente, poiché al prospetto per cassa manca ancora la componente derivante dal rientro di imposte sfuggite nei periodi precedenti alla corresponsione, in quanto frutto di attività di evasione fiscale. Le somme derivanti da tali attività di accertamento, sono somme assai elevate: nel 2014 infatti, l’Agenzia delle Entrate ha recuperato ben 14,2 miliardi di euro di imposte a loro tempo non versate,¹⁰⁹ in ascesa rispetto al 13,3 miliardi di euro del 2013. Ipotizzando dunque un piano di rafforzamento del controllo sulle dichiarazioni dei redditi e sulle attività economiche in generale, al fine di operare un recupero massiccio dei frutti dell’evasione, è possibile stimare a partire dal 2016 un rientro di cassa annuale di circa 15 miliardi di euro, iscrivibili a bilancio. Tale cifra va ad allargare le entrate totali, determinando dunque un avanzo primario per lo Stato ulteriormente incrementato.

¹⁰⁹ “Evasione, in 2014 recuperati 14,2 miliardi. Ma ora le Entrate rischiano il blocco”, in *Il Fatto Quotidiano*, <http://www.ilfattoquotidiano.it/2015/03/19/evasione-in-2014-recuperati-142-miliardi-entrate-rischiano-blocco/1520504/>, 19 marzo 2015 [ultima cons. 18-01-2016]

Tabella 14-Avanzo primario con recupero dell'evasione, prospetto per cassa (L.B. 2016)

LEGGE DI BILANCIO 2016-2018; PROSPETTO PER CASSA			
<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018
Entrate tributarie	461.192	477.905	490.796
Entrate extra-tributarie	54.748	53.894	54.587
ENTRATE TOTALI	515.940	531.800	545.383
Spese correnti	579.364	578.142	579.228
Spese in c/capitale	41.998	38.255	39.474
SPESE TOTALI	621.362	616.398	618.702
Interessi	84.157	85.833	87.663
AVANZO PRIMARIO PRE/RIFORME	-	1.235	12.514
Spending review	7.000	18.100	33.900
Recupero evasione fiscale	15.000	15.000	15.000
AVANZO PRIMARIO POST/RIFORME	736	34.335	63.244

L'ultima parte di revisione della spesa pubblica al fine di migliorare la generazione di avanzo primario avviene con riguardo alla voce delle spese sostenute in conto capitale.

Infatti, all'interno di tale categoria sono ricomprese molteplici voci, le quali distinguono in acquisto di terreni e investimenti fissi, contributi agli investimenti generali, contributi agli investimenti a imprese, famiglie e istituzioni sociali private, investimenti all'estero, trasferimenti in conto capitale ed acquisto di partecipazioni. Ai fini del lavoro, in un'opera di razionalizzazione della spesa, si è scelto di mantenere come voce di spesa in conto capitale solamente le spese relative ai contributi concessi a famiglie ed imprese e istituzioni sociali, dato il loro ruolo di miglioramento del benessere della popolazione, e di dimezzare l'importo relativo ai contributi agli investimenti generali. Tutte le altre uscite in conto capitale sono state rimosse, in quanto inoltre non ritenute fondamentali nell'esercizio dell'attività statale.

Di seguito, in Tabella 15 il prospetto finale dell'avanzo primario generato.

Tabella 15-Avanzo primario finale, prospetto per cassa (L.B. 2016)

LEGGE DI BILANCIO 2016-2018; PROSPETTO PER CASSA			
<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018
Entrate tributarie	461.192	477.905	490.796
Entrate extra-tributarie	54.748	53.894	54.587
ENTRATE TOTALI	515.940	531.800	545.383
Spese correnti	579.364	578.142	579.228
Spese in c/capitale <u>corrette</u>	18.722	18.243	18.786
SPESE TOTALI	598.086	596.386	598.014
Interessi	84.157	85.833	87.663
Spending review	7.000	18.100	33.900
Recupero evasione fiscale	15.000	15.000	15.000
AVANZO PRIMARIO FINALE	24.012	54.347	83.933

La proiezione dei dati si ferma al 2018, ovvero è relativa al primo triennio di esercizio della società “PRI S.p.a.”, e ricostruita tramite utilizzo di fonti esistenti, ma ai fini della modellizzazione teorica si assume come l’avanzo primario generato al termine del terzo anno sia quanto realizzato dallo Stato anche negli anni successivi, in proiezione futura. Ciò è necessario al fine di poter stimare il valore attuale netto dei flussi di cassa che la società sarà in grado di realizzare di anno in anno in virtù del contratto di funzionamento stipulato con lo Stato, questo al fine di determinare l’attivo patrimoniale che viene conferito al soggetto nel momento della sua costituzione, e per la redazione del piano di rientro dall’esposizione debitoria in quanto le uscite annuali devono rimanere all’interno delle disponibilità finanziarie, al fine di non incorrere in un ulteriore indebitamento.

Tale avanzo primario è la quindi la prima e principale fonte di entrate della società di diritto privato “PRI S.p.a.”, per un importo pari al 98% del totale, il quale servirà unicamente per la solvenza del debito, ora non più pubblico in quanto incorporato dai bilanci statali e conferito alla *NewCo*.

Tabella 16-Flusso di Cassa, "PRI S.p.a."

<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018
AVANZO PRIMARIO	24.012	54.347	83.933
Percentuale di cessione	98%	98%	98%
FLUSSO DI CASSA "PRI SPA"	23.531	53.260	82.254
Residuo allo Stato	480	1.087	1.679

3.3.2. Le entrate derivanti dalla cessione di partecipazioni

Da alcuni anni, sulla scia di direttive di carattere europeo emanate in un'ottica di razionalizzazione dei costi pubblici e di miglior gestione aziendale, sempre più spesso si sente parlare di privatizzazioni. Lo Stato italiano, come tutte le nazioni sviluppate, nel periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale ha avviato ampie campagne incentrate sulla rinascita economica, per mezzo della fondazione e gestione di imprese operanti dei più disparati ambiti, e funzionali ad una miglior riuscita del programma economico. Tali imprese, di enormi dimensioni se rapportate alla maggior parte delle imprese esistenti sia per il personale impiegato che per i costi da affrontare, hanno da sempre sofferto di gravi crisi incentrate su cattive gestioni, consolate dal fatto che le perdite che venivano a generarsi, nell'ordine dei miliardi di euro, trovavano copertura tramite interventi statali, andando ad incidere in maniera assai pesante e significativa sui bilanci pubblici.

A partire dalla fine degli anni '90 però, su spinta europea dettata dalle nuove condizioni di entrata nell'Unione stabilite nel Trattato di Maastricht, si è iniziato a parlare di privatizzazioni, intese come la trasformazione dei tali suddette imprese pubbliche, in soggetti economici di diritto privati, società di capitali le cui partecipazioni erano di proprietà del Ministero dell'Economia e delle Finanze, ma in quanto azioni vendibili sui mercati agli investitori ed ai soggetti in ogni modo interessati ad acquisirne possesso.

Ancora adesso, ogni anno lo Stato effettua operazioni di privatizzazione per trasformare le società ancora pubbliche in soggetti privati, al fine di cederne le azioni e raccogliere proventi da destinarsi alla causa del debito pubblico.¹¹⁰

¹¹⁰ Cfr.: L. TEDOLDI, *Il conto degli errori*, Roma, Editori Laterza, 2015, pp. 116 ss.

Bisogna altresì affermare come il possesso delle partecipazioni permette allo Stato di segnare in bilancio entrate derivanti da dividendi provenienti da quelle società partecipate le quali generano utili, seppur per importi modesti se confrontati con le cifre che una nazione si trova a dover gestire nell'arco di un anno.

Alcune società pubbliche, ovvero privatizzate ma con la maggioranza o totalità delle azioni di proprietà dello Stato, non possono essere cedute a soggetti esterni data la loro importanza strategica per il bene nazionale. Altre società, invece, ben si prestano ad una cessione, in quanto le partecipazioni presentano un valore assai maggiore rispetto agli utili incassati annualmente, e trovano ampio spazio nel mercato.

Lo Stato italiano detiene partecipazioni dirette, attraverso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in ben 32 società.¹¹¹ Nel caso si volesse contare anche le partecipazioni indirette, ovvero detenute direttamente da queste 32 società o loro partecipate, il conto sorpassa le duemila unità.

Ai fini della proposta di ristrutturazione del debito pubblico, l'ipotesi utilizzata nel modello è la seguente: lo Stato italiano conferisce le partecipazioni alla società "PRI S.p.a." al momento della sua costituzione, contestualmente alla cessione del debito pubblico, e tale ultima si occupa della liquidazione di tali partecipazioni sul mercato. Le partecipazioni conferite non riguardano tutte le partecipazioni detenute dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, ma solamente quelle opportunamente identificate in separata sede come idonee ad una cessione ad investitori terzi, perché non fondamentali per la prosecuzione dell'attività statale propriamente intesa.

Una volta in suo possesso, spetterà a titolo esclusivo a "PRI S.p.a." la gestione della liquidazione di tali partecipazioni, la quale potrebbe ben aversi nel primo periodo di funzionamento della società, come dopo alcuni anni nei quali si gode delle entrate da dividendi.

Dopo analisi accurate, relativamente alla natura, valutazione e ruolo di tali società, con riferimento solamente alle partecipazioni dirette, si sono definite come cedibili e quindi conferibili alla *NewCo* le seguenti partecipazioni:

I proventi derivanti da cessione di partecipazioni in società vanno ad alimentare il fondo ammortamento titoli del debito pubblico, istituito con lo scopo di ridurre l'esposizione debitoria attraverso il riacquisto dei titoli sui mercati attraverso i suddetti proventi da partecipazioni.

¹¹¹Fonte:http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/finanza_privatizzazioni/finanza_privatizzazioni/Partecipazioni_dirette_del_MEF_-Novembre_2015_-_Per_sito_MEF.pdf

Tabella 17-Prospetto delle partecipazioni conferite

SOCIETA'	ATTIVITA' SOCIALE	QUOTA CEDUTA	VALORE QUOTA (milioni di €)	FORTE
GRUPPO FERROVIE DELLO STATO	Trasporti ferroviari	49%	€ 17.806,60	A ¹¹²
FINCANTIERI	Cantieri navali	30%	€ 350,00	B ¹¹³
CDP RETI	Holding	35%	€ 2.100,00	B
CDP GAS	Holding	n.d. ¹¹⁴	€ 505,00	B
RAI WAY	Torri di trasmissione segnale Rai	30,00%	€ 300,00	B
EXPO 2015	Gestione dell'Esposizione Universale 2015	40,00%	€ 18,71	A
RAI	Emittente radiotelevisiva	49,00%	€ 169,70	A
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA	Banca commerciale	4,02%	€ 194,57	C ¹¹⁵
FINMECCANICA	Costruzioni per la difesa, aerospazio	30,20%	€ 2.240,24	C
POSTE ITALIANE	Servizi finanziari, postali	14,60%	€ 1.284,80	C
STM Holding NV (STMICROELECTRONICS)	Microprocessori	50,00%	€ 710,97	C
ENEL	Servizio elettrico ed energia	25,50%	€ 9.333,00	C
ENI	Impresa petrolifera	4,34%	€ 2.189,10	C
EUR	Impresa immobiliare	100,00%	€ 625,80	A
CINECITTA'	Studi cinematografici	100,00%	€ 23,75	A
SOGIN	Gestione rifiuti nucleari	49,00%	€ 22,64	A
CONI SERVIZI	Servizi sportivi	49,00%	€ 22,11	A
ITALIA LAVORO	Gestione politiche del lavoro	49,00%	€ 42,51	A
RAM	Rete autostradale	100,00%	€ 2,28	A
STUDIARE SVILUPPO	Supporto attività e progetti pubblici	100,00%	€ 0,86	A
TOTALE			€ 37.942,64	

Appare dunque consistente il valore delle partecipazioni che vengono conferite alla società “PRI S.p.a.”, pari a circa 38 miliardi di euro. Le partecipazioni, come definito in sede di costituzione della società, sono altresì destinate alla cessione, al fine di generare liquidità col solo ed unico scopo di rendere solvibile il debito per il maggior

¹¹² Dati di bilancio tratti dal database AIDA, ipotizzata la cessione a valore contabile del patrimonio netto iscritto.

¹¹³ Dati presentati dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, il quale ogni anno illustra la politica di dismissione di partecipazioni pubbliche da condursi, descrivendo quali azioni saranno cedute ed in quale percentuale, oltre all’ipotetica somma realizzata a valori di mercato.

Cfr.: http://www.dt.tesoro.it/it/attivita_istituzionali/privatizzazioni/

¹¹⁴ Cessione della totalità della partecipazione detenuta, ma non è definita la percentuale di possesso.

¹¹⁵ Società con azioni quotate sul mercato telematico azionario, il valore della partecipazione ceduta è stato calcolato come percentuale del valore di capitalizzazione.

importo possibile. Per tutte, si è scelta la cessione delle partecipazioni detenute in quanto ritenute non strategiche per la prosecuzione della finalità ultima dello Stato, ovvero garantire il benessere dei cittadini:

3.3.3. La costituzione della Società

La società “PRI S.p.a.”, al momento della sua costituzione, presenterebbe uno stato patrimoniale così come esemplificato nella Tabella 18.

Tabella 18-Stato Patrimoniale, PRI S.p.a.

STATO PATRIMONIALE (milioni di euro)	
ATTIVO	PASSIVO
Partecipazioni	Debito Pubblico
37.942,64	2.192.001,23
∑ V.A. Avanzo Primario	PATRIMONIO NETTO
2.310.226,05	Capitale sociale
	120.000,00
	Riserve
	36.167,46
ATTIVO TOTALE	PASSIVO TOTALE
2.348.168,69	2.348.168,69

La composizione delle voci dello stato patrimoniale è così definita:

- Partecipazioni: valore delle partecipazioni definito dal prospetto della Tabella 17;
- ∑ V.A. Avanzo Primario: somma del valore attuale alla data di costituzione della società, degli avanzi primari destinati al soggetto privato, i quali ammontano al 98% degli avanzi primari conseguiti annualmente dallo Stato. Il calcolo è stato eseguito attualizzando i flussi di cassa in entrata ad un tasso medio di mercato del 3,80%, applicato nello specifico ai flussi dei primi tre periodi, ed in seguito equiparando l’ultimo flusso di cassa per il resto dei periodi a venire ad una rendita perpetua attualizzata sempre ad un tasso del 3,80%. Il tasso di sconto è stato individuato come tasso medio attualmente pagato sul debito pubblico, ricavato dal rapporto tra debito totale e spesa totale per interessi, pari per l’appunto al 3,80% circa;

Tabella 19-Ricostruzione del valore attuale netto dei flussi di cassa futuri, PRI S.p.a.

<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018	2019-....
Avanzo primario (Tab. 15)	24.012	54.347	83.933	83.933
Flusso di cassa a PRI S.p.a.	23.531	53.260	82.254	82.254
Tasso di attualizzazione	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Valore attuale	22.670	49.432	73.547	2.164.577
V. ATTUALE TOTALE	2.310.226			

- Debito Pubblico: il valore nominale del debito pubblico come definito nel Capitolo 1 del presente elaborato;
- Patrimonio Netto: composto dal capitale sociale conferito e dalle riserve obbligatorie, esso si presenta come la differenza algebrica tra i valori conferiti attive e passivo della SPV.

3.3.4. La ristrutturazione del debito

Una volta che il debito è stato accollato alla nuova società, innanzitutto non vi sarà più un suo incremento, perché il suo fabbisogno operativo è davvero modesto.

Il valore nominale del debito sarà oggetto di ristrutturazione in funzione della capacità di rimborso della *NewCo* – che dispone di un flusso di cassa annuale derivante dalla cessione del 98% dell'avanzo primario da parte dello Stato.

Trattandosi di società di diritto privato, l'amministratore presenterà al Tribunale competente una domanda per l'ammissione al concordato preventivo allegando un piano di risanamento della società.

La proposta di concordato si basa su di una suddivisione dei creditori per classi, operata dapprima in relazione agli strumenti che compongono l'esposizione debitoria, ed in secondo luogo rispetto alla categoria di soggetti che detengono tali strumenti.

Per quanto riguarda gli strumenti, vi è la ripartizione tra Titoli di Stato, che compongono la maggior percentuale del debito nella sua interezza, ed il residuo il quale è composto dai prestiti e mutui contratti dallo Stato nell'esercizio della sua funzione, nonché dai depositi dei cittadini, imprese ed altre istituzioni. I soggetti che detengono il debito invece, sono identificati in Banca d'Italia; istituzioni monetarie finanziarie residenti, ovvero il settore degli istituti di credito e delle imprese operanti a livello di investimenti nei titoli, fondi di investimento, assicurazioni, società di

gestione del risparmio e quant'altro; altri residenti, ovvero i cittadini e le imprese italiani i quali hanno investito i propri risparmi in titoli di stato o depositi; non residenti, ovvero soggetti di qualsiasi tipologia (istituzioni finanziarie, monetarie, cittadini, imprese di vario genere) non localizzate nel territorio italiano, i quali hanno effettuato investimenti in titoli di Stato o hanno concesso prestiti al Governo (rientrano nella categoria, ad esempio, i prestiti concessi dall'*European Financial Stability Facility*, al fine di supportare l'economia italiana).

Per ognuna di queste categorie, una volta identificata la dimensione dell'esposizione nei rispettivi confronti per tipologia di strumento, si è ipotizzata la realizzazione di un piano il quale tenga conto degli aspetti rilevanti di ogni soggetto, la tipologia di attività esercitata, la localizzazione geografica.

La composizione dell'esposizione debitoria è ripartita secondo lo schema di Tabella 20.

Tabella 20-Debito pubblico, suddivisione per detentori e strumenti¹¹⁶

<i>(milioni di euro)</i>	Titoli di Stato	Mutui/Prestiti/Depositi
<i>Banca d'Italia</i>	145.449	4.409
<i>IFM residenti</i>	837.505	271.293
<i>Altri residenti</i>	146.582	21.374
<i>Non residenti</i>	719.939	45.450
TOTALE	1.849.475	342.526

Si ricorda inoltre come le entrate realizzate da "PRI S.p.a.", pari al 98% dell'avanzo primario generato dallo Stato, con l'aggiunta del ricavato realizzato dalla cessione delle partecipazioni conferite, siano il limite massimo di spesa annuale, al fine di non incorrere nella spirale del debito crescente. Tali entrate sono definite nella Tabella 21.

Tabella 21-Entrate Totali, "PRI S.p.a."

<i>(milioni di euro)</i>	2016	2017	2018-...
AVANZO PRIMARIO (Tab. 15)	24.012	54.347	83.933
Percentuale di cessione	98%	98%	98%
<i>ENTRATE CORRENTI "PRI S.P.A."</i>	23.531	53.260	82.254
<i>ENTRATE DA CESSIONE PARTECIPAZIONI</i>	33.836	4.107	-
ENTRATE TOTALI	57.367	57.367	82.254

¹¹⁶ Ricostruito a partire da: BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico*, 15 Dicembre 2015, n.68, Tavola 5

La ripartizione delle partecipazioni, le quali ammontano ad un valore di 38.010,45 milioni di euro, è stata ipotizzata sulla base del bilanciamento delle entrate tra il primo ed il secondo anno, in modo da non generare squilibri di cassa al fine di meglio razionalizzare le uscite nei primi due anni.

Infatti, nel primo biennio stante la minor copertura garantita dalla generazione di cassa stimata, il piano prevede il blocco di alcune categorie di rimborsi, per non influire negativamente sulla disponibilità liquida, e solo dal terzo anno in poi si ha la completa attuazione del piano, prevedendo la totale liquidazione delle passività presenti.

Di seguito, viene esposto il progetto di ristrutturazione, il quale poi dovrà essere votato dai creditori, secondo la procedura del concordato preventivo.

Questa la proposta di ristrutturazione per tipologia di creditori:

- Banca d'Italia: con riguardo ai titoli di Stato detenuti, l'intero ammontare detenuto, pari a 145.449 milioni di euro viene scambiato con nuovi titoli di pari valore nominale, però irredimibili. Il tasso di interesse concesso è del 4,5% annuo. Ciò significa che tali titoli, pur continuando a far parte del patrimonio contabile della Banca d'Italia, ed inoltre liberamente trasferibili sul mercato secondario dei titoli, non consentiranno più la restituzione del capitale investito, ma offriranno al possessore una cedola annuale perpetua calcolata sul valore del titolo, al tasso di interesse assegnato.

Con riguardo ai prestiti concessi, il valore nominale di 4.409 milioni di euro rimane immutato, a fronte di una ristrutturazione per quanto riguarda la durata dei prestiti, ed il tasso di interesse concordato: la restituzione del capitale infatti avverrà in un periodo di anni 100, ad un tasso di interesse dell'1% annuo. Tale decisione deriva prettamente dal carattere istituzionale del soggetto considerato, il quale benché soggetto privato è organo funzionale dello Stato sovrano.

- Istituzioni finanziarie e monetarie residenti: tali soggetti, nel loro insieme, detengono la massima parte dell'esposizione debitoria dello Stato. Il taglio di parte del capitale nominale è un processo necessario, data la dimensione dei valori in gioco, tuttavia mediata dalla fragilità che il sistema bancario si trova già a dover affrontare a seguito delle crisi economiche e finanziarie degli ultimi anni, con la consapevolezza che un drastico taglio del capitale, soprattutto alla luce degli attivi patrimoniali iscritti a bilancio dalle

controparti del settore, potrebbe causare un collasso interno ed incontrollabile tale da compromettere, oltre che l'efficacia stessa del piano di rientro dell'esposizione, l'intera economia italiana ed i risparmi dei cittadini tutti.¹¹⁷

Con riguardo ai titoli di Stato, la prima operazione effettuata è un *haircut* pari al 21% del valore del capitale nominale, il quale passa dunque da 837.505 milioni di euro a 661.629 milioni di euro, con un perdita netta di attivo patrimoniale attribuibile al settore bancario e finanziario di circa 175,88 miliardi di euro. La seconda parte della ristrutturazione viene operata tramite uno swap tra titoli: il 54% del capitale residuo dopo il taglio nominale, viene scambiato con titoli di durata di anni 100, i quali offrono un tasso del 6,5% annuo ai possessori. La restante parte, pari al 46% del debito sottoposto ad *haircut*, viene scambiata con titoli irredimibili, i quali offrono un tasso del 4,5% annuo, al pari di quanto avviene per la Banca d'Italia.

Entrambe le tipologie di titoli, sarebbero liberamente negoziabili sui mercati finanziari.

Al fine di garantire la stabilità economica derivante dalle minori entrate previste nel primo biennio di attività, i pagamenti degli interessi dei titoli irredimibili posseduti dai creditori di tale categoria inizieranno ad essere corrisposti a partire dal terzo anno.

Con riguardo ai prestiti ed ai mutui contratti dagli istituti monetari e finanziari residenti con il governo, pari a 271.293 milioni di euro, il valore nominale dell'esposizione rimane immutato, a fronte di una restituzione dilazionata nel tempo, pari ad anni 65, ad un tasso di interesse annuale del 4%.

- Altri residenti: l'ammontare dei titoli detenuti da questi soggetti, identificabili nelle famiglie italiane e nelle imprese commerciali con oggetto sociale diverso dalla finalità monetaria e finanziaria, e pari a 219.634 milioni di euro, viene ridimensionato al 90% del valore nominale tramite *haircut*, scambiando le obbligazioni già in possesso con altre di nuova emissione, le quali prevedono la restituzione del capitale in anni 100, ad un tasso di interesse annuale del 6,5%.

¹¹⁷ La sostenibilità del piano di ristrutturazione per le istituzioni de settore monetario e finanziario sarà trattata nei prossimi capitoli.

I rimborsi dei prestiti e mutui dovuti a tali soggetti, rimangono immutati per quanto riguarda il valore nominale dell'esposizione, pari a 21.374 milioni di euro, con un adeguamento rispetto alla durata del rientro del capitale, fissata in anni 30, ed il tasso di interesse offerto pari al 4%;

- Non residenti: a loro viene imputata la parte più imponente di perdita del capitale investito, decisa con l'intenzione di salvaguardare innanzitutto le istituzioni nazionali, privilegiando il mantenimento del capitale dei soggetti residenti a discapito degli investitori esteri, i quali detengono tuttavia esposizioni alquanto differenziate nella composizione, per cui sono ritenute maggiormente in grado di assorbire la perdita derivante dalla ristrutturazione. Con riguardo ai titoli detenuti, per un importo pari a 719.939 milioni di euro, le obbligazioni sono assoggettate a *swap* con titoli di nuova emissione il cui valore nominale subisce una riduzione del 68%, con durata di anni 100 e ad un tasso di interesse annuale pari al 6,5%.

Al fine di garantire la stabilità economica derivante dalle minori entrate previste nel primo biennio di attività, i rimborsi del capitale e gli interessi inizieranno ad essere corrisposti a partire dal terzo anno.

I prestiti ed i mutui detenuti da tali soggetti, tra i quali vengono identificati i prestiti ad ogni titolo e genere corrisposti nel corso degli anni da istituzioni sovranazionali quali Fondo Monetario Internazionale, *European Financial Stability Facility* ed altri, tenendo conto del divieto di ristrutturazione il quale costituirebbe un finanziamento illecito agli stati, si presume il mantenimento dell'intero valore del capitale nominale dovuto, pari a 45.450 milioni di euro, il quale tuttavia subisce una dilazione con riguardo al periodo di rimborso, innalzato ad anni 50, e ad un tasso di interesse annuo del 4%, il quale si ipotizza sicuramente superiore rispetto agli accordi contrattuali già in essere, questo al fine di compensare la maggior durata richiesta.

Tutte le restituzioni del capitale sotto forma di obbligazioni inoltre, avranno luogo tramite rimborso ad estrazione,¹¹⁸ il che significa mediante un piano di rientro

¹¹⁸ BORSA ITALIANA, *Glossario: Obbligazioni soggette ad estrazione*, [:http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Obbligazioni%20Soggette%20ad%20Estrazione](http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Obbligazioni%20Soggette%20ad%20Estrazione), 2011 [ultima cons. 18-01-2016]

progressivo, ovvero mediante un apposito *sinking fund*.¹¹⁹ Nel corso del periodo di durata dell'obbligazione, l'emittente individua una serie di date, nel caso del debito di "PRI S.p.a." caratterizzate da cadenza semestrale, nelle quali si procede al rimborso del capitale, selezionando i titoli mediante sorteggio preventivo in base al numero di serie dell'obbligazione, fino al completo rimborso del debito il quale avviene nel momento della scadenza del periodo, ovvero al termine dei cento anni. I titolari delle relative obbligazioni, sono così sottoposti ad incertezza riguardo la maturazione del proprio debito, il quale potrebbe essere inferiore al termine prestabilito.

Il piano di risanamento prevede, relativamente ai titoli di nuova generazione emessi, e considerando la quota annuale di capitale rimborsata mediante estrazione, uscite di cassa pari a:

Tabella 22-Uscite di cassa, Titoli

<i>(milioni di euro)</i>	Titoli				
	Banca d'Italia	IFM residenti	IFM residenti	Altri residenti	Non residenti
Debito Originario	145.449	837.505	837.505	146.582	719.939
Debito ristrutturato	145.449	57.280	304.349	131.924	230.380
Tipologia titolo	<i>Irredimibile</i>	<i>Ordinario</i>	<i>Irredimibile</i>	<i>Ordinario</i>	<i>Ordinario</i>
Tasso	4,5%	6,5%	4,5%	6,5%	6,5%
Anni		100		100	100
Rata/anno	- 6.545	- 23.262	- 13.696 ¹²⁰	- 8.589	- 15.000 ¹²¹

Invece, relativamente ai prestiti, mutui e depositi concessi allo Stato ed in attesa di essere restituiti, il piano di risanamento prevede:

¹¹⁹ Nel linguaggio finanziario, accantonamento periodico di moneta o altre attività mobiliari che, investite, permetteranno in seguito il riscatto di obbligazioni o altri titoli. Cfr.: *Enciclopedia Treccani*, s.v. "Sinking Fund", <http://www.treccani.it/enciclopedia/sinking-fund/> [ultima cons. 11-02-2016]

¹²⁰ A partire dal terzo anno.

¹²¹ A partire dal terzo anno.

Tabella 23-Uscite di cassa, Prestiti

	Mutui/Prestiti/Depositi			
<i>(milioni di euro)</i>	Banca d'Italia	IFM residenti	Altri residenti	Non residenti
Debito Originario	4.409	271.293	21.374	45.450
Debito ristrutturato	4.409	271.293	21.374	45.450
Tasso	1%	4%	4%	4%
Anni	100	65	30	50
Rata/anno	- 70	- 11.747	- 1.230	- 2.109

In definitiva, sommando tutte le movimentazioni di cassa che vengono a generarsi nel corso dell'anno di esercizio, si perviene ad una sommatoria di uscite di cassa pari a:

Tabella 24-Saldo di cassa, PRI S.p.a.

<i>(milioni di euro)</i>	Entrate di cassa (A)	Uscite di cassa (B)	Saldo di cassa (A-B)
1°-2° ANNO	57.367	53.552	3.815
PERIODI SUCCESSIVI	82.254	82.248	6

Come si può agevolmente notare, tale previsione di spesa permette innanzitutto di mantenere le uscite di poco inferiori alle entrate previste, facendo in modo di non generare disavanzi i quali dovrebbero essere ripianati tramite indebitamento, pervenendo così ad una nuova generazione di debito. Le entrate residue dopo il pagamento dei corrispettivi annuali dovuti ai vari soggetti creditori, pari nei primo biennio a circa 3,8 miliardi di euro e dal terzo periodo in poi a 6 milioni di euro, trovano impiego nella gestione ordinaria aziendale, identificabile nel pagamento degli stipendi dei dipendenti e dirigenti, nei costi amministrativi, nella risoluzione delle questioni giudiziarie che presumibilmente avranno luogo.

Il rimanente *cash flow*, su scelta degli amministratori della società, previo parere del commissario giudiziale nominato dal Tribunale, può essere utilizzato per molteplici scopi: ad esempio, per affrettare la diminuzione del debito provvedendo di volta in volta e per piccoli importi alla liquidazione anticipata di obbligazioni in essere, tramite acquisti sul mercato secondario utilizzando i fondi disponibili nel *sinking fund*; od ancora accumulato al fine di poter operare, al termine dei 100 anni ipotizzati

per la conclusione dei pagamenti di maggior durata, un nuovo *swap* sui titoli di debito ora irredimibili per trasformarli in ordinari e procedere alla restituzione del capitale investito; per liquidare i soggetti creditori per la parte di debito la quale è stata sottoposta ad *haircut*, tramite distribuzione ponderata delle rimanenze; utilizzando i fondi in progetti sociali a favore della cittadinanza italiana.

E' necessario, ai fini del piano di risanamento, specificare quali sono state le linee guida seguite nell'individuazione dei periodi di durata del risanamento e dei tassi di interesse utilizzati.

Innanzitutto, la scelta di dilazionare la restituzione in un arco di tempo così elevato, ben superiore alla normale durata dei titoli di Stato in circolazione, si basa soprattutto sulla natura dei soggetti stessi. Sia i titoli irredimibili che i titoli ordinari di durata centennale, infatti, sono implicitamente garantiti dallo Stato, poiché la liquidazione degli interessi e la restituzione del capitale sono dovute alla generazione di avanzo primario da parte dello Stato stesso: ciò determina, nonostante la presentazione di istanza di concordato preventivo e la richiesta di ristrutturazione del debito, una buona considerazione sui mercati obbligazionari mondiali, poiché i titoli si presentano innanzitutto liquidi ed offrono interessi maggiorati rispetto ai rischi operativi (si ricorda che il debito potrà solo diminuire). Infatti, è ipotizzabile, data la struttura dell'offerta, che i titoli stessi, una volta quotati sui mercati, godano di un notevole apprezzamento sfruttabile dai soggetti detentori per operare una cessione ad altri investitori e dunque coprire parte delle perdite derivanti dalla diminuzione, più o meno marcata a seconda della tipologia di soggetto, del valore nominale.

Per istituzioni come la Banca d'Italia, le banche commerciali e gli istituti finanziari in generale, la lunga durata dei titoli di Stato non è un problema, poiché la vita dell'istituto stesso si ipotizza più lunga nel tempo, ed appunto la notevole liquidità garantita permette un rapido smobilizzo dell'investimento in caso di necessità. Allo stesso modo, i titoli destinati agli altri residenti, a loro volta centennali, possono essere facilmente ceduti sui mercati in caso di necessità.

Per quanto riguarda i prestiti, i mutui ed i depositi concessi allo Stato ed ora di proprietà di "PRI S.p.a.", le durate differenziate ancora una volta sono riconducibili ai soggetti coinvolti. Mentre Banca d'Italia viene considerato soggetto affine allo Stato e perciò meno privilegiato, nonché assai più solido e duraturo degli altri coinvolti e perciò liquidato nel corso di un secolo, le durate minori previste per le istituzioni monetarie e finanziarie residenti, di anni 65, gli altri residenti, di anni 30,

ed i non residenti, di anni 50, cercano di privilegiare lo squilibrio generato dalla lunga durata dei titoli di nuova emissione ed inoltre di non influire eccessivamente sulle dinamiche sociali che si vengono a stabilire. Ciò, per la precisione, avviene con riferimento soprattutto ai privati investitori domestici, cittadini ed imprese: a loro infatti, la restituzione in 30 anni viene concessa in quanto permette di disporre prima delle cifre investite al fine di non influire negativamente sulle disponibilità economiche di una fascia assai debole di soggetti.

I tassi di interesse ipotizzati, inoltre, per quanto riguarda i titoli di nuova emissione sono stati scelti al fine di tenere in considerazione l'avvenuta ristrutturazione del debito ed il taglio di valore nominale, ed unitamente alla presenza di una procedura di concordato preventivo in corso stante lo stato di crisi in cui senza la ristrutturazione verserebbe la società, si è deciso di offrire una remunerazione del 6,5% annuale, in linea con le obbligazioni di quei soggetti i quali presentano giudizi di *rating* tendenti al *default*.

Punto di partenza per la scelta del tasso da applicare è stata la valutazione delle obbligazioni emesse in Grecia intorno alla metà del 2015, periodo di massima crisi per lo stato ellenico, in cui i titoli a 10 anni prevedevano una remunerazione superiore al 18% annuo, ed i trentennali si avvicinavano al 13%.¹²² Data la durata centenaria dei titoli emessi da "PRI S.p.a.", si è deciso di proseguire sulla strada di determinazione di tale tasso, comunque assai elevato proprio per compensare la lunga durata dei titoli e la perdita a cui i soggetti detentori dovranno far fronte. Allo stesso modo, il tasso del 4,5% offerto sui titoli irredimibili cerca di compensare i detentori per la mancata restituzione del capitale, tramite una remunerazione costante e perpetua assai elevata.

I prestiti concessi, prevedono una restituzione a tassi inferiori, pari al 4%, poiché tale tasso viene offerto quotidianamente¹²³ dai grandi istituti di credito sui depositi e le raccolte di capitale a lungo termine, e si presenta sostanzialmente inferiore rispetto ai

¹²² "Bond greci, il rendimento sfiora il 50%", in *Il Sole24ore*, <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-07-07/bond-greci-rendimento-sfiora50percento-063541.shtml?uuiid=ACMwGBN>, 7 luglio 2015 [ultima cons. 19-01-2016]

¹²³ "Conti di deposito: ecco i cinque che rendono di più", in *Panorama*, <http://www.panorama.it/economia/soldi/conti-deposito-rendimento-interessi/>, 7 maggio 2013, [ultima cons. 20-01-2016]

titoli obbligazionari emessi da “PRI S.p.a.” proprio per la minor durata stimata di rientro del capitale, il quale non ha oltretutto subito riduzioni.

La Banca d’Italia inoltre, sui propri prestiti si vede concesso un tasso di interesse volutamente inferiore rispetto agli altri creditori e pari all’1%, in virtù del ruolo che essa stessa ricopre ovvero di istituzione economica centrale per il Paese, disponibile così ad accettare soluzioni di sfavore, che tuttavia non vanno ad intaccare il capitale dovuto ma solamente la remunerazione a lei spettante.

3.4. LE CRITICITÀ IPOTETICAMENTE PREVEDIBILI A SEGUITO DELLA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO

Invero, operare una ristrutturazione dell'esposizione debitoria di un soggetto privato, sia esso grande o piccolo, comporta delle conseguenze: benefiche se rapportate alla situazione pregressa del soggetto in crisi, ma non sempre positive se si considera l'interesse stesso dei creditori. Innanzitutto, è bene ricordare che un fallimento si presenta in maniera più negativa rispetto a una istanza di concordato preventivo, poiché tramite l'utilizzo del secondo è possibile mediamente avere un rientro superiore, ed in tempi minori. I soggetti creditori, nel momento in cui si trovano al voto per accogliere la proposta ed il piano presentati dal debitore, devono ponderare in maniera adeguata ciò che viene loro proposto, perché spesso iscrivere una perdita potrebbe presentare problematiche gravi per la continuazione aziendale, tanto maggiore è tale perdita, ma allo stesso tempo votare contro la proposta che viene fatta, determinando un voto negativo, potrebbe condurre ad istanza di fallimento con prospettive ben peggiori.

Le criticità individuabili dopo la presentazione della proposta e del piano di concordato preventivo, essenzialmente, sono due: la prima riguarda la votazione delle categorie di creditori con riguardo a quanto loro proposto; la seconda, addentrandosi nel merito della prima, riguarda la sostenibilità di quanto proposto ad una categoria particolare, ovvero quella delle istituzioni finanziarie e monetarie residenti, le quali oltretutto detengono la maggior parte del debito pubblico.

3.4.1. La votazione dei creditori in merito alla proposta di concordato

Ogni categoria di creditori individuata nella redazione del piano di concordato preventivo, ha l'obbligo di votazione in merito alla proposta ricevuta, al fine di potersi dire approvata la procedura ed efficace nel produrre i suoi effetti.

Il concordato preventivo, come già illustrato nel Capitolo 2, viene approvato solamente con il voto a favore dei creditori che rappresentano la maggioranza assoluta dei crediti ammessi al voto, calcolata non per teste ma per quote: ciò significa che potenzialmente anche un solo soggetto creditore, il quale detiene oltre il 50% del credito totale, può determinare l'approvazione o il rifiuto della proposta di

concordato. A tale fattispecie, se ne aggiunge una seconda nel caso il piano preveda una pluralità di classi di creditori: infatti, oltre ad essere prevista la maggioranza assoluta complessiva, è altresì prevista una maggioranza per quote all'interno del maggior numero di classi.

E' bene inoltre ricordare come chi non abbia preso parte alla votazione, neppure per corrispondenza entro venti giorni dall'adunanza, sia considerato consenziente ai fini del computo della maggioranza dei crediti. Tale aspetto è di notevole importanza nel caso di "PRI S.p.a.", poiché la presenza di un debito così vasto e distribuito ad una molteplicità di soggetti su scala mondiale, presuppone che buona parte di tali creditori, esposti per cifre assai irrisorie nei confronti del totale, non prenderanno parte all'adunanza dei creditori né verosimilmente invieranno la loro adesione per corrispondenza.

Data un'esposizione debitoria iniziale pari al debito pubblico, ovvero di 2.192.001,23 milioni di euro, la quota minima necessaria per oltrepassare la maggioranza del 50% è equivalente a creditori originari per 1.096.000,62 milioni di euro.

Data inoltre la suddivisione in otto classi di creditori, a seguito della ripartizione sia in base allo strumento debitorio detenuto, sia in base al settore detentore dello strumento stesso, le quote minime necessarie per ottenere l'approvazione della proposta sono quelle definite in Tabella 25.

Tabella 25-Quote minime di maggioranza per classi di creditori

	Titoli	
<i>(milioni di euro)</i>	Quota detenuta	Quota minima maggioranza
Banca d'Italia	145.449	n.d. ¹²⁴
IFM residenti	837.505	418.753
Altri residenti	146.582	73.291
Non residenti	719.939	359.970
	Mutui/Prestiti/Depositi	
<i>(milioni di euro)</i>	Quota detenuta	Quota minima maggioranza
Banca d'Italia	4.409	n.d.
IFM residenti	271.293	135.647
Altri residenti	21.374	10.687
Non residenti	45.450	22.725

Solo Banca d'Italia compare come singolo soggetto economico all'interno della categoria di creditori, per effetto dell'esposizione detenuta, la quale tuttavia

¹²⁴ In quanto unico soggetto detentore della quota, non vi è una maggioranza all'interno della classe in quanto Banca d'Italia voterà positivamente o negativamente con riguardo all'intera quota posseduta.

comprende due sole classi su otto, per una somma inferiore al 10% del totale del debito: questo significa che, nonostante il maggior peso singolo sia da essa sostenuto, un suo voto negativo in entrambe le classi non finirebbe per compromettere la prosecuzione della procedura di concordato, se non accompagnato dal voto negativo di qualche altra istituzione. Inoltre, Banca d'Italia si presenta come il soggetto maggiormente idoneo all'accettazione della proposta, stante il suo oggetto sociale mirante alla stabilità economica della nazione: ciò che "PRI S.p.a." si prefigge di perseguire. Infatti, ha una diretta correlazione con tale obiettivo, poiché la riduzione ed il conseguente annullamento dell'esposizione debitoria permettono la ripresa economica ed il ritorno dello Stato alla sua funzione primaria, ovvero di essere al servizio della popolazione impiegando a tale scopo le proprie dotazioni di denaro, ora come ora utilizzate in funzione della riduzione del debito penalizzando la cittadinanza.

Le istituzioni finanziarie e monetarie residenti, si trovano a dover affrontare la situazione più intricata. Infatti, si presentano come i soggetti con la maggior quota di debito pubblico, sia a livello di titoli di Stato detenuti, sia a livello di prestiti concessi, oltrepassando di poco il 50% del totale del debito se sommati assieme. La quota tuttavia, non risulta detenuta da un unico soggetto come nel caso di Banca d'Italia, ma è distribuita tra più istituti investitori, per ognuno secondo le proprie strategie di investimento condotte nel corso degli anni.

Proprio per venire incontro ai soggetti facenti parte di questo settore, si è deciso con riguardo ai titoli di Stato, di privilegiare la ristrutturazione nei loro confronti offrendo una suddivisione: il capitale investito viene sottoposto ad *haircut* solamente per il 21%, permettendo di registrare una bassa perdita,¹²⁵ e scambiato in parte con titoli ordinari per il 54% ed in parte con titoli irredimibili per il restante 46%. Inoltre, i prestiti ed i mutui non vengono ridefiniti nella quota capitale ma solamente nella durata e nel tasso di interesse. La prospettiva che viene loro offerta è ottima, e pur non aspettandosi un plebiscito all'interno delle suddette due classi nel momento della votazione, si prospetta con una certa sicurezza un risultato positivo, il quale permetterebbe di ritenersi raggiunto almeno il quorum della maggioranza dei creditori votanti per quote. Il privilegio nei loro confronti si è deciso soprattutto per

¹²⁵ Tale aspetto sarà affrontato in dettaglio nel capitolo seguente.

merito della localizzazione geografica e l'importanza della salute del settore finanziario e monetario italiano per la garantire la salute economica della nazione.

Gli altri soggetti residenti, identificabili in privati cittadini ed imprese italiani alla ricerca di investimenti sicuri per far fruttare i loro risparmi e diversificare le esposizioni, sono i soggetti più deboli nel computo dei creditori. Proprio per questo, data l'importanza degli investimenti da loro fatti e la difficoltà dell'affrontare una situazione derivante dalla perdita dei risparmi, si è deciso di tagliare il valore nominale per la classe dei titoli solamente del 10%, offrendo inoltre un tasso di interesse alquanto elevato per una tale tipologia di titoli. La durata di cent'anni presenta una sottile incompatibilità con la tipologia di investimento che i cittadini solitamente ricercano, ossia con la previsione di un rientro del capitale all'interno dell'arco della propria vita: tale scelta non è stata attuabile, poiché avrebbe inciso in maniera determinante sulla realizzazione stessa di un valido piano, ma è mediata dalla presupposta alta liquidità dei titoli in essere, determinando così una relativa facilità di smobilizzo se necessario, in quanto la durata elevata ed il tasso di interesse cospicuo possono attirare investitori i quali non risentono del trascorrere del tempo, assicurati inoltre dallo Stato il quale si fa "sponsor" nei loro confronti poiché la liquidazione e corresponsione degli interessi avviene nel corso del secolo di vita a seguito della presenza dell'avanzo primario che lo Stato stesso realizzerà.

I prestiti, mutui e depositi riconducibili a cittadini ed imprese diverse dalle finanziarie e monetarie, invece, hanno mantenuto caratteristiche similari al mercato odierno, in quanto strumenti di piccolo investimento ancora più diffusi tra la cittadinanza rispetto ai titoli di Stato, per non intaccare la disponibilità economica della popolazione in un momento così cruciale.

In definitiva, con riguardo a queste due classi di creditori può ritenersi con certezza ottenibile un risultato positivo in sede di votazione della proposta di concordato preventivo.

I soggetti non residenti, in quanto sparsi a livello mondiale, non presentano una grande esposizione diretta nei confronti dell'Italia se presi singolarmente, ma soprattutto con riguardo ai titoli di Stato si tratta di una classe il cui peso specifico è superiore al 30% dell'intero debito e dunque da tenere in considerazione. A loro, data la maggior distanza dalla vita economica italiana e dato il malcelato utilizzo dei titoli di Stato come investimento speculativo nelle crisi sui tassi di interesse del periodo tra gli anni '80 e '90, sono state applicate le condizioni più gravose nella

ristrutturazione del debito, con la perdita del 68% del capitale investito in titoli e la restituzione nell'arco di cent'anni, mediata da un tasso di interesse offerto alquanto vantaggioso, ossia pari al 6,5% come per le altre tipologie di titoli.

Ciò in previsione futura potrebbe significare, soprattutto per la classe relativa ai detentori di titoli di Stato, una cospicua parte di voti negativi, non tuttavia tali da poter oltrepassare la maggioranza all'interno della classe stessa, anche alla luce delle dirette conseguenze che un rifiuto di massa potrebbe provocare, magari alimentato tramite *class-actions* assai diffuse in alcuni Stati occidentali.

Infatti, non raggiungere le maggioranze necessarie per l'approvazione del piano di concordato preventivo significa andare incontro alla previsione dell'art. 162 L.Fall., ovvero di improcedibilità dell'iter, la quale a meno di una nuova proposta di concordato, migliorativa della precedente (ma difficilmente attuabile in questo caso, poiché non esistono ampi margini di miglioramento), porrebbe come unica prospettiva il fallimento, su richiesta del Pubblico Ministero o di uno dei creditori. Tale prospettiva, tuttavia, non deve allettare i creditori, in quanto il fallimento stesso determinerebbe una procedura vuota, poiché la società stessa non avrebbe nulla da liquidare a fronte del debito detenuto, il quale diventa solvibile solamente nel prosieguo dell'attività tramite la cessione dell'avanzo primario da parte dello Stato: perciò, una dichiarazione di fallimento ridurrebbe di molto, se non del tutto, i rientri dall'esposizione realizzabili in prospettiva dai soggetti creditori, i quali andrebbero incontro ad una perdita di capitale decisamente superiore con effetti catastrofici per l'economia italiana e non solo, causata soprattutto dal crollo del sistema bancario nazionale, pesantemente esposto per importi superiori allo stesso patrimonio di vigilanza.

Alla luce di quanto esposto, la votazione positiva del piano e della proposta di concordato preventivo non dovrebbe essere messa in dubbio, dando così inizio alla realizzazione della procedura di rientro dal debito.

3.4.2. La debolezza patrimoniale del sistema bancario italiano

Le norme che regolamentano il sistema bancario, prevedono dei rigidi parametri da rispettare al fine di essere ammessi all'esercizio dell'attività bancaria, redatte nel corso degli anni dai massimi esponenti delle banche centrali europee, e conosciuti

come accordi di Basilea. L'ultima versione degli accordi, conosciuta come regolamentazione internazionale Basilea 3,¹²⁶ impone rinnovate e stringenti limitazioni per quanto riguarda il patrimonio di vigilanza detenuto dalle banche, al fine di garantire la stabilità del sistema stesso.

La parte di maggior importanza all'interno dei regolamenti, la si identifica nei requisiti patrimoniali minimi richiesti, nella determinazione del patrimonio di vigilanza. Infatti, il patrimonio di vigilanza complessivo è composto dai seguenti elementi, ossia il patrimonio di base (Tier 1), in grado di assorbire le perdite in condizioni di continuità d'impresa, a sua volta suddiviso in patrimonio di qualità primaria (*Common Equity Tier 1*) e patrimonio Tier 1 aggiuntivo, ed in patrimonio supplementare altresì identificato come Tier 2, il quale si pone come patrimonio in grado di assorbire le perdite in caso di crisi.

In dettaglio, ogni banca, gruppo bancario od altra entità quale holding, deve detenere una percentuale minima di tali tipologie di patrimonio, e per la precisione:

- Il *Common Equity Tier 1* (Cet 1) deve essere pari, in qualsiasi momento, ad almeno il 4,5% delle attività ponderate per il rischio;
- Il patrimonio di base deve essere pari, in qualsiasi momento, ad almeno il 6,0% delle attività ponderate per il rischio;
- Il patrimonio di vigilanza totale (composto da patrimonio di base e patrimonio supplementare, ossia Tier 1 e Tier 2), deve essere pari in qualsiasi momento ad almeno l'8,0% delle attività ponderate per il rischio.

Tali indici costituiscono, inoltre, i migliori indicatori con riguardo allo stato di salute di ogni istituto bancario, poiché maggiore è in valore assoluto tale percentuale, maggiore è la solidità complessiva della banca e la sua capacità di reggere gli urti derivanti dal mercato.

Analizzare l'impatto della ristrutturazione del debito pubblico sulle banche è importante proprio al fine di verificare il mantenimento delle soglie di tolleranza del patrimonio di vigilanza, poiché una riduzione al di sotto degli indici appena considerati potrebbe comportare una grave crisi bancaria, la quale si trasmetterebbe

¹²⁶ COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Dicembre 2010 (aggiornato al giugno 2011), Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, pp. 13 ss.

presto a tutte le altre istituzioni finanziarie ed all'economia reale, determinando la perdita di immense quantità di capitali, e di difficile e lunga soluzione.

In particolare, il piano di ristrutturazione ipotizzato prevede per tutte le istituzioni finanziarie e monetarie detentrici di titoli di debito pubblico, un *haircut* sul valore nominale dei titoli pari al 21%, il che si traduce in una perdita netta per l'intero settore di 175.876 milioni di euro, a fronte degli 837.505 complessivamente detenuti. I prestiti concessi da tali istituzioni, invece, non avendo subito tagli con riguardo al valore nominale ma solo una dilazione temporale ed una rimodulazione del tasso di interesse stabilito, non costituiscono fonte di perdita.

Con riguardo al solo settore bancario, escludendo dal computo tutte le altre istituzioni finanziarie, l'ammontare dei titoli da loro detenuti è pari a 398.867 milioni di euro,¹²⁷ comportando dunque una perdita netta del 21% del valore dei titoli di Stato italiani detenuti, pari a 83.762 milioni di euro.

Al fine di verificare altresì la possibilità di adesione delle istituzioni bancarie alla proposta di concordato preventivo, bisogna analizzare la possibilità per gli istituti di reggere l'urto della perdita che si viene a generare, ed il rispetto post ristrutturazione dei limiti percentuali dettati dal regolamento Basilea 3.

Banche e gruppi bancari: patrimonio di vigilanza e requisiti patrimoniali (1) (milioni di euro; dicembre 2014)												
CATEGORIA	Capitale primario di classe 1 (CET1)	Capitale di classe 1 (Tier 1)	Totale fondi propri	Coefficiente relativo al CET1 (valori percentuali)	Coefficiente relativo al Tier 1 (valori percentuali)	Coefficiente di patrimonializzazione (valori percentuali)	Deficienze patrimoniali (2)		Distribuzione requisiti patrimoniali (valori percentuali)			
							N. banche deficitarie	Ammontare deficienze	Rischio di credito e controparte	Rischi di mercato	Rischi operativi	Altri requisiti
Banche e gruppi con a capo spa	125.078	131.706	159.203	11,5	12,1	14,6	1	5	85,3	4,1	9,5	1,0
Banche e gruppi con a capo banche popolari	37.039	37.452	43.892	11,5	11,6	13,6	2	330	89,0	2,1	8,2	0,8
Banche di credito cooperativo	19.642	19.642	20.170	16,1	16,1	16,5	6	51	90,6	0,2	9,2	0,1
Totale sistema	183.141	190.600	224.909	11,8	12,3	14,5	9	386	86,0	3,4	9,8	0,9
di cui: maggiori gruppi (3)	98.462	103.852	127.506	11,4	12,0	14,7	-	-	85,0	4,4	9,6	1,1

Fonte: segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Sono escluse le succursali di banche estere. Per la definizione di patrimonio di vigilanza e per il calcolo dei coefficienti patrimoniali cfr. la sezione: *Note metodologiche*. –
(2) Le deficienze patrimoniali sono riferite rispetto a un coefficiente di CET1 ratio pari al 7 per cento (somma tra il minimo del 4,5 per cento e il 2,5 per cento di riserva di conservazione di capitale). – (3) Primi cinque gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre del 2014.

Figura 23-Patrimonio di vigilanza, istituti bancari italiani¹²⁸

¹²⁷ BANCA D'ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico*, 15 Dicembre 2015, n.68, Tavola 5

¹²⁸ BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale anno 2014. Appendice*, Roma, 26 maggio 2015, p. 137

Gli ultimi dati disponibili, risalenti a Dicembre 2014, individuano un coefficiente di patrimonializzazione dell'intero settore bancario pari al 14,5%, quindi ben al di sopra delle soglie minime prefissate, con in particolare il coefficiente Cet 1 che raggiunge l'11,8%. Nel totale, come si può vedere nella Figura 23, sono compresi ben 9 istituti bancari i quali non soddisfano i requisiti richiesti.

I dati più aggiornati pubblicati sono riferiti al 2014, e dunque le analisi condotte sui coefficienti non tengono conto delle recentissime proposte del Governo italiano (gennaio 2016) riguardo alla costituzione di una *bad bank* la quale si faccia acquirente dei crediti in sofferenza che sono in possesso oggi giorno degli istituti bancari italiani, al fine di sollevare il settore da tali sofferenze che costituiscono un limite alla disponibilità e capacità di concedere credito, poiché determinano costi operativi, frenano la redditività, richiedono di essere coperti da capitali e portano le banche ad essere meno propense a concedere prestiti a soggetti con una qualità del credito *borderline*.¹²⁹ Si cita tale ipotesi, in quanto essa avrebbe a sua volta effetti sui coefficienti patrimoniali stessi, poiché la cessione di tali crediti, ampiamente svalutati, comporterebbe a sua volta una perdita tale da intaccare il patrimonio di vigilanza, e quindi un'azione negativa sui coefficienti.

Per ricostruire il nuovo coefficiente di patrimonializzazione, innanzitutto bisogna risalire al valore delle attività ponderate per il rischio.

Per la precisione tale valore, ricavabile dai dati disponibili, al 31 Dicembre 2014 era pari a 1.551.096 milioni di euro.

Dopo la registrazione della perdita, conseguente allo *swap* tra i titoli di Stato e le nuove obbligazioni e pari come già definito a 83.762 milioni di euro, si viene ad ottenere un totale di fondi propri del sistema bancario pari a 141.147 milioni di euro, ottenuto sottraendo la perdita ai 224.909 milioni di euro di patrimonio totale originario.

Una volta definite le due grandezze, è possibile ricostruire il rapporto: il coefficiente ottenuto, valido come somma tra Tier 1 e Tier 2, è del 9,10%, dunque accettabile secondo la normativa Basilea 3 in quanto superiore all'8% minimo necessario, e

¹²⁹ R. BOCCIARELLI, "Ridurre le sofferenze bancarie", in *Il Sole24ore*, <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-04-16/ridurre-sofferenze-bancarie-063552.shtml?uuid=ABbqoOQD>, 16 aprile 2015 [ultima cons. 30-01-2016]

garante della solidità del sistema bancario il quale è ancora in possesso di abbastanza patrimonio per far fronte a condizioni di crisi.

Nello specifico, andando ad analizzare il coefficiente Cet 1, il quale determina il rapporto tra le attività ponderate per il rischio ed il patrimonio di qualità primaria, e che si presenta come il miglior indicatore della solidità del sistema bancario, si nota come il suo valore approssimativo sia intorno al 6,41%, ossia superiore al minimo richiesto dalla legge, una volta assorbita la perdita a bilancio.

La stessa operazione si ripete per il coefficiente Tier 1, il quale deve presentarsi superiore al 6%, e che una volta iscritta la perdita derivante dai titoli di Stato da parte degli istituti bancari, assume un valore del 6,88%.

E' possibile quindi concludere che la perdita fatta registrare a seguito della ristrutturazione dalle componenti delle settore bancario, si presenta come di notevole dimensione e probabile causa di squilibrio, ma tuttavia non tale da comportare una implosione dell'intero sistema bancario, il quale dispone di patrimonio sufficiente per affrontare la perdita prevista.

CONCLUSIONI

Operare la ristrutturazione di un debito elevato come quello detenuto dallo Stato italiano, dà origine ad una serie di conseguenze.

Prima fra tutte, uno stock di debito finanziario di tale dimensione presuppone una ampia platea di soggetti detentori, e, come tipicamente accade nel caso dei debiti pubblici, tali soggetti spaziano dalle istituzioni bancarie e finanziarie, titolari di crediti del valore di miliardi di euro, fino ai privati cittadini, che investono i propri risparmi di una vita. Operare un taglio forzoso di quanto investito può diventare assai pericoloso, in quanto possibile fonte destabilizzante dell'intero sistema economico: una banca che subisce una perdita inattesa del valore di miliardi di euro, se non sufficientemente patrimonializzata, così come una perdita di poche migliaia di euro di un cittadino che ha impiegato tutti i propri risparmi in titoli di Stato, possono comprometterne la loro sopravvivenza. Per tale motivo, preso atto della diagnosi e delle possibili soluzioni, bisogna ponderare con estrema cautela le conseguenze che si andranno a generare: e questo aspetto, per quanto di minor portata, può essere ripreso in qualsiasi stralcio del debito privato, nei confronti di privati soggetti creditori, poiché ciò che per il debitore costituisce una passività tale da impedire la prosecuzione dell'attività, per il creditore costituisce il capitale su cui fondare la prosecuzione della propria attività.

In seconda analisi, ristrutturare il debito pubblico comporta per lo Stato alcuni svantaggi, riconducibili soprattutto alle aspettative dei creditori stessi: uno stralcio del debito, anche se solo per una sua piccola parte, costituisce il venir meno all'adempimento di un'obbligazione, e questo si riflette sulla fiducia che gli investitori riporranno in esso in futuro: non ripagare il debito è semplice, ma bisogna ponderare con attenzione le conseguenze, se poi accendere nuovo debito è l'unica via praticabile per la prosecuzione dell'attività.

L'utilizzo dello strumento privatistico qui proposto, tuttavia, consente il venir meno di tale fattispecie in quanto si perviene ad un modello operativo in cui la generazione di nuovo debito è assente per lo Stato, e la SVP che ha in gestione quello pregresso ha l'unico scopo di liquidare i creditori secondo il concordato preventivo omologato dal Tribunale Fallimentare: ogni surplus di cassa rispetto al piano di rimborso omologato sarebbe così destinando non più alla continua soddisfazione dei creditori

finanziari (come avviene nella situazione pre concordataria), ma al benessere dei suoi cittadini - obiettivo primario dello Stato e spesso dimenticato.

Allo stato attuale, la gestione del debito pubblico della Repubblica Italiana è nella situazione di auto-alimentazione del debito stesso: lo Stato si indebita per rimborsare i debiti in scadenza e gli interessi. Per controllare l'indebitamento, lo Stato ha oggi due alternative: diminuire la spesa pubblica od aumentare le imposte. Così facendo, si badi bene, antepone il fine privato del creditore a quello pubblico dei suoi cittadini. Entrambe le scelte sono impopolari e di fatto per molto tempo sono state accantonate, con conseguenze devastanti per le generazioni future.

La messa in atto di una tale strategia per ridurre il debito pubblico, la quale se ben progettata permette di non risentire degli effetti negativi che una remissione del debito ha nei confronti della comunità internazionale, potrebbe spingere altri Paesi a seguire tale esempio.

Recentemente, esponenti tedeschi hanno proposto, per i Paesi europei, la possibilità di emettere titoli di Stato subordinati, i quali nel caso di una crisi debitoria siano azzerati o rimborsati solo in parte, il tutto in cambio di un tasso di interesse più cospicuo al fine di bilanciare il rischio. Una sorta di *bail-in* di Stato, sulla scia delle nuove normative previste per il settore bancario.¹³⁰

Ora come ora, nessuna legislazione nazionale ed internazionale prevede la possibilità di una operazione di cessione del debito pubblico sulla scia di quanto previsto nel corso di questo lavoro, anche se un semplice atto del Governo potrebbe bastare in tal senso, in quanto Stato sovrano dotato di imperio *erga omnes* (Zagrebel'sky, 2015): un ipotetico scenario in cui tutti gli Stati con un debito pubblico superiore ad una certa percentuale operano una ristrutturazione di carattere privatistico del proprio debito avrebbe una portata drammatica, in quanto tale reazione a catena porterebbe ad un collasso dell'economia mondiale stessa (basata sul debito/attività finanziario).

Le perdite registrate dagli istituti bancari e dalle istituzioni finanziarie in generale, le quali investono in titoli di Stato proprio per bilanciare gli investimenti più rischiosi contenuti nei loro portafogli, sarebbero tali da determinare una caduta del sistema,

¹³⁰ “Debito pubblico e *bail-in*. Così la Germania mette le mani sul risparmio italiano”, in *QuiFinanza*, http://quifinanza.it/soldi/debito-pubblico-e-bail-in-cosi-la-germania-mette-le-mani-sul-risparmio-italiano/51790/?refresh_ce, 19 gennaio 2016 [ultima cons. 06-02-2016]

ben superiore a quanto visto nelle ultime crisi mondiali, e ciò coinvolgerebbe di conseguenza il mondo dell'economia reale, vera vittima del sistema finanziario.

Eppure, in fondo, senza il debito pubblico, senza una minima parte di debito, non avrebbe ragione di esistere nemmeno lo Stato: il debito che la nazione accumula, costituisce ricchezza per altri soggetti in un trasferimento di risorse che aiuta la popolazione ad una migliore prosperità. Tale aspetto, benché non centrale nel tema trattato, impone una riflessione: ciò che lo Stato accumula, in quanto ad esso trasferito tramite le imposte, viene rimesso a disposizione dei cittadini tramite l'offerta di servizi e la corresponsione degli interessi, ma proprio in questo ambito si coglie il problema, in quanto bisogna impedire la generazione di un debito che si auto alimenti, generando nuovo debito col solo fine di soddisfare i creditori precedenti, poiché tale aspetto compromette la stabilità politica ed economica arrivando a trasferire risorse destinate al popolo attraverso la corresponsione dei servizi, ad altri soggetti i quali approfittano di questa situazione lucrando a spese dei cittadini stessi.

In definitiva, la ristrutturazione del debito pubblico affrontata permette di liberare lo Stato dal peso della propria esposizione, e di contribuire quindi al miglioramento del benessere della popolazione liberando risorse prima vincolate alla soddisfazione dei creditori, e tuttavia neppure sufficienti a questo scopo.

Pertanto lo strumento del concordato preventivo qui individuato si presta perfettamente allo scopo prefisso, in quanto per mezzo del suo utilizzo lo Stato ritornerebbe in pieno possesso delle sue funzioni e finalità: se ora il suo esercizio è in funzione della gestione del debito, imponendo una riduzione del debito, la sua funzione ritornerebbe a quella originaria – assicurare la realizzazione dei diritti dell'Uomo e di quelli costituzionali di eguaglianza, libertà e cooperazione.

So, first of all, let me assert my firm belief that the only thing we have to fear is fear itself—nameless, unreasoning, unjustified terror which paralyzes needed efforts to convert retreat into advance.

Franklin D. Roosevelt, 4th March 1933

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AMIGHINI A., BLANCHARD O., GIAVAZZI F., *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Milano, Il Mulino, 2011
- ANNICCHIARICO A., “Grecia, cosa è andato storto e come rimediare”, in *Il Sole24ore*, 6 giugno 2015, tratto da: MANASSE P., *Quali lezioni per l’Europa dalla crisi greca*, 2015
- ANON., “Bond greci, il rendimento sfiora il 50%”, in *Il Sole24ore*, 7 luglio 2015
- ANON., “Conti di deposito: ecco i cinque che rendono di più”, in *Panorama*, 7 maggio 2013,
- ANON., “Evasione, in 2014 recuperati 14,2 miliardi. Ma ora le Entrate rischiano il blocco”, in *Il Fatto Quotidiano*, 19 marzo 2015
- ANON., “La crisi in Grecia, spiegata senza giri di parole”, in *The Post Internazionale*, 2015
- ANON., “Mano tesa a Tsipras dal Fondo monetario. Lagarde: il debito va ristrutturato”, in *Askanew*, 9 luglio 2015
- ANTONELLI L. N., “Banche, con l’arrivo del 2016 il bail-in è ufficiale in Italia. Ecco chi rischia”, in *Wall Street Italia*, 2016
- BANCA D’ITALIA, *Bollettino Economico*, Numero 4, Roma, Ottobre 2015
- BANCA D’ITALIA, *Relazione Annuale anno 2014. Appendice*, Roma, 26 maggio 2015.
- BANCA D’ITALIA, *Supplementi al Bollettino Statistico. Indicatori monetari e finanziari. Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Roma, 15 Dicembre 2015, n.68
- BASSO S., *Debito tedesco ed Europa: una lunga e curiosa storia*, 2012
- BOCCIARELLI R., “Ridurre le sofferenze bancarie”, in *Il Sole24ore*, 16 aprile 2015
- CASTRONOVO V., “Da malata a potenza d’Europa”, in *Il Sole24ore*, 2 giugno 2013
- COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Dicembre 2010 (aggiornato al giugno 2011), Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea.

- COSTA A., *La crisi d'impresa: la procedura di concordato preventivo*, Bari, Cacucci Editore, 2013
- COTTARELLI C., *Proposte per una revisione della spesa pubblica (2014-2016)*, 27 Marzo 2014, Roma
- DA ROLD V., “Il dilemma dello *swap* greco”, in *Il Sole24ore*, 7 marzo 2012
- DEL CORNO M., “Debito pubblico italiano, all'estero chi ci conta di più è Francia e Germania”, in *Il Fatto Quotidiano*, 5 marzo 2014
- DIPARTIMENTO DELLA RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO, MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Il Rendiconto per l'anno 2014 in breve*, Roma, 2015
- FERRERO P., “Grexit: i governi tedeschi non hanno mai pagato i loro debiti”, in *Il Fatto Quotidiano*, 29 giugno 2015
- FIOR P., “Grecia, torna in agenda la ristrutturazione del debito di Atene. Merito dell'asse Draghi-Usa (con buona pace di Schaeuble)”, in *Il Fatto Quotidiano*, 17 luglio 2015
- GAYER T., ROSEN H.S., *Scienza delle finanze. Terza edizione*, Milano, McGraw-Hill, 2010
- HERNDON T., ASH M., POLLIN R., *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart And Rogoff*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, 2013, WorkingPaper Series n. 322
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Greece. An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis*, IMF Country Report n.15/186, Washington D.C., 2015
- LANZAVECCHIA A., PAVARANI E., TAGLIAVINI G., “How Euro shrinks Democracy: insights from the Greek crisis”, *Journal of Governance and Regulation*, vol. 4, n.4 (continued 1), pp. 135-146, 2015
- LECCESE M., *Il concordato preventivo con riserva ed in continuità*, Tesi di laurea in Economia Aziendale, Scuola di Economia e Studi Aziendali, Università di Roma Tre, A.A. 2012/2013
- LIVINI E., “UE, debito allungato e riduzione dei tassi, un piano segreto contro il *default* greco”, in *La Repubblica*, 7 gennaio 2015

- MARCHEGIANI L., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare. Contributo allo studio del tipo*, Milano, Giuffré Editore, 2012
- MASINI C., *Lavoro e Risparmio*, Torino, Utet Editore, 1988
- NIGRO A., SANDULLI M., SANTORO V., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli*, Torino, Giappichelli Editore, 2014
- PIEDIMONTE A. M., *L'Argentina: dalla crisi finanziaria alla situazione attuale*, Tesi di laurea in Economia e Commercio, Facoltà di Economia, Università degli Studi di Parma, A.A. 2003/2004
- PUBLIC DEBT MANAGEMENT AGENCY, *Hellenic Republic Public Debt Bulletin*, N. 79 - September 2015
- QUATTROCCHIO L. M., *Forme di concordato. Concordato liquidatorio e con continuità aziendale*, Torino, Studio Associato Quattrocchio, 2015
- QUATTROCCHIO L. M., *Redazione del piano e dell'attestazione nel concordato preventivo in continuità. Disclosure e attività di monitoraggio nella fase di esecuzione. Rassegna della best practice in materia*, Torino, Studio Associato Quattrocchio, 2015
- RAMBAUDI D., *Argentina 2010: proposta ristrutturazione debito*, 2010
- RANDERS J., *2052, A global forecast for the next forty years*, Programme for Sustainability Leadership, University of Cambridge, 2012
- SCIUTO M., *La crisi dell'impresa*, in Cian M. (a cura di), *Diritto Commerciale. Vol. 1*, Torino, Giappichelli Editore, 2013
- Senato della Repubblica, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2016 e bilancio pluriennale per il triennio 2016-2018*, Roma, Dicembre 2015
- SIMITIS K., STOURNARAS Y., “La vera storia della crisi greca”, in *La Repubblica*, 2012
- TEDOLDI L., *Il conto degli errori. Stato e debito pubblico in Italia*, Roma, Editori Laterza, 2015
- TRENTINI C., *I concordati preventivi*, Milano, Giuffré Editore, 2014
- WEDER DI MAURO B., *New Institutions and Policies for a workable Eurozone*, ECB Conference, Firenze, 27 novembre 2014

- ZAGREBELSKY G., “La tragedia greca e la sovranità spodestata”, in *La Repubblica*, 28 luglio 2015
- ZINGALES L., “Il conto aperto del *default* greco”, in *Il Sole24ore*, 12 marzo 2012

LEGISLAZIONE

- Regio Decreto n. 267 del 16/03/1942 (Legge Fallimentare), aggiornata al D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 180

SITOGRAFIA

- <http://www.borsaitaliana.it>
- <http://www.mef.it>
- <http://www.esm.europa.eu>
- <http://www.dt.tesoro.it>
- <http://www.istat.it>
- <http://europa.eu>
- <http://scenarieconomici.it>
- <http://www.simone.it>
- <http://www.treccani.it/enciclopedia/>