

Mamatas et autres c. Grèce:
il *Private Sector Involvement Agreement* allo scrutinio della
Corte europea dei diritti dell'uomo*

di **Federica Violi** — *Assistant Professor in International Law, Erasmus University Rotterdam*

ABSTRACT: The Private Sector Involvement (PSI) Agreement has imposed a severe haircut on Greek government bonds, held by private investors. The haircut applied to natural and legal persons alike (including micro-investors), without first obtaining their consent, via the retrofitting of an aggregate Collective Action Clause. More than six thousand applicants claimed before the European Court of Human Rights that the implementation of the PSI had violated Arts. 1 Prot. 1 and 14 of the ECHR. However, the ECtHR dismissed all the claims and held that the interference did not break the fair balance between the general interest to national economy and the individual rights of the claimants. This paper tries to decrypt the argumentations used by the Court in assessing the proportionality of the State's measure and provides a critique of the Court's reasoning.

SOMMARIO: 1. Introduzione alle questioni esaminate dalla Corte. – 2. Il *Private Sector Involvement Agreement*. – 3. Margine di apprezzamento, bilanciamento fra quali interessi?. – 4. La qualificazione della violazione dell'art.1, Prot. 1, fra 'semplice interferenza' ed espropriazione. – 5. La valutazione della legalità dell'interferenza determinata dal PSI. – 6. *Striking a Fair Balance?* Le valutazioni della Corte fra interesse pubblico e non discriminazione. – 7. Considerazioni conclusive.

1. *Introduzione alle questioni esaminate dalla Corte*

La sentenza *Mamatas et autres c. Grèce*, recentemente pronunciata dalla Corte europea dei diritti dell'uomo¹, si aggiunge alla corposa serie di controversie sorte intorno alla crisi del debito sovrano

* Contributo sottoposto a referaggio in base alle Linee guida della Rivista.

¹ Corte EDU, ricorsi n. 63066/14, 64297/14 e 66106/14, *Mamatas et autres c. Grèce*, sentenza del 21 luglio 2016. Pende, al momento, richiesta di rinvio alla Grande Camera ex art. 43 della Convenzione. Per un primo commento, si veda M. MARKAKIS, *European Court of Human Rights Rules on Greek Debt Restructuring*, in *OxHRH Blog*, ohrh.law.ox.ac.uk, 31 luglio 2016, ultimo accesso 4 ottobre 2016.

greco. Nel caso di specie, i ricorrenti, più di seimila piccoli risparmiatori greci, lamentavano la violazione del loro diritto di proprietà e del divieto di discriminazione, come conseguenza dello scambio forzoso dei titoli di stato di cui erano portatori, nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito sovrano.

Nel caso in esame veniva in rilievo il c.d. *Private Sector Involvement (PSI) Agreement*, programma che nel 2012 ha imposto un taglio (*haircut*) sui titoli di Stato detenuti da investitori privati, persone giuridiche e persone fisiche (inclusi i c.d. piccoli e micro risparmiatori), nel tentativo di ridurre il volume del debito sovrano greco. In virtù di tale operazione venivano scambiate le obbligazioni statali con altri strumenti di debito, provocando una riduzione equivalente al cinquantatré per cento del valore nominale e al settantacinque per cento circa del valore attuale netto dei vecchi *bonds*. Il PSI, in particolare, modificava retroattivamente le condizioni dei titoli, introducendovi una clausola aggregata (*Collective Action Clause*, di qui in poi CAC), che consentiva lo scambio forzoso delle obbligazioni, con il solo consenso di una maggioranza qualificata dei creditori coinvolti nell'operazione. La maggior parte dei *bonds* soggetti al PSI, infatti, non avrebbe potuto essere emendata, se non con l'assenso di ogni singolo detentore. I ricorrenti, non avendo prestato il proprio consenso, si rivolgevano al Consiglio di Stato greco per lamentare l'espropriazione dei propri titoli e il trattamento discriminatorio cui erano stati sottoposti, in ragione del diverso *status* (quello di piccolo risparmiatore) di cui godevano, rispetto agli investitori istituzionali e alle persone giuridiche più in generale. Il Consiglio di Stato rigettava le doglianze dei ricorrenti², i quali a questo punto si rivolgevano alla Corte europea dei diritti dell'uomo, sostenendo come il comportamento delle autorità greche violasse l'art. 1, Prot. 1, singolarmente o in combinato disposto con l'art. 14 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo.

Con la decisione in commento, i giudici di Strasburgo hanno, però, respinto tutti i ricorsi³, privilegiando le ragioni di stabilità economica dello Stato greco e la ristrutturazione del suo debito sovrano⁴. In particolare, ad avviso della Corte, gli Stati godono di un ampio margine di apprezzamento nel definire le misure necessarie per far fronte a un periodo di crisi e le operazioni di politica economica adottate a questo fine sono in linea di principio compatibili con la Convenzione EDU e i suoi Protocolli a meno che non siano manifestamente irragionevoli. La Corte, pur riconoscendo un'ingerenza dello Stato greco nell'esercizio del diritto individuale di proprietà, ha, infatti, ritenuto che le misure impugnate non integrassero una violazione, in quanto tese al perseguimento di un interesse pubblico rilevante, ossia evitare il fallimento dell'economia dello Stato. I giudici hanno, inoltre, ritenuto che la restrizione del diritto di proprietà, dovuta all'*haircut*, rispettasse il *test* di proporzionalità; secondo la Corte, infatti, le perdite economiche subite dai ricorrenti non avrebbero determinato un pregiudizio eccessivo né potrebbero considerarsi

² Consiglio di stato greco, sessione plenaria, decisione n. 1116/2014.

³ Alcuni sono stati considerati irricevibili per mancanza di previo esaurimento dei ricorsi interni: *Mamatas et autres c. Grèce*, par. 66.

⁴Ivi, par. 103.

equivalenti a una ‘privazione’ definitiva dei loro titoli. D’altronde, se la Grecia non avesse imposto una simile misura o l’avesse applicata solo a chi avesse acconsentito allo scambio, non sarebbe riuscita a ridurre il proprio debito, con conseguenze ancor più gravi per l’economia nazionale. Ancora, continua la Corte, i creditori devono essere consapevoli della natura stessa di simili obbligazioni, che non sono prive di rischio, anzi sono naturalmente soggette a perdita di valore. La valutazione del pregiudizio deve, infatti, essere calcolata sulla base del valore reale delle obbligazioni al momento dello scambio, riferimento di gran lunga inferiore al valore nominale dei *bonds* colpiti dall’*haircut*. La Corte ha anche negato, con argomenti per certi versi simili a quelli utilizzati in ordine alla prima doglianza, l’asserita violazione del divieto di discriminazione illegittima lamentata dai ricorrenti. Secondo i giudici, infatti, sarebbe stato impossibile, in primo luogo, identificare tutte le parti coinvolte e, in secondo luogo, individuare dei criteri per distinguere i diversi *status* degli obbligazionisti e differenziare coerentemente gli interventi. Un’operazione del genere avrebbe, peraltro, messo a rischio l’efficacia dell’intero programma, considerata l’urgenza di rispondere rapidamente alla situazione di crisi.

Resta da chiedersi se le valutazioni della Corte, in particolare in merito alla proporzionalità delle misure introdotte con il PSI, possano ritenersi pienamente convincenti, anche nel contesto di una situazione di grave crisi economica, quale quella in cui versava lo Stato greco al momento dell’adozione del *Private Sector Involvement Agreement*.

Il contributo intende quindi analizzare le argomentazioni della decisione, offrendo degli spunti di riflessione in particolare in merito al bilanciamento fra l’interesse generale e i diritti fondamentali dei singoli.

2. Il Private Sector Involvement Agreement.

Al fine di poter inquadrare correttamente le argomentazioni della Corte, sembra utile descrivere in breve le misure adottate dallo Stato greco nell’ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito sovrano.

La Grecia ha lanciato l’operazione di scambio a febbraio del 2012⁵ con legge n. 4050/2012, con lo scopo di rifinanziare il bilancio e ridurre l’indebitamento obbligazionario. Sebbene attuato immediatamente dopo essere entrato in vigore, il PSI è stato il prodotto di una fitta serie di negoziazioni fra diverse parti coinvolte nella ristrutturazione del debito sovrano⁶, ovvero la ‘Troika’, — il Fondo monetario internazionale, la Banca centrale europea, gli Stati dell’Eurozona —, e un comitato rappresentativo di creditori privati, fra i quali banche, compagnie assicuratrici e

⁵ I titoli sottoposti allo scambio forzoso, regolati dal diritto greco, erano stati individuati tramite decreto del Consiglio dei ministri n. 5 del 24 febbraio 2012, attuativo della legge n. 4050/2012. I *bonds* regolati da legge applicabile straniera non potevano, evidentemente, essere soggetti allo *swap*.

⁶ Si intendono qui per ‘parti’ gli attori coinvolti nella ristrutturazione del debito sovrano greco, a livello nazionale e sovranazionale. L’operazione di scambio è stata condotta in maniera ibrida: prima negoziata fra le parti e poi, di fatto, concretizzata in un’offerta unilaterale dello Stato.

asset managers. Sebbene i termini dello *swap* fossero stati negoziati, l'operazione si è concretizzata in un'offerta unilaterale dello Stato ai detentori di *bonds*, per lo scambio dei propri titoli obbligazionari con un pacchetto composto da tre diversi strumenti di debito, compresi dei titoli proporzionalmente legati alla crescita del PIL e delle cambiali a breve termine di maturazione (*PSI Payment Notes*), emesse dal Fondo europeo di stabilità finanziaria e garantiti dai Paesi dell'Eurozona⁷. L'operazione interveniva dopo i primi due *bailout* del debito sovrano greco. Per accedere al terzo salvataggio, i creditori internazionali avevano 'imposto' alla Grecia l'introduzione di misure volte alla riduzione di almeno il cinquanta per cento del debito detenuto da investitori privati. Sebbene in un primo momento l'operazione avrebbe dovuto riguardare i soli investitori istituzionali, su pressione della 'Troika', la Grecia estendeva l'operazione a tutti i portatori privati. I nuovi titoli statali, regolati dal diritto inglese, e gli altri due strumenti di debito inclusi nel pacchetto, determinavano la riduzione di circa il cinquantatré e mezzo per cento in valore nominale e del settantacinque per cento del valore attuale netto delle obbligazioni. L'aspetto cruciale dell'operazione, che ha consentito il taglio dei titoli dei detentori non consenzienti, è stata l'introduzione retroattiva, tramite legge n. 4050/2012, della *Collective Action Clause* (CAC) aggregata. Questo tipo di previsioni, generalmente incluse *ab initio* nei titoli, consente di modificare i termini dei *bonds*, previa approvazione di una maggioranza qualificata di tutti i portatori soggetti all'operazione di scambio. Piuttosto che emendare unilateralmente le condizioni dei *bonds*, la legislazione adottata dalla Grecia interveniva mediante l'introduzione a effetto retroattivo della clausola modificativa, volta a facilitare un accordo con i creditori. L'approvazione della CAC e l'accettazione dell'offerta di scambio erano, in altri termini, contestuali. Accettando l'offerta, i detentori avrebbero, simultaneamente, accettato gli emendamenti introdotti legislativamente. Dopo qualche settimana dal lancio dell'operazione, l'ottantacinque per cento dei portatori accettava lo scambio, che si estendeva, quindi, anche a coloro che avevano rigettato l'offerta o non avevano mai reagito alla stessa. Una volta raggiunta la maggioranza qualificata, la Grecia rendeva noto che le obbligazioni esistenti, e soggette all'*haircut*, erano state cancellate e sostituite con i nuovi titoli.

3. Margine di apprezzamento: bilanciamento fra quali interessi?

Dopo avere estensivamente riportato le decisioni del Consiglio di Stato greco sulla questione e le posizioni delle parti, la Corte avvia le proprie valutazioni, chiarendo, sin da principio, che lo Stato greco, secondo giurisprudenza consolidata in materia di crisi economica, gode di un ampio margine di apprezzamento nell'individuazione delle misure necessarie per far fronte alla congiuntura sfavorevole. In particolare, secondo i giudici di Strasburgo, considerato che l'adozione di misure legislative atte a riequilibrare il bilancio statale richiede l'esame di delicate questioni di natura

⁷ Per un'ampia analisi delle operazioni di ristrutturazione del debito sovrano greco, cfr. J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M. GULATI, *The Greek Debt Exchange: An Autopsy*, in *Peterson Institute for International Economics, Working Paper No. 13-8-2013*, www.piie.com, ultimo accesso 6 ottobre 2016.

politica, economica e sociale, le autorità nazionali sarebbero *mieux placées* a valutarne l'opportunità, a meno che gli strumenti adottati non si dimostrino manifestamente irragionevoli.

La dottrina del margine di apprezzamento è stata ampiamente criticata dagli studiosi, a causa, in primo luogo, dell'assenza di una base normativa che ne giustifichi teoreticamente l'applicazione e, in secondo luogo, per via del ricorso allo stesso concetto in maniera piuttosto incoerente⁸. La dottrina in questione è stata, infatti, sviluppata al di fuori del testo stesso della Convenzione EDU e applicata nella giurisprudenza di Strasburgo con esiti di volta in volta ben diversi.

Le difformità riscontrate possono interpretarsi alla luce di una categorizzazione recentemente proposta da alcuni autori⁹, che sembra cogliere le due diverse 'anime' della dottrina in analisi e offrire una lente interpretativa attraverso cui analizzare la questione. Il primo significato da attribuire alla nozione corrisponderebbe al concetto sostanziale di margine di apprezzamento¹⁰. Questo riguarderebbe propriamente il giusto rapporto fra le libertà fondamentali individuali e

⁸ Sull'applicazione multiforme della dottrina del margine di apprezzamento vedi, fra gli altri, R. SAPIENZA, *Sul margine di apprezzamento statale nel sistema della Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, in *Rivista di diritto internazionale*, 1991, 571 ss.; F. DONATI, P. MILAZZO, *La dottrina del margine di apprezzamento nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo*, in P. FALZEA, A. SPADARO, L. VENTURA (a cura di), *La Corte Costituzionale e le Corti d'Europa*, Giappichelli, Torino, 2003, 65ss.; G. LETSAS, *Two Concepts of the Margin of Appreciation*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2006, 705 ss.; S. GREER, *The Interpretation of the European Convention on Human Rights: Universal Principle or Margin of Appreciation?*, in *UCL Human Rights Review*, 2010, 1 ss.; D. SPIELMANN, *Allowing the Right Margin: The European Court of Human Rights and the National Margin of Appreciation Doctrine: Waiver or Subsidiarity of European Review?*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2011-2012, 381 ss.; M. LUGATO, *Riflessioni sulla base giuridica del margine di apprezzamento statale nella Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2012, 359 ss.; Y. ARAI-TAKAHASHI, *The Margin of Appreciation Doctrine: A Theoretical Analysis of Strasbourg's Variable Geometry*, in A. FØLLESDAL, B. PETERS, G. ULFSTEIN (eds), *Constituting Europe: The European Court of Human Rights in a National, European and Global Context*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, 62 ss.; M. AMBRUS, *The European Court of Human Rights and Standards of Proof, An Evidentiary Approach towards the Margin of Appreciation*, in L. GRUSZCZYNSKI, W. WERNER (eds), *Deference in International Courts and Tribunals: Standard of Review and Margin of Appreciation*, Oxford University Press, Oxford, 2014, 236 ss.; C. CINELLI, *Corte europea dei diritti dell'uomo, Corte costituzionale italiana e margine di apprezzamento*, in *Rivista di diritto internazionale*, 2014, 787 ss.; B. RAINEY, E. WICKS, C. OVEY, *The European Convention on Human Rights*, Oxford University Press, Oxford, 2014, 79 ss.; C. ZOETHOUT, *Margin of Appreciation, Violation and (in) Compatibility: Why the ECtHR Might Consider Using an Alternative Mode of Adjudication*, in *European Public Law*, 2014, 309 ss.; P. HALLSTRÖM, *Balance or Clash of Legal Orders - Some Notes on 'Margin of Appreciation'*, in J. NERGELIUS, E. KRISTOFFERSSON (eds), *Human Rights in Contemporary European Law*, Hart Publishing, Oxford/Portland, 2015, 59 ss.

⁹ G. LETSAS, *Two Concepts*, cit., e B. RAINEY, E. WICKS, C. OVEY, *The European Convention*, cit., 80.

¹⁰ Non è possibile in questa sede indagare l'utilizzo sostanziale della nozione. Sia sufficiente segnalare che, quando applicato in questo senso — tipicamente rispetto alle restrizioni contenute negli artt. 8-11 della Convenzione —, il margine di apprezzamento viene considerato l'altra 'faccia' del principio di proporzionalità. In questo senso, molti autori ritengono che il ricorso alla dottrina in parola sarebbe superfluo per giustificare il giusto bilanciamento fra interesse generale e diritti fondamentali. Logicamente, infatti, non è possibile conoscere a priori quali siano i limiti all'interferenza dello Stato nell'esercizio di un determinato diritto individuale. Tale determinazione è il risultato dell'opera di bilanciamento, non il presupposto. Sul punto, ampiamente G. LETSAS, *Two Concepts*, cit., 713; R. MACDONALD, *The Margin of Appreciation*, in R. MACDONALD, F. MATSCHER, H. PETZOLD (eds), *The European System for the Protection of Human Rights*, Dordrecht/Boston, 1993, 85 ss.

l'interesse pubblico, parametrato su un criterio esterno rispetto alla situazione di specie e definito autonomamente dalla Corte¹¹. Il secondo significato si identificherebbe, invece, con il concetto strutturale della dottrina del margine di apprezzamento: esso servirebbe a limitare l'intensità dello scrutinio della Corte, considerata la natura di trattato internazionale della Convenzione EDU (diversamente dalle Carte costituzionali) e il carattere sussidiario della valutazione dei giudici di Strasburgo, rispetto a quella delle autorità nazionali. Il parametro, in questo caso, sarebbe interno e mutuato dal giudizio statale della situazione di specie al vaglio della Corte. In altri termini, se nel primo caso il ricorso alla dottrina del margine di apprezzamento è effettuato per valutare se in effetti il ricorrente abbia subito la lesione di un suo diritto, nel secondo caso, esso viene richiamato per giustificare la volontà della Corte di astenersi dal sindacare le scelte prese dalle autorità nazionali e la loro compatibilità con i diritti sanciti dalla Convenzione. Questo tipo d'uso della teoria in esame ha quindi a che vedere con il rapporto fra la Corte e gli Stati parte, piuttosto che con il giusto bilanciamento tra i diritti umani e l'interesse pubblico¹². Simile nozione si cristallizza, in effetti, in un principio di sussidiarietà 'normativa'¹³, ai sensi del quale la Corte fonda il proprio apprezzamento su quanto già stabilito dalle autorità nazionali, *deferendo*¹⁴ loro il giudizio in merito a una potenziale violazione. I giudici di Strasburgo fanno frequentemente ricorso a questo tipo di 'margine' — che altro non è che un atteggiamento di *self-restraint* —, quando manca un consenso fra gli Stati membri in ordine a determinate nozioni particolarmente sensibili, quali per esempio la morale pubblica e, in maniera più consistente, nella giurisprudenza relativa ai casi di deroga per stato di urgenza *ex art. 15*. Non mancano, tuttavia, casi relativi all'art. 1, Prot.1¹⁵.

Anche nel caso di specie, il margine di apprezzamento richiamato nella sentenza in esame sembra potersi ascrivere alla nozione 'strutturale' della dottrina, che inevitabilmente informa l'intero apprezzamento della Corte¹⁶. La valutazione sulla proporzionalità delle misure, si inquadra, dunque interamente nella necessità di preservare la 'deferenza' accordata alle autorità nazionali, e i

¹¹ Così F. DONATI, P. MILAZZO, *La dottrina*, cit., 86 ss., con particolare riferimento al concetto di 'società democratica'. In particolare, gli autori segnalano che la Corte ha raggiunto un certo grado di autonomia interpretativa, per cui il parametro tende ad assumere identità autonoma.

¹² Un'indicazione di questo tipo di approccio può ravvisarsi quando, come nel caso di specie, la Corte ritiene che le autorità nazionali siano *mieux placées* a giudicare sulla doglianza del ricorrente.

¹³ H. PETZOLD, *The Convention and the Principle of Subsidiarity*, in R. MACDONALD, F. MATSCHER, H. PETZOLD (eds), *The European System*, cit., 41 ss.; cfr. anche P. CAROZZA, *Subsidiarity as a Structural Principle of International Human Rights Law*, in *American Journal of International Law*, 2003, 38 ss.

¹⁴ Il concetto di deferenza è ricorrente in dottrina. Secondo G. LETSAS, *Two Concepts*, cit., il ricorso al concetto strutturale andrebbe abbandonato; infatti, sono proprio questi i casi che si prestano più facilmente ad abuso da parte degli Stati. Dello stesso avviso sul rischio di relativismo morale, E. BENVENISTI, *Margin of Appreciation, Consensus and Universal Standards*, in *New York University Journal of International Law*, 1999, 843 ss.

¹⁵ Vedi ad esempio Corte EDU, ricorso n. 8793/79, *James and Others v. United Kingdom*, sentenza del 21 febbraio 1986; ricorso n. 43622/98, *Malama v. Greece*, sentenza del 5 settembre 2001; ricorsi n. 46720/99, 72203/01 e 72552/01, *Jahn v. Germany*, sentenza del 22 gennaio 2004.

¹⁶ Vedi in particolare il par. 88 della sentenza in esame "la Cour considère que les autorités nationales se trouvent en principe mieux placées qu'un tribunal international pour choisir les moyens les plus appropriés pour parvenir à cette fin et elle respecte leurs choix, sauf s'ils se révèlent manifestement dépourvus de base raisonnable".

continui richiami a concetti quali urgenza¹⁷, necessità, crisi, ristrettezza — che molto ricordano i ragionamenti intorno all’art. 15 — ne sono un chiaro segnale. Pur prendendo in esame la sostanza dei ricorsi e operando un esplicito riferimento al “*juste équilibre entre les exigences de l’intérêt général de la communauté et les impératifs de la sauvegarde des droits fondamentaux de l’individu*”¹⁸, i ragionamenti della Corte sembrano sin dall’inizio condizionati dalla volontà di non rivedere, in maniera sostanziale, le posizioni delle autorità nazionali greche e preservare l’ampio margine di apprezzamento dello Stato, effettuando un giudizio di proporzionalità limitato alla non manifesta irragionevolezza. È in questa luce che dovranno, quindi, analizzarsi le argomentazioni della Corte in merito a una potenziale ingerenza dello Stato nel godimento dei diritti di cui all’art. 1, Prot. 1 e (o in combinato disposto con) l’art. 14 della Convenzione.

4. La qualificazione della violazione dell’art. 1, Prot. 1, fra ‘semplice interferenza’ ed espropriazione.

La Corte segnala, in prima istanza, che i titoli obbligazionari detenuti dai ricorrenti possono farsi rientrare nella nozione di ‘bene’ ai sensi dell’art. 1, del Prot.1. Secondo la Corte, infatti, il concetto di ‘bene’ ha portata autonoma rispetto alle qualificazioni di legge interna e si estende oltre il diritto di proprietà su un bene mobile o immobile tradizionalmente inteso. *Nulla quaestio*, dunque, rispetto al campo di applicazione della previsione in esame. Sembra utile, tuttavia, chiarire sin d’ora un punto che sarà rilevante nell’analisi del *test* di proporzionalità: la Corte, infatti, vincola la protezione dei *bonds* al solo aspetto obbligazionario del titolo¹⁹, equiparandolo, *rectius*, limitandolo alla *créance pécuniaire*, tutelato fintanto che le legittime aspettative del creditore (ricorrente) alla restituzione di una somma pari al valore nominale siano plausibili²⁰. Nondimeno, sembra utile precisare, che l’*haircut* ha inciso parimenti sui titoli, annullandoli e sostituendoli con altri strumenti di credito. Se il risultato è stata una modifica nel valore nominale delle obbligazioni, l’operazione ha comunque inciso direttamente sul diritto di proprietà dei detentori. Il fatto che ciò sia avvenuto per il tramite formale dell’introduzione retroattiva della CAC e dunque del consenso di una maggioranza non pare potere modificare questo inquadramento, almeno con riguardo ai creditori non consenzienti, che si sono visti imporre una modifica delle condizioni contrattuali.

La Corte nota, poi, che le modalità dell’operazione e il carattere involontario della partecipazione dei ricorrenti, pur non determinando automaticamente una violazione dell’art. 1,

¹⁷ *Mamatas et autres c. Grèce*, cit.: si vedano ad esempio i paragrafi 88, 103, 118.

¹⁸ *Ivi*, par. 96.

¹⁹ Specifica la Corte che “[l]es porteurs d’obligations de l’État grec, dont les requérants, avaient, en application de l’article 8 de la loi no 2198/1994 et à l’échéance de leurs titres, une créance pécuniaire envers l’État d’un montant équivalent à la valeur nominale de leurs obligations”, par. 91.

²⁰ Si tratta di un approccio già adottato dalla Corte nella sua giurisprudenza rispetto ai diritti di credito, vedi ad esempio Corte EDU, ricorso n. 17849/91, *Pressos Compania Naviera S.A. and Others v. Belgium*, sentenza del 20 novembre 1995.

Prot. 1, rappresentano un'ingerenza nel rispetto dei beni dei ricorrenti, tutelato dalla medesima norma. In proposito, occorre ricordare come l'art. 1, Prot. 1 sia stato generalmente interpretato come composto da tre diverse norme²¹: la prima tutela il godimento pacifico della proprietà; la seconda vieta la privazione della proprietà, se non per ragioni di interesse pubblico e conformemente ai principi di diritto internazionale; e la terza consente il controllo della proprietà da parte dello Stato per esigenze pubbliche.

Secondo la Corte, al contrario di quanto sostenuto dai ricorrenti, l'operazione greca si inquadrebbe in un'ingerenza nel pacifico godimento del diritto di proprietà, determinando una compressione della prima delle tre norme sopra delineate. I giudici non elaborano tuttavia una giustificazione convincente sul punto. Nell'escludere, infatti, un meccanismo espropriativo, la Corte spiega, richiamandosi alla propria giurisprudenza precedente²², che i titoli obbligazionari sono soggetti a rischio, sia a causa delle fluttuazioni del mercato obbligazionario che per via della potenziale non solvibilità dello Stato emittente.

A nostro avviso, l'argomento della Corte coglie solo in parte nel segno. Se una certa componente di rischio è connaturata a qualsiasi tipo di investimento, rimangono tuttavia una serie di considerazioni che non possono ignorarsi.

L'operazione è stata veicolata tramite un'azione positiva dello Stato, che annullava e sostituiva i vecchi bond con dei nuovi titoli di gran lunga inferiori nel loro valore nominale e attuale netto. Se il pregiudizio può essere stato minimo per gli investitori che hanno acquistato i titoli sul mercato secondario a meno del loro valore nominale, lo stesso non può affermarsi per coloro che hanno acquistato le obbligazioni al momento della loro emissione, che hanno invece subito una perdita significativa²³. La natura dell'interferenza varierebbe, quindi, in base alle singole circostanze del caso. Identificare l'ipotesi normativa da applicare al caso di specie non è compito facile. Tuttavia, a noi pare che, per lo meno per la situazione di coloro che avevano acquistato i *bonds* al loro valore nominale, l'operazione di scambio potrebbe ragionevolmente qualificarsi come una privazione del bene²⁴. La Corte, d'altronde, già prima della sentenza in commento, aveva riconosciuto la possibilità di un'espropriazione *de facto*, seppur in assenza di un formale atto espropriativo²⁵.

²¹ Cfr. per tutti Corte EDU, ricorsi n. 7151/75 e 7152/75, *Sporrong and Lönnroth v. Sweden*, sentenza del 23 settembre 1982, par. 61.

²² Cfr. par. 94 della decisione in esame. La giurisprudenza citata non pare, tuttavia, potersi assimilare al caso di specie: nelle controversie richiamate, i titoli di credito non erano stati né formalmente ripudiati né annullati.

²³ Per 'espropriazione' si intende la perdita sostanziale del valore economico del bene, sul punto estensivamente U. KRIEBAUM, A. REINISCH, *Property, Right to, International Protection*, in R. WOLFRUM (ed.), *Max Planck Encyclopaedia of Public International Law*, Oxford University Press, Oxford, 2012, 522 ss.

²⁴ Del medesimo avviso, P. WAUTELET, *The Greek Debt Restructuring and Property Rights. A Greek Tragedy for Investors?*, in A. ALEN, V. JOOSTEN, V. LEYSEN, W. VERRIJDT (eds), *Liberae Cogitationes Liber Amicorum Marc Bossuyt*, Intersentia, Antwerpen, 2013, 903 ss.

²⁵ Corte EDU, *Sporrong and Lönnroth v. Sweden*, cit., par. 63.

Secondo i giudici, tuttavia, e secondo alcuni autori²⁶, l'inquadramento nell'una o nell'altra norma non implicherebbe alcuna differenza sostanziale. La Corte, come viene ribadito anche nella sentenza in esame²⁷, applica le medesime garanzie a tutte e tre le ipotesi normative. Se per certi versi questa considerazione corrisponde all'apprezzamento della Corte nella sua giurisprudenza sull'art. 1, Prot.1²⁸, è vero anche che i giudici hanno articolato l'esame sulla legittimità di un'ingerenza statale nel pacifico godimento del diritto di proprietà in maniera leggermente diversa rispetto alle altre due ipotesi. Secondo i giudici, infatti, "the Court must determine whether a *fair balance* was struck between the demands of the general interest of the community and the requirements of the protection of the individual's fundamental rights [...] The search for this balance is inherent in the whole of the Convention and is also reflected in the structure of Article 1 (P1-1)"²⁹. Si tratta quindi, di un giudizio inerente alla Convenzione stessa e che impone di verificare se "by reason of the State's action or inaction the person concerned had to bear a disproportionate and excessive burden"³⁰. Sebbene la Corte conduca comunque l'esame di proporzionalità, lo scrutinio non pare essere necessariamente altrettanto stringente, in assenza delle limitazioni esplicite e proprie della seconda e terza ipotesi normativa dell'art. 1, Prot.1.

Nel caso in esame, in particolare, resta il dubbio che se la Corte avesse inquadrato l'operazione di scambio forzoso come privazione di proprietà, il giudizio di proporzionalità avrebbe potuto avere esito leggermente diverso. Se, infatti, l'espropriazione impone un meccanismo compensativo, lo stesso non può dirsi dell'ingerenza nel diritto al pacifico godimento dei beni³¹. Questo tipo di compressione non esige, infatti, la corresponsione di un indennizzo; la compensazione incide, quindi, meno nel bilanciamento degli interessi in gioco.

Rimane da valutare se l'ingerenza, per come qualificata dalla Corte, abbia determinato la violazione lamentata dai ricorrenti.

²⁶ Così P. WAUTELET, *The Greek Debt*, cit., 910; A. VAN RIJN, *Right to the Peaceful Enjoyment of One's Possessions*, in P. VAN DIJK, F. VAN HOOF, A. VAN RIJN, L. ZWAK (eds.), *Theory and Practice of the European Convention on Human Rights*, Intersentia, Antwerpen-Oxford, 2006, 872.

²⁷ Sebbene con una formulazione sibillina. La Corte si limita, infatti, citando la propria giurisprudenza precedente, a chiarire che la seconda e la terza ipotesi normative vanno lette alla luce del principio generale racchiuso nel primo capo del primo comma. Corte EDU, *Mamatras et autres c. Grèce*, cit., par. 94.

²⁸ Corte EDU, ricorso n. 31443/96, *Broniowski v. Poland*, sentenza del 22 giugno 2004, par. 149: "[m]oreover, it should be reiterated that the various rules incorporated in Article 1 are not distinct, in the sense of being unconnected, and that the second and third rules are concerned only with particular instances of interference with the right to the peaceful enjoyment of property. One of the effects of this is that the existence of a "public interest" required under the second sentence, or the "general interest" referred to in the second paragraph, are in fact corollaries of the principle set forth in the first sentence, so that an interference with the exercise of the right to the peaceful enjoyment of possessions within the meaning of the first sentence of Article 1 must also pursue an aim in the public interest".

²⁹ Corte EDU, *Sporrong and Lönnroth v. Sweden*, cit. par. 69. Sul punto B. RAINEY, E. WICKS, C. OVEY, *The European Convention*, cit., 504. Nella giurisprudenza della Corte EDU cfr. *Broniowski v. Poland*, cit., par. 150: "[i]n particular, there must be a reasonable relationship of proportionality between the means employed and the aim sought to be realised by any measures applied by the State, including measures depriving a person of his/of her possessions. In each case involving the alleged violation of that Article the Court must, therefore, ascertain whether by reason of the State's action or inaction the person concerned had to bear a disproportionate and excessive burden".

³⁰ *Ibidem*.

³¹ Cfr. U. KRIEBAUM, A. REINISCH, *Property, Right to*, cit.

5. La valutazione della legalità dell'interferenza determinata dal PSI

Il primo criterio nel valutare la legittimità di un'interferenza, com'è noto, è la legalità del comportamento adottato dallo Stato. Secondo la Corte, il criterio può ritenersi soddisfatto, quando la legge, su cui si fonda la misura, sia accessibile e sufficientemente precisa, in particolare rispetto alla possibilità di prevedere le conseguenze delle nuove norme e di poterle impugnare, per scongiurare l'arbitrio.

Nel caso di specie, i giudici paiono ritenersi soddisfatti dalla legge n. 4050/2012, che ha introdotto il taglio sui titoli obbligazionari. Secondo la Corte, infatti, non vi è alcun dubbio che l'operazione di *swap* sia fondata su misure legislative *prévisibles*. I ricorrenti, infatti, dovevano essere necessariamente a conoscenza della legge e del suo contenuto, considerato che avrebbero dovuto prestare il proprio consenso o il proprio rifiuto allo scambio.

Dal punto di vista prettamente formale la misura legislativa sembra, in effetti, rispondere ai criteri dello stato di diritto, considerando, in particolare, che la Grecia, invece di modificare unilateralmente i *bonds*, aveva condizionato l'attivazione della CAC al consenso di una maggioranza qualificata. Dal punto di vista sostanziale, tuttavia, suscita qualche perplessità il modo in cui la Corte ha interpretato nel caso di specie il criterio della *prévisibilité*³².

La prima considerazione è strettamente legata alla natura particolarmente eterogenea degli investitori coinvolti nell'operazione di scambio³³. Se, infatti, la maggior parte dei portatori coinvolti nello *swap* erano investitori istituzionali, in grado di comprendere la procedura di scambio e la portata del taglio³⁴, lo stesso non può sostenersi per i piccoli risparmiatori ricorrenti, soprattutto alla luce della summenzionata circostanza secondo cui l'operazione era stata negoziata lungamente prima dell'entrata in vigore della legge³⁵. Ai negoziati aveva partecipato un comitato rappresentativo dei creditori istituzionali. Tuttavia, i piccoli risparmiatori erano stati esclusi dalle trattative: secondo le dichiarazioni del governo greco, infatti, la ristrutturazione non avrebbe riguardato i loro titoli obbligazionari³⁶.

A ciò si aggiunga un ulteriore elemento. L'offerta formale di scambio è stata pubblicata dallo Stato greco il giorno dopo l'adozione della legge. L'immediata reazione da parte dei creditori istituzionali — che hanno subito accettato lo scambio — è facilmente comprensibile, considerata la

³² Corte EDU, ricorso n. 75909/01, *Sud Fondi SRL et autres c. Italie*, sentenza del 20 gennaio 2009, paragrafi 108, 109.

³³ Secondo J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M. GULATI, *The Greek Debt*, cit., si tratta della prima ristrutturazione di debito sovrano con una tale eterogeneità fra i titoli nella differenza fra valore nominale e valore attuale netto. Sul punto cfr. anche P. WAUTELET, *The Greek Debt*, cit.

³⁴ Lo stesso può dirsi di chi ha acquistato i *bonds* poco prima dell'entrata in vigore della legge, quando i negoziati erano in corso e la possibilità di uno scambio coercitivo era ben presente, e dunque inclusa nel calcolo costi-benefici al momento dell'acquisto.

³⁵ Vedi *supra*, par. 2.

³⁶ Vedi in particolare il par. 12 della sentenza in esame, in cui la Corte, nel ricostruire i fatti specifica che “[p]endant toute la durée des négociations, tant les autorités grecques que les autorités européennes affirmèrent que la procédure concernait seulement les investisseurs institutionnels et que les personnes physiques ne seraient pas concernées par l'accord qui serait conclu”.

partecipazione del comitato rappresentativo alle negoziazioni e la professionalità di questi investitori. Tale considerazione non vale, tuttavia, per i ricorrenti. Questi infatti non hanno avuto modo, considerato il brevissimo lasso di tempo, di potere contemplare gli effetti delle misure introdotte, prima che esse venissero effettivamente attuate, cancellando e sostituendo i loro titoli obbligazionari, sebbene con il consenso della maggioranza³⁷.

Ora secondo la Corte, che cita la propria giurisprudenza in materia, “[q]uant à la portée de la notion de ‘prévisibilité’, elle dépend dans une large mesure du contenu du texte dont il s’agit, du domaine que celui-ci couvre ainsi que du nombre et de la qualité de ses destinataires [...]. En particulier, une norme est ‘prévisible’ lorsqu’elle offre une certaine garantie contre des atteintes arbitraires de la puissance publique”. Se, conformemente a quanto sostengono i giudici, la qualità e il numero dei destinatari incidono sulla valutazione del criterio di *prévisibilité*, questi fattori avrebbero potuto forse influire sull’apprezzamento della Corte rispetto all’arbitrarietà della misura legislativa.

Sembra utile da ultimo segnalare che secondo alcuni commentatori l’introduzione retroattiva (coercitiva) della CAC aggregata sarebbe stata arbitraria, rispetto al principio della certezza del diritto³⁸: i detentori dei *bonds*, che avevano acquistato i titoli al momento dell’emissione, non avrebbero potuto mettere in conto il costo di una clausola simile e della possibilità di un vincolo di maggioranza. Bisogna, tuttavia, tener presente che tutte le operazioni di ristrutturazione del debito pubblico incidono su diritti esistenti. Di conseguenza, in questo contesto, la retroattività non sembra potersi annoverare pienamente fra i criteri utili a valutare la legalità degli atti legislativi³⁹. D’altronde, però, l’effetto retroattivo delle misure adottate potrebbe incidere sull’apprezzamento della proporzionalità.

6. Striking a Fair Balance? *Le valutazioni della Corte fra interesse pubblico e non discriminazione.*

Che la misura legislativa introdotta dalla Grecia perseguisse un interesse pubblico pare difficilmente potersi contestare. Le ragioni del PSI sono, infatti, piuttosto convincenti. L’operazione di scambio interveniva poco dopo il secondo *bailout*. Come accennato in precedenza, per accedere

³⁷ Sul punto si segnala, peraltro, che sembra si stia sviluppando un principio di buona fede nell’ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito sovrano, che imporrebbe la conduzione di negoziati inclusivi e rappresentativi di tutte le categorie prima dell’attuazione delle operazioni stesse. Così, ad esempio, il Fondo monetario internazionale ha introdotto nuove regole che vanno esattamente in questa direzione. Sul punto cfr. M. GOLDMANN, *Putting Your Faith in Good Faith: A Principled Strategy for Smoother Sovereign Debt Workouts*, in *Yale Journal of International Law*, 2016, 117 ss. Come si vedrà *infra*, la *ratio* di negoziati inclusivi è quella di garantire che non vi sia una sola categoria di creditori a soffrire eccessivamente delle operazioni di ristrutturazione, in rispetto del divieto di non discriminazione.

³⁸ Vedi, fra gli altri J. A. HALEY, *Sovereign Debt Restructuring, a Coasean Perspective*, in M. GUZMAN, J. A. OCAMPO, J. E. STIGLITZ (eds) *Too Little, Too Late The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, Columbia University Press, New York, 2016, 164.

³⁹ P. WAUTELET, *The Greek Debt*, cit., 916.

al terzo *bailout*, i creditori internazionali avevano imposto⁴⁰ alla Grecia l'adozione di misure per ridurre il debito di Stato verso il settore privato. La situazione delle finanze pubbliche era indubbiamente preoccupante. Il PIL era in severa recessione e le misure di *austerity* avevano contribuito a una contrazione dei servizi pubblici. La situazione economica greca non lasciava alcun dubbio sul fatto che l'indebitamento fosse ormai insostenibile e che fosse necessario agire urgentemente. D'altronde, la Corte aveva già chiarito che una situazione economica avversa potesse autorizzare lo Stato a intervenire con misure idonee a incidere anche negativamente sui diritti dei singoli⁴¹. Alla luce dell'ampio margine di apprezzamento che, come già sopra accennato, viene generalmente riconosciuto in situazioni analoghe, non stupisce che i giudici abbiano riaffermato il pubblico interesse dello Stato greco ad agire e lo abbiano valutato alla luce dei risultati che in effetti il PSI ha prodotto sulla riduzione dell'indebitamento verso il settore privato⁴².

Resta da verificare se, come ha ritenuto la Corte, le misure adottate nel perseguimento dell'interesse pubblico abbiano mantenuto il *juste équilibre* fra le necessità dell'interesse generale e la tutela dei diritti dei singoli. Una valutazione del genere è indirizzata a stabilire se l'ingerenza ha comportato un onere eccessivo a carico dei ricorrenti. Andranno quindi valutate tutte le circostanze del caso, ivi compreso l'ammontare della perdita subita dai portatori e le misure compensative accordate.

La Corte specifica in merito, che il valore sul quale calcolare la perdita subita dai ricorrenti non è il valore nominale dei titoli — e quindi ciò che gli investitori si aspettavano di riottenere al momento della scadenza delle obbligazioni —, quanto, piuttosto, il valore reale dei *bonds*, già in netto ribasso dal 2010, per via della scarsa solvibilità dello Stato. D'altronde, la Corte aveva già interpretato l'art. 1, Prot.1 nel senso che la previsione non garantisce un indennizzo pieno in ogni circostanza, in quanto obiettivi di pubblico interesse potrebbero imporre una compensazione inferiore al valore di mercato; la perdita non è quindi da stimare in termini assoluti.

Se è vero che la valutazione sulla base del valore nominale tende a esagerare il pregiudizio⁴³, soprattutto nel caso di *bonds* con maturazione a lungo termine, le perdite degli investitori ricorrenti, calcolate sulla base del valore attuale netto, si aggirano comunque intorno al settantacinque per cento⁴⁴. Si tratta, dunque, di un pregiudizio sostanziale, considerato anche un ulteriore fattore: i nuovi *bonds* compresi nel pacchetto di scambio hanno un periodo di maturazione molto più lungo

⁴⁰ Il *Summit* dell'ottobre 2011 aveva imposto una riduzione del credito del settore privato del cinquanta per cento. Non è possibile in questa sede approfondire la questione della 'condizionalità' imposta alla Grecia. Sia sufficiente osservare come la Corte segnali che la Grecia *doveva* attenersi alle soluzioni richieste dalla 'Troika' per accedere al prestito, mettendo in evidenza una chiara compressione della volontà dello Stato. La condizionalità diviene, dunque un ulteriore elemento nella valutazione dell'urgenza delle misure adottate dallo Grecia. Si veda il par. 103 della sentenza in esame.

⁴¹ Vedi, fra gli altri, Corte EDU, ricorso n. 30280/03, *Malysh and Others v. Russian Federation*, sentenza dell'11 febbraio 2010, par. 80.

⁴² Il PSI ha generato una riduzione dell'ottantacinque per cento circa del debito detenuto da privati.

⁴³ J. ZETTELMEYER, C. TREBESCH, M. GULATI, *The Greek Debt*, cit., 11.

⁴⁴ Reserve Bank of Australia, *The Greek Private Sector Debt Swap*, consultabile su www.rba.gov.au, ultimo accesso 3 ottobre 2016.

dei precedenti, alcuni dei quali presuntivamente più estesi dell'aspettativa di vita dei risparmiatori persone fisiche⁴⁵. Se i ricorrenti volessero quindi beneficiare dei propri titoli, una potenziale vendita anteriore alla scadenza consentirebbe loro di ottenere poco più del venti per cento del valore nominale delle vecchie obbligazioni.

Pur riconoscendone il carattere sostanziale, secondo la Corte una simile perdita non equivale comunque a un'estinzione o a una retribuzione insignificante dei titoli dei ricorrenti, considerato il loro valore reale al momento dello scambio. Per di più, a parere dei giudici, l'aspetto coercitivo e retroattivo dell'operazione di *swap* non altererebbe il giudizio di proporzionalità: i ricorrenti avrebbero potuto vendere i loro *bonds* prima della scadenza dell'offerta e l'introduzione delle CAC è ormai prassi comune nei titoli di stato. Inoltre, se lo Stato greco avesse dovuto ottenere il consenso unanime degli investitori coinvolti, questo avrebbe determinato il fallimento dell'operazione con conseguenze particolarmente gravi per l'economia nazionale. Il non coinvolgimento dei piccoli investitori avrebbe, infatti, potuto dissuadere gli investitori istituzionali (detentori della maggioranza del credito) a non partecipare all'offerta di scambio.

Da ultimo, segnala nuovamente la Corte, richiamando la giurisprudenza del Tribunale dell'Unione europea⁴⁶, gli investimenti non sono privi di rischi: i detentori di titoli obbligazionari devono tener conto dell'alea insita in tali strumenti e della possibilità di una perdita sostanziale dei loro titoli, per cause di forza maggiore o per l'insolvenza del debitore, anche quando esso sia uno Stato. Alla luce dell'ampio margine di apprezzamento del quale gode lo Stato, la misura greca avrebbe quindi mantenuto il giusto equilibrio fra interesse pubblico e diritti fondamentali dei ricorrenti.

Le valutazioni della Corte si prestano a una serie di considerazioni, che inevitabilmente si estendono — e, in certa misura, si sovrappongono — all'analisi sulle conclusioni dei giudici in merito alla potenziale violazione del divieto di non discriminazione enucleato nell'art. 14 della Convenzione. Infatti, l'operazione avrebbe potuto astrattamente superare il vaglio della Corte sotto il profilo della proporzionalità, ma l'analisi dell'impatto sulla situazione individuale dei singoli portatori ricorrenti non pare condurre a un giudizio positivo delle misure introdotte nella cornice del PSI, considerata in particolare la già segnalata significativa eterogeneità nel pregiudizio subito dai creditori privati.

Particolarmente rilevante, in proposito, appare il significato attribuito dalla Corte agli elementi del 'rischio' d'investimento e delle 'legittime aspettative' dei portatori e loro incidenza sull'operazione di bilanciamento.

Occorre rilevare, in primo luogo, che il rischio, pur essendo connaturato a qualsiasi attività di investimento, non può giustificare interamente la perdita finanziaria subita dai ricorrenti. Come già accennato, il taglio è stato veicolato da una misura positiva adottata dallo Stato, che ha reso possibile applicare retroattivamente la CAC ai *bonds* esistenti. Lo Stato, inoltre, poteva decidere se

⁴⁵ In alcuni casi fino al 2042.

⁴⁶ Tribunale dell'Unione europea, causa T-79/13, *Alessandro Accorinti c. Banca centrale europea*, decisione del 7 ottobre 2015.

attivare o meno la clausola, una volta raggiunta la maggioranza dei consensi. Il fatto che lo scambio sia stato di fatto imposto ai creditori ricorrenti, sulla base di una clausola non presente precedentemente nei loro titoli non può non incidere sulla valutazione del rischio. E questo è tanto più vero se si considera la situazione dei detentori che avevano acquistato i *bonds* al momento dell'emissione, ai quali non si poteva certo richiedere di essere a conoscenza della (allora futura) situazione altamente instabile dell'economia greca, generante la fluttuazione del valore dei titoli. Ragionare altrimenti significherebbe imporre un obbligo di diligenza eccessivo sui portatori ricorrenti — in particolare in confronto a coloro che avevano acquistato i titoli a ridosso dell'operazione di scambio — e far ricadere il rischio di una perdita interamente sui detentori dei titoli, esonerando lo Stato da qualsiasi tipo di responsabilità. Peraltro la Corte aveva già avuto modo di ribadire nella propria giurisprudenza che l'apprezzamento del giusto equilibrio nell'applicazione dell'art. 1, Prot.1 impone di prendere in considerazione la condotta dello Stato rispetto all'attuazione della misura e l'incertezza che può scaturire dal suo comportamento⁴⁷.

Del resto, i giudici di Strasburgo si erano già dimostrati attenti, in passato, alla distinzione fra le varie categorie di creditori. La Corte aveva, infatti, applicato un criterio diverso nel giudicare le attività speculative di quegli investitori che, essendo ben consapevoli della volatilità del mercato finanziario “s’était livré à une opération financière, donc nécessairement aléatoire, à ses profits et risques”⁴⁸. È evidente che, anche nel caso di specie, gli investitori che avevano acquistato i titoli poco prima dello *swap* si assumevano volontariamente il rischio di non vedere i propri titoli ripagati⁴⁹.

Va, inoltre, ribadito che i ricorrenti erano stati sistematicamente esclusi dalle negoziazioni avviate nel 2010, due anni prima dell'adozione della legge impugnata. Le condizioni dello scambio non erano dunque loro note né potevano gli stessi aspettarsi di vedersi estesa la misura, dal momento che tale eventualità veniva esclusa dal governo in occasione di dichiarazioni ufficiali. La valutazione delle ‘legittime aspettative’ e del ‘rischio’ delle attività di investimento dei ricorrenti sembra quindi essere stata sovrastimata dalla Corte, soprattutto alla luce del divieto di non discriminazione, pure sollevato dai ricorrenti⁵⁰. Fra le legittime aspettative dei portatori rientra,

⁴⁷ Corte EDU, *Broniowski v. Poland*, cit., par. 151: “[i]n assessing compliance with Article 1 of Protocol No. 1 [...] must look behind appearances [...]. That assessment [...] also the conduct of the parties, including the means employed by the State and their implementation. In that context, it should be stressed that uncertainty – be it legislative, administrative or arising from practices applied by the authorities – is a factor to be taken into account in assessing the State’s conduct. Indeed, where an issue in the general interest is at stake, it is incumbent on the public authorities to act in good time, in an appropriate and consistent manner”.

⁴⁸ Corte EDU, ricorso n. 57969/00, *De Dreux-Breze c. France*, decisione sulla ricevibilità (terza sezione) del 15 maggio 2001, par. 1.

⁴⁹ Sulla giurisprudenza internazionale in merito ai c.d. *vulture funds* ed alle pratiche di *holdout litigation*, e sul loro trattamento differenziato, si veda estensivamente M. WAIBEL, *Sovereign Defaults Before International Courts and Tribunals*, Cambridge University Press, Cambridge, 2012.

⁵⁰ A ciò si aggiunga che, come segnalato *infra*, par. 4, a noi pare che l’interferenza abbia inciso anche sul diritto reale dei ricorrenti. L’eccessivo riguardo alle legittime aspettative, tipiche di un’analisi condotta nel solco dei diritti di credito, non sembra quindi pienamente convincente.

infatti, anche quella di non essere discriminati nelle operazioni di ristrutturazione e di non soffrire un pregiudizio sproporzionato rispetto ad altri creditori⁵¹.

Se è vero che non può distinguersi giuridicamente fra piccoli risparmiatori e investitori istituzionali, è vero anche che, come ammettono i giudici, il divieto di non discriminazione impone un trattamento diverso per situazioni fra loro eterogenee, pur se su di una mera base fattuale⁵². Nel caso di specie, la formula ‘*one size fits all*’ ha generato una variabilità inedita nella distribuzione delle perdite fra i titoli soggetti al taglio.

Ora, secondo la Corte, sebbene la misura abbia prodotto una differenza significativa nell’impatto dell’operazione, vi erano sufficienti ragioni di necessità, che hanno reso l’imposizione di una percentuale di perdita *pro rata* compatibile con l’art. 14 della Convenzione. In particolare, secondo la Corte, l’urgenza e la dinamica dell’operazione avrebbero impedito di identificare nel mercato obbligazionario tutti i portatori di titoli e operare una distinzione nel tipo di misure da adottare nei loro confronti. Inoltre, non è chiaro, secondo i giudici, quali potrebbero essere i criteri oggettivi di differenziazione fra i piccoli risparmiatori e gli investitori istituzionali, utili per garantire un trattamento equo fra tutti i portatori.

Rispetto a quest’ultimo punto può segnalarsi che è possibile operare una distinzione oggettiva *in primis* sulla base dell’ammontare della perdita secondo il criterio del valore attuale netto. Tale criterio potrebbe, tuttavia, non essere sufficiente se i titoli sono stati acquistati sul mercato secondario, a un tasso di sconto di gran lunga inferiore rispetto al valore nominale. In questo caso, ulteriori fattori oggettivi di differenziazione potrebbero essere il prezzo di acquisto del titolo (effettivamente sborsato) e la data della transazione, elementi utili a valutare le legittime aspettative dei portatori⁵³.

Rispetto all’urgenza e al rischio di mettere a repentaglio l’intera operazione, lo Stato avrebbe ben potuto introdurre successivamente, come peraltro aveva dichiarato, un meccanismo compensativo per i piccoli risparmiatori che avevano subito le perdite più gravi. A questo scopo, per esempio, erano state implementate, successivamente all’attuazione del PSI, le misure di ricapitalizzazione delle banche, oggetto peraltro delle doglianze dei ricorrenti⁵⁴.

⁵¹ Sul punto M. GOLDMANN, *Putting Faith*, cit., p. 132.

⁵² Corte EDU, *Mamatras et autres c. Grèce*, cit., par. 130.

⁵³ Si segnala, ad esempio, l’introduzione nel 2009 di un disegno di legge al Congresso statunitense (HB2932/2009), volto ad escludere la possibilità di iniziare un contenzioso per il rimborso del valore nominale dei *bonds* (e l’esecuzione forzata sui beni di Stato) per un importo superiore a quello pagato per acquistare il titolo, proibendo, quindi, il c.d. sciaccallaggio del debito sovrano. Sull’oggettività di questi criteri di distinzione, cfr. ampiamente P. WAUTELET, *The Greek Debt*, cit.

⁵⁴ I ricorrenti lamentavano, infatti, di aver subito un trattamento discriminatorio, fra gli altri, anche rispetto alle banche ricapitalizzate in un secondo momento: par. 121 della sentenza in esame. La Corte non si è espressa tuttavia in merito, ragionando solo sul trattamento eguale di tutti i creditori privati al momento dell’attuazione dello scambio forzoso, in ragione dell’urgenza e della necessità delle misure. Rispetto ad una potenziale discriminazione relativamente al trattamento favorevole della Banca centrale europea, si segnala che l’adozione di provvedimenti diversi avrebbe potuto condurre ad una violazione del diritto dell’Unione europea. Sul punto, P. CRAIG, M. MARKAKIS, *Gauweiler and the Legality of Outright Monetary Transactions*, in *European Law Review*, 2016, 1 ss.

Alla luce di quanto esaminato finora, pare, in definitiva, potersi sostenere che i creditori ricorrenti abbiano subito un pregiudizio eccessivo e sproporzionato, rispetto ad altri portatori egualmente soggetti allo scambio forzoso dei titoli di Stato, e in particolare a coloro che avevano acquistato i titoli poco prima dello *swap*.

7. Considerazioni conclusive

L'impressione che emerge dalla breve analisi delle argomentazioni della Corte è che la necessità economica abbia assorbito del tutto il giudizio di bilanciamento della Corte, invero poi non correttamente operato. Il risultato, peraltro, non stupisce se interpretato alla luce di quanto sopra evidenziato in merito alle due diverse nozioni di margine di apprezzamento che si accavallano nella giurisprudenza della Corte ed, evidentemente, vengono riprodotte anche nel caso di specie. Ne consegue un controllo più blando circa il rispetto della proporzionalità nella restrizione dei diritti sanciti dalla Convenzione determinata dalle misure interne. Rimane, quindi, incerto quale sia il limite che si può imporre ai singoli per il perseguimento di un 'preminente' interesse pubblico. Le valutazioni della Corte sembrano, infatti, lasciare spazio a una discrezionalità degli Stati ad ampio raggio, sottratta al controllo rigoroso di Strasburgo. Non resta, dunque, che attendere se l'esito della decisione della Grande Camera confermerà quanto stabilito nella sentenza in commento.