

**Il ruolo della BCE nella crisi europea: le misure non convenzionali e il contenzioso
dinanzi la Corte Costituzionale tedesca.**

Indice

Introduzione

Capitolo 1. La crisi europea

- 1.1. Origini
- 1.2. Il dilagarsi della crisi in Europa
- 1.3. L'Europa e la sua azione anticrisi: i segnali di sfiducia del mercato

Capitolo 2 La BCE

- 2.1. Origini, competenze ed obiettivi. La sua caratteristica di indipendenza
- 2.2. Gli organi della BCE
- 2.3. L'influenza della Bundesbank tedesca

Capitolo 3 La risposta della BCE alla crisi

- 3.1. Il fondo salva Stati Esm e lo Efsf
- 3.2. Cos'è e come funziona il piano anti-spread
- 3.3. L'intervento della Corte Costituzionale tedesca

Conclusioni

Bibliografia e sitografia

Introduzione

Il presente elaborato ha quale scopo quello di illustrare le cause che hanno determinato la grande recessione che negli ultimi otto anni ha invaso l'Europa e che ha portato, altresì, in evidenza i limiti dell'Unione. A tal fine sarà, quindi utile anche esaminare le azioni poste in essere dall'Eurozona ed in particolar modo la BCE, al fine di contrastare la crisi sistemica che l'ha colpita nel 2008, e salvaguardare la stabilità della politica finanziaria. Per far questo, nel primo capitolo, si procederà con una attenta disamina della crisi finanziaria degli Stati Uniti d'America nel 2007, nonché le ragioni che ne sono state a fondamento. Una volta delineati gli aspetti di una crisi del mercato immobiliare statunitense si proseguirà esaminando le cause che l'hanno trasformata in una crisi finanziaria di dimensioni mondiali e, quindi, abbia contaminato il mercato europeo.

Infatti, la generalizzata presenza nelle banche di *asset* "tossici" ha favorito l'espansione della crisi, intaccando diversi paesi europei, con la conseguenza che le borse del vecchio continente hanno accumulato sin dallo scoppio della crisi molteplici perdite proprio a causa della forte implicazione nel mercato dei derivati. In questo modo i titoli cosiddetti tossici hanno avuto la facoltà di entrare all'interno delle banche europee, con la conseguente propagazione di una crisi che ha investito i mercati degli Stati europei, in particolar modo della zona mediterranea.

Ciò si verifica in un momento storico in cui la cooperazione europea non è ancora completata poiché a distanza di un solo decennio di vita dell'Unione, che probabilmente non ha saputo prendere le redini per traghettare i Paesi membri fuori dalla crisi, ma al contrario, ha lasciato che questa si propagasse.

Gli effetti sono chiari se si pone in evidenza il livello cui era giunto lo *spread*, il quale segnava la discrepanza tra il paese economicamente più forte, ossia la Germania, e quelli in forte difficoltà quali la Spagna e l'Italia.

La parte centrale dell'elaborato sposta l'attenzione sull'istituto della Banca Centrale Europea, istituzione ufficiale dell'UE che si colloca al centro dell'Eurosistema e anche del Meccanismo di vigilanza unico, per quanto riguarda la vigilanza sulle banche. Dunque, si procederà evidenziando le origini, le competenze e l'organigramma dell'istituto che sono dettati dai trattati istitutivi non solo in merito alla stessa, ma bensì anche circa gli organi monetari collaterali a questa.

Nella parte conclusiva del presente elaborato si procederà con l'evidenziare le operazioni poste in essere dalla BCE al fine di contrastare le crisi economico-finanziaria che ormai aveva colpito anche l'Eurozona, nonché le difficoltà e la resistenza che la stessa ha incontrato, in particolar modo dalla Germania, nell'agire in modo sovraordinato rispetto alla sovranità degli Stati membri.

Dunque, nel primo paragrafo vengono analizzate le cosiddette “*manovre non convenzionali*”, tra le più importanti, senza dubbio alcuno, le *Outright Monetary Transactions*, ovvero OMT, o più conosciuto come piano “antispread” o “salvaeuro”. In particolare si tratta di una misura introdotta dal numero uno dell'Eurotower, Mario Draghi, per agire nel contenere le problematiche legate alla crisi del debito nei paesi dell'Eurozona. Saranno oggetto di disamina le motivazioni che hanno portato a prevedere una loro attivazione valutando i loro possibili effetti sui mercati europei.

Nel secondo paragrafo saranno esaminate ulteriori misure *antispread* poste in essere dalla BCE, in particolar modo le operazioni LTRO e l'SMP che, assieme all'OMT, determinano il fondo ESM.

La disamina, infine, si conclude ponendo l'accento sui due contenziosi dinanzi la Corte Costituzionale tedesca circa la legittimità dei fondi ESM e le operazioni OMT, entrambe concluse con un respingimento delle rilevanze eccepate dai ricorrenti tedeschi.

Capitolo 1. La crisi europea

1.1. Origini

La crisi economica, di cui ancora oggi subiamo gli effetti, ha avuto inizio nel 2007, dapprima negli Stati Uniti d'America, in seguito ad una crisi del mercato immobiliare, sino ad assumere dimensioni globali. Le cause sono state molteplici, seppure l'accento, in un primo momento, possa essere senza alcun dubbio posto sull'affermazione di un nuovo modello di intermediazione bancaria. Ma facciamo un passo indietro.

L'originario modello di intermediazione bancaria era impostato sul meccanismo cosiddetto "*originate to hold*" secondo cui, i crediti concessi agli investitori costituivano parte dell'attivo dei bilanci degli intermediari, con tutti i rischi ad essi legati. Ciò portava l'istituto bancario a compiere in modo preventivo un capillare monitoraggio sulla solvibilità del debitore, nonché a posteriori sull'utilizzo del credito erogato, proprio in conseguenza del fatto che la solvibilità o meno dei crediti concessi influisse sui bilanci dell'istituto. Pertanto, al fine di evitare eventuali complicazioni in seguito ad una eventuale difformità fra attivo e passivo, sono stati previsti una serie di presidi di vigilanza degli intermediari.

Nell'ultimo decennio è emerso un nuovo meccanismo, cosiddetto "*originate to distribute*" (OTD)¹, il quale presenta una fondamentale differenza rispetto al precedente modello². Il modello OTD, infatti, prevede che gli istituti bancari, i quali originano crediti, cedano questi ultimi unitamente ai rischi agli stessi connessi ed alle garanzie offerte dal debitore,

¹ In particolare, la legislazione del 1999/2000 ha abrogato definitivamente il Glass Steagall Act, ovvero la legge bancaria istituita nel 1933 dalla Federal Deposit Insurance Corporation per agire contro la crisi finanziaria del 1929, legalizzando l'emissione di CDO e di CDS privi di legami con rapporti di credito sottostanti. L'emittente dei CDO, invece di acquistare direttamente una nuova tranche di CDO con sottostante, poteva emettere direttamente uno specifico CDO, detto sintetico, perché costruito senza sottostante.

ad un'entità che è stata costituita proprio al fine di assumersi i suindicati rischi, che sia, dunque, lontano dall'istituto bancario emittente e, quindi, dall'attivo del proprio bilancio³.

In particolare, questa manovra, al tempo, ha attecchito nel settore dei mutui fondiari aventi garanzia ipotecaria, fra i quali i meno sicuri *subprime*⁴, che per definizione rappresentano quei prestiti concessi a soggetti con basse prospettive di solvibilità o che abbiano avuto delle problematiche durante la propria pregressa storia di debitore⁵. La logica è chiara.

Infatti, gli istituti bancari, trasferendo il rischio a delle entità create *ad hoc*, non hanno avuto alcun interesse ad operare preliminarmente un esame della solvibilità del debitore poiché il credito non è più una voce del proprio bilancio ma di una entità esterna⁶. La conseguenza è stata quella di concedere nuovi prestiti anche a chi, come nei suindicati *subprime*, abbia avuto un reddito insufficiente.

2 Nel settembre 2005 il presidente della Federal reserve, Alan Greenspan affermava, quindi, che *“i nuovi strumenti di dispersione di rischio [che] hanno consentito alle banche più grandi e più sofisticate [...] di spogliarsi di una gran parte del rischio di credito trasferendolo a istituzioni con minore grado di indebitamento [...] hanno contribuito allo sviluppo di un sistema finanziario molto più flessibile ed efficiente, e perciò meno sensibile agli shock, di quello che esisteva appena un quarto di secolo fa”*. Nell'aprile 2006, l'International monetary fund (IMF) scriveva: *“La dispersione del rischio di credito dalle banche a un insieme più ampio e variegato di investitori [...] ha contribuito a rendere più flessibile il sistema bancario e finanziario”* consentendo di mitigare e di assorbire gli shock a cui esso è esposto, di contenere in conseguenza i collassi bancari e di aumentare l'offerta di credito.

3 Emerge, dunque, che il rischio viene portato fuori dal sistema bancario tradizionale poiché gli istituti bancari non trattengono più il loro credito fino alla scadenza, ma bensì lo trasferiscono alle banche di investimento che operano fuori dal sistema finanziario vigilato dalla *Federal Reserve System* o *Federal Reserve*, che è la banca centrale degli Stati Uniti d'America o dalla *Security and Exchange Commission (SEC)*, ovvero un ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori. Pertanto, la concessione dei nuovi crediti resta avulsa dal controllo delle suindicate entità di controllo.

4 Secondo John Lonski, economista di Moody's ovvero una tra le maggiori agenzie di rating riconosciute dalla SEC, i mutui subprime rappresentavano il 21% dei mutui contratti negli Stati Uniti tra il 2004 ed il 2006, per un importo totale di 600 miliardi di dollari.

5 G. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, 2011, pagg. 162 e ss.

6 http://michael.bordo.googlepages.com/The_same_old_story.pdf; B. Eichengreen, K.H. O'Rourke, A tale of two depressions, «Vox», April 6, 2009; <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

I bassi tassi di interesse sui mutui hanno portato ad un aumento della domanda anche nell'erronea considerazione che ci sarebbe stato un continuo aumento del valore dell'immobile. Infatti, nel caso di insolvenza l'idea era quella di liquidare l'investimento immobiliare per corrispondere quanto dovuto ed ottenere anche un ragionevole guadagno⁷.

Si è andato ad alimentare, in questo modo, il mercato dei derivati, poiché al fine di aumentare la richiesta di immobili sono state facilitate le modalità con cui prendere i mutui e, per fare ciò, sono state richieste sempre minori garanzie per accedere al credito⁸.

L'aumento dei prezzi delle case dunque, per effetto di una domanda spinta dall'offerta di mutui a bassissimo tasso d'interesse, ha sostenuto il mercato dei derivati ma, raggiunto il limite di saturazione della domanda, dal 2007 i prezzi delle case sono cominciati a scendere vertiginosamente. Dunque chi deteneva un mutuo ipotecario ha avuto quale obiettivo quello di vendere il prima possibile l'immobile in modo che il valore di mercato dello stesso non subisse diminuzioni tali da renderlo inferiore all'importo del mutuo sottoscritto.

Ad ogni modo, sin dall'inizio della crisi si è avuta una crescita delle insolvenze dei mutui *subprime*⁹.

Gli istituti bancari hanno risposto alle insolvenze cercando di recuperare liquidità e, quindi, pignorando gli immobili sottoposti a garanzia che il più delle volte sono stati venduti all'asta ad un prezzo molto inferiore rispetto a quello del mutuo concesso, determinando di

⁷ L. Spaventa, *Contro gli opposti pessimismi. Per uscire dal declino e della crisi*, Lit Edizioni, 2015; C.E.V. Borio, *Change and constancy in the financial system. Implications for financial distress and policy*, BIS working paper 237, Basel 2007; L. Spaventa, *Una crisi della nuova finanza, in Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano, stabilità o contendibilità?* atti del convegno di studi, Courmayeur, 5 ottobre 2007, Milano 2008b, pp. 137-52.

⁸ In particolare si evidenziano gli istituti bancari Fannie Mae e Freddie Mac, due *Government Sponsored Enterprises* che si erano guadagnate l'appellativo di "*Federal Reserve del settore immobiliare*" per la loro funzione di finanziatori di ultima istanza a sostegno delle banche con l'acquisto dei loro mutui immobiliari fa lievitare il valore nominale degli immobili.

conseguenza, una perdita netta per la banca che non poteva rivalersi su altri beni del mutuatario.

Inoltre, molte banche erano impegnate a negoziare in conto proprio e a tal fine erano in possesso di quantità ingenti di obbligazioni strutturate senza rendersi conto, invero, che nelle proprie mani rimaneva proprio quel rischio dal quale volevano liberarsi¹⁰.

Le dimensioni della crisi e le perdite subite dalle banche sono state ingenti, ma in un primo momento è stato possibile accertarlo solo attraverso un'analisi dei bilanci degli istituti dalle quali sono emerse le esposizioni fuori bilancio.

Ad una prima scossa del giugno 2007 è seguita il mese successivo una seconda ondata di vendite e di caduta dei prezzi degli immobili anche sulla scia di una più consapevole previsione di insolvenze dei mutui fondiari¹¹.

Il primo tentativo di uscire dalla eminente crisi finanziaria fu quello di iniettare quanta più liquidità possibile al sistema. Infatti, al fine di evitare la bancarotta generalizzata era necessario salvare le banche d'investimento attraverso un importante trasferimento di liquidità che andasse a coprire l'insolvenza dei mutui *subprime*. L'intervento è stato

9 Pertanto, le ragioni possono essere due soltanto, o le tranches triple A non sono realmente tali e le società di rating hanno errato nell'attribuzione, forse invogliate dal pagamento degli emittenti, oppure perché l'obbligazione rappresentava un insieme di crediti tra essi diversi sia per origine che per qualità, con una media calcolata sull'intera popolazione di crediti, che non tiene conto di un improvviso peggioramento delle condizioni economiche, ma soprattutto che non valuta il rischio di liquidità, che per uno strumento finanziario si manifesta nell'impossibilità di trovare mercato. Le stesse agenzie sono ripetutamente intervenute per declassare decine di miliardi di dollari di emissioni: in due anni, quasi il 25% delle *tranches* emesse con il *rating* massimo di tripla A, fra il 25 e il 40% di quelle con valutazioni di poco inferiori (da Aa1 ad Aa3), sino a quasi l'80% di quelle di qualità più bassa. Sul punto FSA, *The Turner review. A regulatory response to the global banking crisis*, London 2009; IMF, *Global financial stability report*, Washington D.C. 2006.

10 Nel giugno del 2007, mentre i tassi di morosità si impennavano e continuavano i declassamenti di rating, due fondi hedge della banca Bear Stearns pesantemente investiti in ABS si trovarono in difficoltà, non riuscendo a vendere i titoli in portafoglio per far fronte ai riscatti dei risparmiatori: uno dovette essere finanziato dalla banca, l'altro fu posto in liquidazione. Questo episodio svelò, pertanto, la verità sulla valutazione dei titoli rappresentativi in portafoglio, la quale trovava riscontro solo sino al momento in cui non si cercasse di venderli.

11 BIS, *Bank for International Settlements*, 2008, IMF 2008.

operato dalle banche centrali, sia quella europea che quella statunitense, le quali sostennero la portata delle operazioni di rifinanziamento. In particolare, la Banca centrale statunitense provvide a ridurre i tassi d'interesse, seppure ciò non sia stato sufficiente a scongiurare la crisi negli Stati Uniti, così come a nulla sia servito per arginarne gli effetti nell'Europa continentale.

Proprio in Europa, le autorità accolsero in garanzia titoli di qualità sempre più dubbia e parteciparono attivamente per consentirne il salvataggio di molteplici istituti bancari¹².

Non è, quindi, stato sufficiente ricorrere ad operazioni di ricapitalizzazione come prova l'insuccesso delle iniziative successive avviate nel 2008 con fondi pubblici e privati¹³ che hanno determinato una continua riduzione del capitale nonché hanno costretto le banche a diminuire il valore del proprio attivo tagliando il credito a imprese ed a famiglie e contagiando l'economia reale con la recessione.

Nel 2009 la FED ricapitalizzò la AIG per scongiurare l'effetto domino che si sarebbe potuto provocare sulle banche d'investimento dopo il *default* di AIG. Nel settembre del 2008, però, mancò il salvataggio della grande banca d'affari Lehman Brothers, mentre il fallimento di Goldman Sachs, insoluta verso AIG¹⁴, sembrò imminente, quando la FED intervenne per consentire ad AIG di far fronte all'esposizione di Goldman Sachs¹⁵.

12 R.G. Rajan, *Has financial development made the world riskier?*, NBER working paper 11728, Cambridge, 2005.

13 L. Spaventa, *Avoiding disorderly deleveraging*, CEPR policy insight 22, London 2008a.

14 Aig, allora la più grande compagnia assicurativa del mondo, già colpita dal giudizio negativo delle agenzie di rating, subì fortissime perdite economiche a causa della caduta del settore immobiliare e cadde in crisi di liquidità. Il 17 settembre 2008, il Federal Reserve System mise in atto una linea di credito, legata anche all'intervento di investitori privati, di 85 miliardi di dollari in favore di Aig in cambio di una quota del 79,9% del capitale della compagnia: fu il più importante salvataggio di una compagnia privata nella storia degli Stati Uniti.

Ma per tornare alla Lehman Brothers, lasciata fallire nel 2008, possiamo affermare come questa fosse un istituto che aveva una forte operatività con l'Europa ed in particolar modo con Londra, la quale divenne l'epicentro della propagazione della crisi al di là dell'Atlantico, poiché la Gran Bretagna, pur non facendo parte dell'Eurozona, era ed è tutt'oggi perfettamente inserita nel mercato finanziario dell'Unione Europea ed ha, quindi, giocato un ruolo fondamentale nella disseminazione dei derivati nell'euromercato.

Ma osserviamo ora più da vicino come l'Europa sia stata "contagiata" dalla crisi economica del 2007.

1.2. Il dilagarsi della crisi in Europa

Come anzidetto, l'Inghilterra, ed in particolar modo la capitale inglese, situata tra il mercato finanziario statunitense e quello europeo, ha avuto il ruolo di contaminare quest'ultimo con i derivati. L'effetto è stato quello di aggravare i già presenti squilibri economico-finanziari in atto in alcuni dei paesi europei, con conseguenti crisi del debito pubblico.

Ad ogni modo la crisi finanziaria Europea deve essere ricondotta, altresì alla generalizzata attività delle banche europee, e non solo quelle del Regno Unito, di cartolarizzazione del debito aventi ad oggetti titoli che durante la crisi sono stati indicati come "tossici"¹⁵. Tra queste si evidenziano la Northern Rock, quinto istituto di credito britannico, che è stata la

15 Secondo K. Philips, *Soldi sporchi*, 2010, p.178, a seguito della modifica dell'art. 33 del *Federal Reserve Act* erano stati preventivati degli strumenti per evitare una crisi sistemica, determinando, in questo modo, un sistema di messa in sicurezza pronto ad intervenire già dai primi anni '90. Ciò spiegherebbe la prontezza di queste reazioni della FED che non poteva essere stata colta alla sprovvista ed impreparata.

16 N. Roubini e S. Mihm, *La crisi non è finita*, Feltrinelli Editore, 2010, p.157.

prima ad essere colpita dalla crisi dei mutui. Durante il settembre del 2007, infatti, è stata diffusa la notizia che ha seminato il panico tra i correntisti, secondo cui l'istituto non fosse nella capacità di restituire il denaro ai propri clienti¹⁷. Il fallimento è stato scongiurato grazie all'intervento della Banca centrale britannica, la quale ha nazionalizzato l'istituto di credito impegnando circa centodieci miliardi di sterline.

Dall'Inghilterra, dunque, la crisi finanziaria si ripercuote velocemente nell'Eurozona, evidenziando tutti gli attriti presenti all'interno delle istituzioni che guidano la moneta unica, ma in particolar modo sono emersi tutti i limiti di un processo di unificazione monetaria sovrastatale. Infatti, l'Unione Europea è un'entità sovranazionale e non uno stato, pertanto, la Banca Centrale Europea (BCE), di cui tra poco si dirà più approfonditamente, ha avuto un potere di intervento ben più ridotto rispetto alle già citate Banca d'Inghilterra e alla FED.

La BCE, infatti, non ha avuto alcun titolo per poter intervenire emettendo titoli di debito pubblico, né tantomeno ha potuto sostenere i Paesi europei in difficoltà con acquisti diretti dei titoli di stato. L'effetto ottenuto è stato, dunque, quello di una opera incompiuta laddove la ricerca di una collaborazione sia politica che, quindi, istituzionale attraverso una collaborazione in ambito europeo, non ha trovato alcuna rispondenza nell'Unione economica e monetaria¹⁸. Quest'ultima è risultata, piuttosto, essere una realtà nella quale al riconoscimento di determinati poteri sovranazionali in favore dell'Unione Europea, per

¹⁷ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7256903.stm>;
<https://www.theguardian.com/business/2009/mar/20/northern-rock-loans-bailout>

¹⁸ Sancita con il Trattato di Maastricht, che, attraverso tre successive fasi, concluse un lungo processo di diplomazia il cui esito è più notoriamente rappresentato dal conio e adozione di una moneta unica europea, l'euro, in sostituzione delle rispettive valute nazionali da parte dei 19 paesi membri (Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna), con una politica monetaria comune sotto il controllo della Banca Centrale Europea (BCE), dando vita alla cosiddetta eurozona. Sul punto G. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, 2011, Milano, pagg. 261 e ss.

tramite della sottoscrizione da parte degli Stati membri dei Trattati istitutivi, non abbia fatto seguito un reale e coerente impegno dei governi nazionali¹⁹.

Ad ogni modo, possiamo affermare come la crisi finanziaria abbia trovato terreno fertile in particolar modo in quei paesi in cui, come negli Stati Uniti d'America, il mercato immobiliare si è ridotto al collasso per via di un accesso al credito ipotecario notevolmente agevolato, che ha influito poi all'interno dei bilanci degli stati stessi²⁰.

E, come per gli Usa, all'apice della crisi dei derivati le banche centrali dei singoli stati membri sono intervenute a sostegno delle banche maggiormente esposte nel mercato dei derivati fornendo la liquidità necessaria. L'Eurozona ha, infatti, scelto di salvare incondizionatamente tutte le banche nazionali, con una iniezione di *cash flow* da parte dei governi derivante quasi sempre dal collocamento di titoli del debito pubblico, dunque a carico dei contribuenti.

I primi a beneficiare degli aiuti di stato sono stati due importanti gruppi finanziari: Dexia e Fortis. In particolare, Dexia è un istituto bancario specializzato nei prestiti alle collettività locali, il quale sovvenziona la propria attività commerciando obbligazioni agli investitori o indebitandosi verso altre banche. L'istituto ha subito notevolmente la crisi del credito poiché l'atmosfera di sfiducia tra gli istituti finanziari li ha portati a non essere più disposti a prestarsi denaro tra loro. Per salvare la Dexia il governo belga è intervenuto iniettando

19 G. Della Cananea, *L'Unione economica e monetaria venti anni dopo: crisi e opportunità*, in *Costituzionalismo.it*, Gennaio 2012, il quale evidenzia come "qualunque opinione si abbia a proposito della mancata instaurazione di un vero e proprio governo dell'economia, auspicato da alcuni e avversato da altri, si deve constatare che i governi hanno indebolito le difese erette dal Trattato. Solo in alcuni Paesi, sono state realizzate le riforme strutturali della spesa pubblica e dei mercati, indispensabili per consentire che le opportunità dischiuse dalla realizzazione del mercato unico, dall'introduzione dell'euro, potessero essere colte. In altri, i governi hanno scelto una via più breve. Hanno addossato alle regole europee, alle istituzioni incaricate di vegliare sulla loro osservanza, la responsabilità delle difficili condizioni in cui versano le rispettive economie. Perfino il governo tedesco, che più di ogni altro aveva insistito per rafforzare i vincoli sulle politiche finanziarie nazionali, li hanno messi in discussione quando la Commissione ha tentato di farli valere nei suoi confronti, finendo per indebolirlo." Sul punto, altresì, M. Minenna, *Anamnesi dell'euro e possibili cure*, su www.almaiura.it pagg. 7 e ss.

20 C. R. Morris, *Crack*, Elliot Edizioni, 2008, pagg. 101 e ss.

liquidità per un importo complessivo di circa 3 miliardi di euro insieme agli azionisti belgi, nonché al governo francese, il quale anche attraverso la Cassa Depositi transalpina a controllo statale, intercedé trattenendo una parte consistente del capitale della banca²¹.

Anche il gruppo bancario belga-olandese Fortis ha subito una parziale nazionalizzazione a seguito del gravoso impatto dovuto al crollo della borsa. Lo stesso ha ricevuto il sostegno dei governi di Paesi Bassi, Lussemburgo ed in particolar modo del Belgio.

L'Irlanda e la Spagna, il cui sistema bancario era stato fortemente invaso dai derivati, sono state sopraffatte dalla crisi con un debito pubblico che si è triplicato nel corso del triennio 2008-2010. Al contrario, nei paesi in cui il debito pubblico era già molto elevato come Grecia, Italia, Portogallo e Belgio l'espansione dei derivati è stata più controllata, anche in ragione della maggiore cautela adoperata dagli stati stessi che si trovavano esposti sul fronte dei titoli del debito pubblico²².

Proprio in merito alla questione del debito pubblico, corre l'obbligo evidenziare come una ulteriore complicazione che di fatto ha influito negativamente sulla finanza dei paesi dell'Eurozona sia stata la presenza, nella cassa di alcune grandi banche, sia di titoli tossici, ma altresì di titoli del debito pubblico di altri stati europei a rischio *default*, quale in particolare la Grecia. Infatti, dopo la partenza dell'Euro si è configurato un acquisto indiscriminato da parte dei sistemi bancari dell'Eurozona dei titoli di Stato dei vari paesi membri in modo da "europeizzare" i vari debiti pubblici e, dunque, facilitare la correlazione dei cicli economici.

21" www.borsaitaliana.it

22 N. Roubini e S. Mihm, *La crisi non è finita*, 2010, cit. pagg. 163 e ss.

Al problema legato alla mancanza di liquidità del sistema bancario è andato a sommarsi quello relativo al debito degli stati sovrani, che di fatto ha subito un peggioramento proprio a causa dei salvataggi operati dai governi²³.

L'intervento del Fondo Monetario Internazionale nell'Eurozona ha avuto quale unico effetto quello di originare l'idea secondo cui i titoli dei debiti degli stati membri fossero a rischio e conseguentemente oggetti di possibili mire della speculazione. Un intervento troppo "rilassato" della BCE che si è aggiunto ad una incerta coesione interna all'Unione Europea e lo *spread* hanno, di fatto, inciso profondamente sulla contaminazione dell'Europa.

1.3. L'Europa e la sua azione anticrisi: i segnali di sfiducia del mercato

Come abbiamo avuto di osservare, dunque, l'esplosione della bolla immobiliare statunitense, accresciuta dall'abuso di derivati e dal *default* di Lehman Brothers nel 2008

²³ Proprio i debiti degli stati a rischio *default* sono, infatti, stati al centro del ciclone della speculazione finanziaria nell'Eurozona. Sul punto G. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit. p. 409 ha affermato "Tirando le somme si potrebbe dire, perciò, che l'ingarbuglio tra debito delle banche e debito pubblico dell'Eurozona ha una configurazione diversificata ma interdipendente. L'elevato grado di interdipendenza richiederebbe una strategia comune per evitare effetti domino su entrambi i fronti."

ha evidenziato le inadeguatezze della regolamentazione e delle tecniche di misurazione del rischio di credito.

Solo nelle direttive, infatti, è stato possibile rinvenire una identificazione e conseguentemente una disciplina omogenea del rischio di credito; i Paesi membri avevano usufruito della germanizzazione dei tassi di interesse²⁴ nonché della suindicata europeizzazione dei debiti pubblici seppure non fosse stata data concreta attuazione a quelle riforme strutturali indispensabili per garantire la convergenza sostanziale delle economie²⁵.

La “Finanza” ha iniziato, dunque, ad intuire che l’Euro sistema era senza alcun dubbio una struttura organica e compatta, ma ciò solo nella teoria²⁶. La conseguenza è stata, quindi, quella di avvio verso una quotazione diversa del rischio di credito per ciascun titolo governativo attraverso il meccanismo dello *spread*.

Si chiarisce come con il termine *spread*, letteralmente in italiano differenziale, venga indicata la forbice di differenza tra il rendimento offerto dal Btp a 10 anni e dal suo omologo tedesco, il Bund²⁷.

24 Tramite un processo di convergenza è stata stabilita l’identità dei rischi dei debiti sovrani dell’Eurozona. La procedura ha previsto la vendita di titoli di Stato con i rendimenti più alti e l’acquisto di quelli con i rendimenti più bassi sino a quando tutti i titoli di Stato europei presentarono il medesimo rendimento dei titoli di Stato tedeschi.

25 M. Minenna, *Anamnesi dell’euro e possibili cure*, cit. pagg. 7 e ss, il quale punto l’accento sull’azione della Germania, la quale “*a ridosso del primo fallimento bancario europeo, la IKB tedesca nel 2009, il governo tedesco precisò che ogni Paese membro avrebbe fatto fronte alle proprie crisi bancarie*”.

26 Un evento su tutti che chiarisce come l’Eurozona abbia agito egoisticamente è senza dubbio in merito al salvataggio della Grecia, il quale è stato osteggiato in particolar modo dalla Germania, la quale temeva un’inflazione ed un possibile inizio di manovre quantitative easyng. Per questa ragione i veti imposti dalla Germania hanno fatto sì che la BCE, che già ha limiti nell’azione monetaria ben più ampi rispetto a quelli della FED, è stata costretta a muoversi tra obiettive difficoltà. Sul punto Zingales, *La scommessa di Draghi e il dovere dei governi*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Settembre 2012; F. Capriglione, *Mercato Regole Democrazia. L’UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, UTET, Torino, 2013, pagg. 74 e ss.

27" www.borse.it

Come può agevolmente comprendersi, lo *spread* ha assunto una notevole rilevanza sul mercato interbancario, in particolar modo rispetto ai contratti cosiddetti pronti contro termine,²⁸ proprio perché il tasso di interesse andava differenziandosi seguendo il titolo di Stato posto a garanzia dell'operazione. Quest'ultimo veniva, quindi, classificato dagli istituti bancari che esigevano un maggiore rendimento da computarsi in base alla rischiosità del Paese membro²⁹.

Il mercato interbancario dell'Eurozona ha presentato, quindi, con il propagarsi della crisi, un'operatività che non ha adottato la struttura a termine dei tassi di interesse dell'euro in quanto ha applicato *spread* che riflettevano le differenti rischiosità dei diversi Paesi membri.

Ad accrescere questa atmosfera di preoccupazione e di incertezza circa la sopravvivenza dell'Euro sistema alla crisi, la BCE, nel febbraio 2011 è intervenuta adeguandosi all'azione di discriminazione dei collateralizzati effettuata sul mercato interbancario, in quanto costretta ad accettare la disomogeneità tra i paesi dell'Eurozona. Dunque, anche la Banca Centrale non ha fornito alcun supporto nel garantire l'uguaglianza dei rischi dei debiti sovrani dell'Eurozona.

Ciò è stato visto da parte degli operatori sui mercati finanziari come la mancanza di una politica istituzionale che fosse capace di preservare l'esistenza dell'Euro. La conseguenza è

28 Sono contratti nei quali un venditore, generalmente rappresentato da una banca, cede un certo numero di titoli a un acquirente con consegna immediata, quindi "a pronti" e si impegna, nello stesso momento, a riacquistarli dallo stesso acquirente a un prezzo generalmente maggiore e ad una data predeterminata, dunque "a termine". L'operazione consiste, quindi, in un prestito di denaro da parte dell'acquirente e un prestito di titoli da parte del venditore.

29 Sul punto le cronache della crisi sono intervenute a più riprese, si ricorda Cellino, *Lo spread diventa sovrano anche in borsa*, in *Il Sole 24 Ore* del 2 Dicembre 2010; Riolfi, *Le frasi che hanno fatto volare lo spread*, in *Il Sole 24 Ore* del 5 Agosto 2011; MASCIANDARO, *Perché lo spread conta (ma da solo non basta)*, in *Il Sole 24 Ore* del 4 Febbraio 2012.

stata quella di dirigere una particolare attenzione verso il futuro dell'Italia³⁰, in quanto Paese membro che, ad esclusione della Grecia, per PIL³¹ e debito pubblico era senza dubbio dato tra i più probabili al fallimento e, conseguentemente, avrebbe potuto compromettere l'esistenza dell'euro.

In poco meno di tre anni, dunque, veniva disfatta la caratteristica di singolarità della struttura a termine dei tassi comune a tutti i Paesi membri dell'Eurozona, la quale era stata realizzata in quasi un decennio. L'esito è stato quello di conferire al differenziale di rendimento rispetto al titolo governativo tedesco, ovvero il cosiddetto spread, il ruolo di indicatore della condizione economica dei vari Paesi membri oggetto di disamina e conseguente indicazione giornaliera del risultante valore³². Ed è proprio qui che hanno giocato il loro ruolo anche le società di *rating*³³, le quali hanno contribuito ad aggravare la situazione dell'Eurozona attribuendo dei severi giudizi sui debiti sovrani degli stati europei ed in particolar modo sul rischio *default* della Grecia, generando il panico. Infatti, il 27 Aprile 2010, l'agenzia Standard and Poor's ha dequalificato i titoli del debito pubblico

30 Nell'Aprile del 2010 il differenziale di rendimento tra i titoli del debito pubblico tedesco e quelli italiani si attestava allo 0,8%. Nell'estate del 2011 lo spread è impennato fino ad oscillare tra il 3 e il 4%.

31 Il PIL, prodotto interno lordo, misura il risultato finale dell'attività produttiva dei residenti di un Paese in un dato periodo. La nozione di 'prodotto' è riferita ai beni e servizi che hanno una valorizzazione in un processo di scambio; sono quindi escluse dal PIL le prestazioni a titolo gratuito o l'autoconsumo.
www.treccani.it

32 A partire dalla crisi del 2007 e dal conseguente apprezzamento da parte dei mercati finanziari delle differenti rischiosità dei debiti pubblici dei vari Paesi membri dell'Eurozona, è emerso nuovamente lo spread che contrariamente al passato ed in mancanza di un tasso di cambio è diventato un mero indicatore delle dinamiche del rischio di credito differenziale con la Germania. Sul punto M. Minenna, *Anamnesi dell'euro e possibili cure*, cit. pagg. 7 e ss, si esprime criticando la situazione ed affermando che *“lo spread rappresenta invece una contraddizione in termini rispetto al concetto stesso di area valutaria ed esprime l'incapacità di interventi istituzionali in grado di superare i nazionalismi dei vari Paesi membri; in un'area valutaria non possono coesistere infatti 26 differenti curve dei tassi di interesse”*.

33 Le quali, si ricorda, non hanno alcuna responsabilità in merito alle valutazioni fornite nonché per gli eventuali danni che la loro diffusione possa provocare. Pertanto la Commissione E nel 11 ha formulato una proposta per la definizione di uno “standard europeo” per responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

greco a BB+, ovvero a livello di “obbligazioni spazzatura”, in questo modo consolidando ed amplificando l’idea di recessione e la consapevolezza che il rischio contagio a livello europeo sia ormai compiuto.

Nel mese di Maggio del 2010, l’*Economic and Financial Affairs Council* (ECOFIN) ha ratificato la costituzione dell’*European Financial Stability Facility* (EFSF), noto maggiormente con il nome di Fondo salva-stati, ed avente il compito di intervenire come prestatore per i Paesi in difficoltà finanziaria, operando sui mercati primari e secondari del debito³⁴. I prestiti da fornire eventualmente agli stati in difficoltà devono essere oggetto di trattativa con la “Troika”, organismo composto dalla Commissione UE, dalla BCE e dal FMI.

Ad ogni modo, possiamo senza dubbio affermare che i diversi livelli di *spread* siano stati il risultato di una condizione di scarsa coesione interna sia finanziaria che politica, in cui versava e versa tutt’oggi l’Unione Europea.

Per questo motivo le misure monetarie introdotte negli ultimi anni non sono state in grado di determinare soluzioni definitive allo scopo di riportare lo *spread* ai livelli pervenuti nel primo decennio di vita dell’Unione Europea, pur in considerazione del fatto che in alcuni paesi, il primo tra tutti l’Italia, abbiano provveduto a concretizzare interventi normativi al fine di addurre le proprie condizioni di bilancio ad un effettivo miglioramento delle condizioni³⁵.

Infatti, il miglioramento dello *spread* è legato non solo alla connessione tra i titoli di Stato tedeschi e i loro omologhi, ma altresì da un fattore esterno, per cui la domanda di titoli del

34 www.borsaitaliana.it su cui si spiega come l’EFSF sia autorizzato ad intervenire sul mercato secondario solo in seguito ad un’analisi da parte della BCE, la quale deve riconoscere l’esistenza di circostanze finanziarie di carattere eccezionale tali da mettere a rischio la stabilità finanziaria. L’EFSF può intervenire altresì attraverso operazioni di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie, per mezzo di prestiti ai loro governi, e può compiere attività volte a prevenire il verificarsi di situazioni di instabilità. Il Fondo è sostenuto da garanzie da parte dei Paesi dell’area euro per un totale di 780 miliardi e ha una capacità di prestito pari a 440 miliardi. L’EFSF, tuttavia, era destinato ad essere sostituito dall’European Stability Mechanism (ESM), il cui trattato istitutivo è stato sottoscritto l’11 Luglio 2011.

debito pubblico di tutti gli Stati membri dell'Eurozona dipende *“in prima battuta ed essenzialmente, dal tasso di cambio tra il dollaro e l'euro”*³⁶.

Il primo cambiamento di direzione può essere ricondotto all'estate del 2012, data in cui il governatore della BCE, Mario Draghi, ha agito avviando nuovi interventi per far fronte alla situazione spaventosa di alcuni paesi in particolare, seppure gli stessi abbiano trovato degli ostacoli nella loro applicazione sia derivanti dalla ormai già nota opposizione tedesca, sia negli stessi trattati istitutivi della BCE. A tal proposito, dunque, si rende essenziale esaminare l'istituto della BCE nell'intero contesto dei suoi trattati fondamentali, nella sua organizzazione, al fine di comprenderne meglio le competenze e gli obiettivi che il medesimo persegue.

35 In particolare, l'Italia Paese, con legge costituzionale 20 Aprile 2012, n.1, ha introdotto nella Costituzione il principio dell'equilibrio delle entrate e delle spese, denominato “pareggio di bilancio”, attraverso la modifica degli articoli 81, 97, 117 e 119 della Costituzione; provvedimento normativo destinato ad incidere sulla rendicontazione dell'intero aggregato delle pubbliche amministrazioni, compresi gli enti territoriali (regioni, province, comuni e città metropolitane).

36 G. Di Gaspare, *Anamorfosi dello “spread” (Globalizzazione finanziaria, guerre valutarie e tassi di interesse dei debiti sovrani)*, in Amministrazione In Cammino, 2013, pag. 94.

Capitolo 2 La BCE

2.1. Origini, competenze ed obiettivi. La sua caratteristica di indipendenza

L'unione economica e monetaria rappresenta un ambito circoscritto all'interno dell'Unione Europea³⁷. Infatti, 28 sono gli Stati membri dell'Unione europea, ma solo 19 di questi hanno deciso di compiere un passo in avanti all'interno di un processo di integrazione delle economie dell'UE che comporta il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio, una politica monetaria comune e una moneta unica, l'euro³⁸. Le autorità monetarie che hanno il ruolo di svolgere i suindicati compiti al fine di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro e preservare in questo modo il potere di acquisto della moneta unica sono il SEBC, ovvero il Sistema europeo di banche centrali e la BCE, ovvero la Banca Centrale Europea.

³⁷ U. Villani, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, Bari, 2016, p. 200.

³⁸ http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_it.htm

Il Sistema europeo di banche centrali è composto per l'appunto dalle banche centrali nazionali nonché dalla BCE, il quale istituto è fornito di personalità giuridica³⁹ ed ha competenza ad agire in materia monetaria per mezzo del proprio apparato, proprio a partire dall'emissione e dall'amministrazione dell'euro⁴⁰.

Gli obiettivi che delineano l'operato del SEBC sono precisati nell'art.2 del Protocollo n.4 il quale sottolinea che *“Conformemente agli articoli 127, paragrafo 1 e 282, paragrafo 2 (TFUE), l'obiettivo principale è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC, sostiene le politiche economiche generali dell'Unione [...]”*⁴¹.

In particolare, la BCE è un'istituzione ufficiale dell'UE che si colloca al centro dell'Eurosistema e anche del Meccanismo di vigilanza unico, per quanto riguarda la vigilanza sulle banche⁴².

L'art.13 del Trattato sull'Unione Europea (TUE)⁴³, nel disegnare il quadro istituzionale dell'UE, fornisce un elenco delle istituzioni, tra cui per l'appunto la BCE a favore della

³⁹ Art. 282, paragrafo 3, TFUE.

⁴⁰ Infatti, ai sensi dell'art.128 TFUE: *“1. La Banca centrale europea ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'Unione. La Banca centrale europea e le banche centrali nazionali possono emettere banconote. Le banconote emesse dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali costituiscono le uniche banconote aventi corso legale nell'Unione.”*

⁴¹ Art. 3, paragrafo 1, Protocollo n.4, esplicita altresì che sono attribuiti al SEBC i compiti fondamentali di: definire e attuare la politica monetaria dell'UE, detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri e svolgere le operazioni sui cambi.

⁴² <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>

⁴³ Trattato sull'Unione Europea, Maastricht, 1992.

quale, in particolare al comma 3, rimanda al Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)⁴⁴ per le disposizioni più dettagliate.

La BCE realizza, dunque, la politica economica e monetaria dell'Unione Europea ed a tal fine la stessa svolge più compiti tra cui stabilire i tassi di interesse ai quali accordare prestiti alle banche commerciali dell'eurozona, coordinare le riserve di valuta estera dell'eurozona, garantire la sicurezza e la solidità de sistema bancario europeo, concedere l'emissione di euro in banconote e, quindi, monitorare le tendenze dei prezzi valutando i rischi in termini di stabilità dei prezzi⁴⁵.

Per adempiere ai suindicati incarichi, la Banca Centrale gode di una forte indipendenza, sia dagli Stati membri che dalle istituzioni politiche europee, in modo da preservare la solidità dei prezzi e, conseguentemente, eludere qualsiasi spinta inflazionistica⁴⁶. Infatti, lo scopo è proprio quello di sottrarre le decisioni di politica monetaria ad ogni forma di condizionamento o di pressioni politiche provenienti da organi o istituzioni siano queste in ambito europeo che nazionale⁴⁷. Sul punto si esprime l'art. 7 del Protocollo n.4, il quale dispone: *“Conformemente all'art.130 TFUE, nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dal presente statuto, né la BCE, né una banca centrale nazionale, né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi*

⁴⁴ Art. 282, paragrafo 1, TFUE.

⁴⁵ https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_it

⁴⁶ Anche i governatori delle Banche centrali godono di uno statuto di indipendenza rispetto ai propri Satti membri garantito dall'art. 14 del Protocollo n. 4 sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. Sul punto L. Daniele, *Diritto dell'Unione Europea. Sistema istituzionale, ordinamento, tutela giurisdizionale, competenze*, Giuffrè Editore, 2010, pagg. 96 e ss.

⁴⁷ U. Villani, *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, cit., p. 200.

dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti”.

La lettura di una siffatta disposizione ci permette agevolmente di osservare come l'orientamento sia volto a preferire nonché ad agevolare la neutralità tecnica dell'istituzione, in modo da permettere alla stessa di agire autonomamente e di compiere le scelte che ritenga più opportune sulla base della propria competenza⁴⁸. L'indipendenza della BCE è sancita dal Trattato e dallo Statuto nel quadro istituzionale della politica monetaria unica. Dunque, né la stessa Banca Centrale Europea, né le Banche Centrali Nazionali, come pure i membri dei rispettivi organi decisionali possono in alcun modo sollecitare o raccogliere istruzioni dalle istituzioni o dagli organi dell'Unione europea, dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altro organismo.

Ai sensi dell'art. 130 del TFUE, le istituzioni e gli organi dell'Unione Europea nonché i governi degli Stati membri sono tenuti ad onorare tale principio e a non cercare di condizionare i membri degli organi decisionali della BCE.

Altro elemento di autonomia è legato alla gestione finanziaria della BCE, la quale viene tenuta distinta da quella dell'Unione Europea, infatti, l'organo dispone di un bilancio proprio e di un suo capitale il quale è sottoscritto e versato dalle BCN dell'area dell'euro.

Inoltre, proprio al fine di proteggere l'Eurosistema da eventuali interferenze di autorità pubbliche, questo non può concedere prestiti agli organi dell'UE né a enti pubblici nazionali.

L'autonomia dell'Eurosistema impegna anche il piano operativo, poiché, la BCE è in possesso delle competenze e degli strumenti fondamentali al fine di guidare una politica

⁴⁸ F. Capriglione, *Mercato Regole e Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, pagg. 97 e ss..

monetaria efficiente anche attraverso la facoltà di decidere in autonomia quando e in che modo far ricorso a tali strumenti.

Tale autonomia non implica, tuttavia, che tra le autorità monetarie europee e le istituzioni siano queste europee che nazionali, non vi sia alcun comunicazioni, ma piuttosto il contrario, infatti, ai sensi dell'art. 284 TFUE, è prevista una interazione tra BCE, da un lato, ed il Consiglio e la Commissione, dall'altro, con partecipazioni incrociate alle rispettive riunioni⁴⁹.

Per quanto concerne il potere normativo⁵⁰, la BCE può adottare atti giuridici quali regolamenti e decisioni nonché raccomandazioni e pareri destinati a produrre effetti giuridici vincolanti o meno verso le banche centrali nazionali e verso terzi. Inoltre la BCE può adottare atti che hanno rilievo interno nel SEBC, quali indirizzi, istruzioni e decisioni senza che siano individuati specificatamente dei destinatari, ma che posseggono una efficacia generale, al fine di promuovere l'integrazione e l'azione unitaria del SEBC⁵¹.

Il potere normativo di cui la BCE è titolare è esercitato autonomamente senza il concorso del Consiglio o del Parlamento europeo, organi aventi funzione legislativa all'interno dell'Unione Europea, i quali non partecipano in alcun modo alla formazione mediante una modalità consultiva o di codecisione. Ad ogni modo la suindicata potestà normativa è

49 In particolare, Il Presidente del Consiglio e un membro della Commissione possono partecipare senza diritto di voto alle riunioni del Consiglio direttivo (art. 284 TFUE) a cui il Presidente del Consiglio può sottoporre una mozione per l'approvazione. Inoltre *“il Presidente della BCE è invitato a partecipare alle riunioni del Consiglio su argomenti relativi agli obiettivi e ai compiti del SEBC. La BCE trasmette una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Commissione e al Consiglio Europeo e il Parlamento Europeo [...] può procedere a un dibattito generale. Infine il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato Esecutivo, a richiesta del Parlamento o di propria iniziativa, possono essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento Europeo”*.

50^{*} Art. 34 del protocollo n. 4, conforme a quanto disposto ex art. 132 TFUE.

51 F. Morata, *La Banca centrale Europea*, in S. Fabbrini, *L'Unione Europea*, Roma-Bari, Laterza 2002, pagg. 213 e ss; S. Antoniazzi, *La Banca Centrale Europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, G. Giappichelli Editore, 2013, pagg. 49 e ss.

limitata nei contenuti riconducibili al mandato della BCE per il principio di attribuzione delle competenze per cui l'istituto *“può adottare regolamenti solo nella misura in cui ciò sia necessario per organizzare o precisare le modalità di assolvimento dei compiti attribuiti”*⁵². Inoltre, l'ordinamento europeo è un sistema orientato in senso finalistico per cui un'istituzione europea ha la possibilità di adottare misure cosiddette *“implicite”*, le quali seppure non siano espressamente previste ed indicate nei Trattati, si rendano indispensabili per l'adeguato ed efficace esercizio delle proprie competenze. Ciò, dunque, non esclude la possibilità per la BCE di poter agire nell'esercizio dei *“poteri impliciti”* in osservanza della rilevanza generale dell'art. 352 TFUE, laddove al fine di realizzare uno degli obiettivi dei Trattati sia ragionevolmente necessaria un'azione dell'Unione, seppure non siano stati previsti i necessari poteri⁵³.

Inoltre, l'art. 296 primo comma TFUE dispone che *“Qualora i trattati non prevedano il tipo di atto da adottare, le istituzioni lo decidono di volta in volta, nel rispetto delle procedure applicabili e del principio di proporzionalità.”*

La BCE svolge, inoltre, funzioni consultive, disciplinate dall'art.4 del Protocollo n.4, in osservanza a quanto disposto dall'art.127, paragrafo 4 TFUE, secondo cui: *“La BCE viene consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione che rientra nelle sue competenze; dalle autorità nazionali, sui progetti di disposizioni legislative che rientrano nelle sue competenze, ma entro i limiti e alle condizioni stabiliti dal Consiglio”*. La BCE svolge, altresì, un ruolo consultivo nella stima circa i piani di risoluzione degli enti creditizi nel rispetto della direttiva sul risanamento nonché vigila sulla risoluzione delle banche e del regolamento relativo al meccanismo di risoluzione unico. In particolare, in

⁵² Regolamento UE n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013.

⁵³ S. Antoniazzi, *La Banca Centrale Europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, cit., pagg. 49 e ss.

merito a questo ultimo aspetto la BCE stabilisce se un ente creditizio sia in dissesto o piuttosto a rischio di dissesto ed eventualmente ne dà comunicazione alla Commissione ed al comitato di risoluzione unico⁵⁴. Alle autorità di risoluzione spetta, dunque, il compito di decidere in merito all'azione appropriata di risoluzione.

⁵⁴ Il comitato di risoluzione unico è l'organo decisionale centrale del meccanismo di risoluzione unico. Il suo compito è assicurare che gli enti creditizi e le altre entità per le quali è competente che si trovano di fronte a gravi difficoltà siano soggetti a risoluzione in modo efficace e con costi minimi per i contribuenti e l'economia reale. Sarà pienamente operativo, con una serie completa di poteri di risoluzione, a partire da gennaio 2016.

2.2. Gli organi della BCE

La BCE è composta dal presidente, il vicepresidente, i governatori delle banche centrali nazionali di tutti i paesi dell'UE.

Il presidente della BCE, attualmente rappresentato da Mario Draghi, è la carica di riferimento dell'istituto che ha la responsabilità in merito alla politica monetaria dell'Unione Europea. Il ruolo svolto dal presidente è quello di dirigere il comitato esecutivo, il consiglio direttivo ed il consiglio generale, organi decisioni della BCE. Altresì, lo stesso, in carica per otto anni con un mandato non rinnovabile, rappresenta la Banca all'estero⁵⁵.

Le strutture di governo dell'Eurosistema istituite con il Trattato di Maastricht sono il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo.

Il Consiglio direttivo, ai sensi dell'art. 10 del Protocollo n.4 e conformemente a quanto disposto dall'art. 283, paragrafo 1 TFUE, annovera i membri del comitato esecutivo della BCE ed i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi dell'eurozona. Il Comitato esecutivo, il quale si occupa di gestire gli affari correnti della BCE, comprende il presidente, il vicepresidente e quattro altri membri nominati per un periodo di otto anni dal Consiglio europeo tra le persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario⁵⁶.

⁵⁵ Al fine di assicurare la continuità dei mandati dei governatori delle BCN e dei membri del Comitato esecutivo sono previste alcune misure quali il mandato di almeno cinque anni per i governatori delle BCN; il mandato non rinnovabile di otto anni per i membri del Comitato esecutivo; la rimozione dall'incarico dei governatori e dei membri del Comitato esecutivo solo nei casi di incapacità ad assolvere il proprio mandato o di colpe gravi; la competenza della Corte di giustizia dell'Unione europea a dirimere qualsiasi controversia in materia.

⁵⁶ art.11, Protocollo n.4

Il Consiglio direttivo è il principale organo decisionale dell'Eurosistema ed è competente nell'attuare indirizzi nonché nel prendere decisioni in merito ad un sicuro svolgimento dei compiti affidati alla BCE e all'Eurosistema, nell'elaborare la politica monetaria per l'area dell'euro, con conseguente assunzione di decisioni circa gli obiettivi monetari, i tassi di interesse di riferimento e l'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché nella definizione degli indirizzi per l'attuazione di tali decisioni.

Altresì il Consiglio direttivo della BCE assume un proprio ruolo nell'ambito delle nuove competenze di vigilanza bancaria della BCE, in cui adotta decisioni in merito al quadro generale entro il quale le decisioni di vigilanza sono assunte, nonché circa i progetti di decisione completi del Consiglio di vigilanza secondo la procedura di non obiezione⁵⁷.

Per ciò che concerne le votazioni all'interno del Consiglio direttivo, corre l'obbligo evidenziare come queste non rispondano al principio della maggioranza qualificata disposto per il Consiglio europeo⁵⁸. La motivazione sottesa a tale scelta, in conformità al Trattato di Maastricht, sta nel fatto che i membri del Consiglio direttivo devono svolgere i propri compiti unicamente nell'interesse dell'Eurozona e non, al contrario dei singoli paesi di appartenenza. Infatti, qualora fossero state disposte delle votazioni a maggioranza qualificata, i membri del Consiglio direttivo avrebbero potuto agire alla stregua di un rappresentante nazionale⁵⁹. Sul punto si è espresso recentemente il presidente della Bundesbank, il quale ha evidenziato il carattere di indipendenza della BCE dinanzi alle pressioni dei politici tedeschi contro la politica monetaria adottata durante il mese di aprile 2016. Weidmann in un'intervista al "Financial Times" ha, infatti, affermato che "non è

⁵⁷ art. 12, del Protocollo n.4. <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>

⁵⁸ A tal proposito Art. 10 del Protocollo n.4, Conformemente all'art. 283, paragrafo 1,TFUE.

⁵⁹ P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2013 pagg. 206 e ss.

insolito che i politici abbiano opinioni sulla politica monetaria, ma noi siamo indipendenti. La Bce deve rispettare il suo mandato di stabilità dei prezzi e così una politica monetaria accomodante è appropriata in questo momento, indipendentemente dalle diverse visioni sulle misure specifiche”⁶⁰.

Le parole di Weidmann riflettono, dunque, la posizione consolidata della Bundesbank, che ha sempre difeso attivamente la propria indipendenza dalle interferenze dei politici.

Al Comitato esecutivo spetta l’attuazione della politica monetaria dell’area dell’euro, secondo le decisioni e gli indirizzi dettati dal Consiglio direttivo, distribuendo le necessarie istruzioni alle banche centrali nazionali. Il Comitato esecutivo, altresì, prepara le riunioni del Consiglio direttivo, nonché esercita alcuni poteri, anche di natura normativa, che gli sono delegati dal Consiglio direttivo. Per questa ragione, il suindicato organo assume una posizione strategica ed esercita un ascendente molto importante in merito al processo decisionale del Consiglio.

Nel campo dell’unione economica e monetaria troviamo, altresì, il Comitato economico e finanziario, il quale ha un ruolo consultivo nonché svolge ulteriori mansioni espressamente indicate nell’art.134, par.2,TFUE, nonché il Consiglio generale della BCE, istituito dal Protocollo sullo Statuto del SEBC e della BCE, come terzo organo decisionale della BCE.

Quest’ultimo comprende il Presidente della BCE, il Vicepresidente ed i governatori delle banche centrali nazionali di 28 Stati membri dell’UE, dunque, la particolarità sta nel rappresentare sia i 19 paesi appartenenti all’area dell’euro e sia i 9 paesi che non ne fanno parte⁶¹. Il Consiglio generale svolge i compiti che in precedenza erano stati assegnati all’Istituto monetario europeo e, dunque, quelle competenze che sono state assunte dalla

⁶⁰ www.ilsole24ore.com

⁶¹ <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.it.html> In particolare, gli altri membri del Comitato esecutivo della BCE, il Presidente del Consiglio dell’UE e un membro della Commissione europea possono partecipare alle riunioni del Consiglio generale, ma senza diritto di voto.

BCE nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria. Nel dettaglio, l'organo assolve alle funzioni consultive della BCE, alla raccolta di informazioni statistiche, alla stesura del Rapporto annuale della BCE, alla predisposizione di ordinanze volte ad uniformare le procedure contabili e di rendiconto in merito alle operazioni compiute dalle banche centrali nazionali, all'adozione di misure, diverse da quelle previste dal Trattato, relative allo schema per la sottoscrizione del capitale della BCE all'elaborazione delle condizioni di impiego dei dipendenti della BCE ai preparativi necessari per fissare irrevocabilmente i tassi di cambio delle monete degli Stati membri con deroga nei confronti dell'euro⁶².

L'intero organigramma decisionale sopra descritto è chiamato "Eurosistema" ed in merito può dirsi che *"tale struttura organizzativa combina l'unità decisionale e la decentralizzazione a livello di struttura e di attuazione delle decisioni"*⁶³.

Ad ogni modo, proprio questo decentramento di funzioni e di controlli, sia all'interno stesso dell'apparato che in termini di comunicabilità con le banche centrali nazionali, ha avuto un ruolo determinante nei processi decisionali. Infatti, il risultato è stato spesso quello di complicare il procedimento da percorrere per prendere una decisione e, dunque, rendere gravoso e macchinoso il raggiungimento di soluzioni e provvedimenti condivisi, in special modo relativamente alla crisi, portando frequentemente a rinvii nell'entrata in vigore di questi.

62" <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.it.html>

63 P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, cit., pagg. 206 e ss.

2.3. L'influenza della Bundesbank tedesca

Durante il secondo dopoguerra sono andati delineandosi in particolar modo due modelli di banca centrale, il primo nasce dall'esperienza anglo-francese mentre il secondo trae origine da quella tedesca. Possiamo affermare che i due summenzionati modelli differiscano sia in merito agli obiettivi che la banca centrale si prefigge di perseguire e sia in merito agli aspetti istituzionali del suo andamento.

In particolar modo, per ciò che concerne il primo aspetto, infatti, il modello tedesco mantiene quale priorità la salvaguardia della stabilità dei prezzi mentre il conseguimento di altri obiettivi è sempre subordinato all'obiettivo primario. Al contrario, nel modello anglo-francese la stabilità dei prezzi rappresenta solo uno dei molteplici obiettivi che la banca centrale si prefigge di raggiungere assieme al rafforzamento del ciclo economico nonché al mantenimento di un elevato livello occupazionale ed il mantenimento di una stabilità finanziaria.

Per ciò che, invece, attiene il secondo aspetto relativo, quindi, al lato istituzionale del funzionamento, il modello anglo-francese dispone che la banca centrale sia subordinata nelle proprie disposizioni alla convalida da parte del governo, nella fattispecie del

Ministero delle Finanze. L'esatto opposto presenta, invece, il modello tedesco, la cui banca centrale è pienamente indipendente rispetto all'orientamento o alle decisioni politiche. La stessa è, dunque, autonoma nell'orientare le proprie determinazioni nel senso che più ritenga utile al fine di raggiungere il proprio obiettivo, senza che le autorità politiche possano in alcun modo interferire⁶⁴.

Avendo già tratteggiato i caratteri fondamentali della Banca centrale europea possiamo senza dubbio affermare che il progetto della stessa tratteggiato nel Trattato di Maastricht sia stato il frutto di una forte influenza del modello tedesco⁶⁵.

Infatti, volontariamente esplicito è l'obbligo statutario di perseguire la stabilità dei prezzi, che evidenzia come l'azione sia andata oltre la semplice elencazione tra i vari obblighi, ma l'intento sia stato proprio quello di attribuirgli una posizione di preminenza nell'art. 2, sezione "Obiettivi", il quale recita: *"l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, esso sostiene le politiche economiche generali dell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del trattato sull'Unione europea"*⁶⁶. *Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse, e rispettando i principi di cui all'articolo 119 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea"*.

64 P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, cit., pagg. 187 e ss.

65 Tale orientamento ha influito, dunque, durante la stesura del Trattato di Maastricht, o Trattato sull'Unione Europea, dal quale la BCE trae origine. Il trattato è stato firmato il 7 Febbraio 1992 a Maastricht, dai dodici paesi membri dell'allora Comunità Europea, oggi Unione Europea, che fissa le regole politiche e i parametri economici necessari per l'ingresso dei vari Stati aderenti nella suddetta Unione. È entrato in vigore il 1° novembre 1993.

66 Gli "obiettivi dell'Unione definiti nell'art. 3 del trattato sull'Unione Europea" a cui si riferisce l'articolo sono principalmente: *"lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico"* (art. 3.3 TUE).

Inoltre la BCE, al pari della Bundesbank tedesca, presenta senza alcun dubbio il requisito dell'indipendente politica.

Per la definizione del grado di indipendenza politica della BCE è stato tenuto presente il “Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea”, il quale indica dei criteri che lo statuto della BCE deve soddisfare.

In particolare, è previsto che l'organo di governo della BCE non sia nominato dal governo, così come alcun membro del Comitato esecutivo⁶⁷.

Inoltre il governatore della BCE ha un mandato superiore ai 5 anni così come tutto il Comitato esecutivo. L'articolo 283 TFUE soddisfa entrambe i requisiti disponendo che *“il loro mandato ha una durata di otto anni e non è rinnovabile”*, andando ben oltre, quindi, la soglia dei cinque anni prevista. La durata del mandato è un rilevante elemento di garanzia per l'indipendenza politica di una banca centrale poiché *“un mandato breve potrebbe rendere l'organo direttivo della banca più vulnerabile a delle pressioni politiche opportunistiche, a causa della quasi incostante incertezza sull'eventuale rinomina. Inoltre aumenterebbe la probabilità che ogni governo nomini un nuovo presidente; questo accrescerebbe la volatilità nella conduzione della politica monetaria”*⁶⁸.

Altro criterio è rappresentato dall'assenza di alcun obbligo di partecipazione per i rappresentanti governativi, dalla circostanza secondo cui, come anticipato, la formulazione

67 Per quanto attiene alla nomina dell'organo di governo della BCE si fa riferimento al Consiglio direttivo, composto dai sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali nazionali degli stati membri dell'Eurozona. Mentre i governatori delle banche centrali nazionali vengono nominati in conformità coi propri statuti nazionali, anch'essi necessariamente compatibili con il Protocollo. I sei membri del comitato esecutivo sono scelti in conformità con l'art. 283 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (art. 11.2 del Protocollo sullo statuto del SEBC e della BCE) il quale dispone che: *“il presidente, il vicepresidente e gli altri membri del comitato esecutivo sono nominati tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario, dal Consiglio Europeo che delibera a maggioranza qualificata, su raccomandazione del Consiglio e previa consultazione del Parlamento Europeo e del Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea”*.

68 A. Alesina, V. Grilli, *The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe*, NBER Working Paper, n. 3860, Cambridge, 1991.

della politica monetaria non necessita di alcuna approvazione governativa⁶⁹; nonché dalla presenza di disposizioni legali che rafforzano la posizione della BCE in caso di conflitto con il governo⁷⁰.

Ma quali sono le ragioni che hanno condotto a scegliere di creare la BCE a somiglianza della Bundesbank?

I motivi sottesi a tale scelta possono essere molteplici, tra cui senza dubbio una visione monetarista che durante gli anni settanta si è eretta ad obiettivo per le autorità monetarie secondo cui le banche centrali hanno il compito di occuparsi solo di ciò che è in loro potere controllare, ossia il livello dei prezzi⁷¹. In questo modo, a partire dagli anni ottanta, tale obiettivo si è reso prevalente rispetto ad altri considerati così secondari⁷². Questa è stata una delle ragioni per cui la Bundesbank, il cui scopo principale era proprio la stabilità dei

69 esplicito nell'art. 7 del Protocollo che sottolinea come *“né la BCE, né una banca centrale nazionale, né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti”*.

70 Si fa riferimento all'art. 130 TFUE, che sottolinea come *“né la Banca Centrale Europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca Centrale Europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti”*.

71 Sul punto P. De Grauwe, *Economia dell'unione monetaria*, cit., pag. 189 il quale afferma che *“La visione monetarista ha inoltre portato a una rinnovata concettualizzazione dei rapporti tra banca centrale e governo di uno Stato. Dato che le pressioni a favore delle politiche monetarie espansive, tese a stimolare l'economia, provengono solitamente da politici che perseguono vantaggi elettorali di breve periodo, si dovrebbe proteggere la banca centrale da tali interferenze politiche, rendendola un organismo indipendente”*.

72 La BCE è quindi l'istituzione meglio indicata per perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi, rispetto agli altri obiettivi. Su questa linea interpretativa si pone anche Bini Smaghi, *L'Euro*, Il Mulino, ed. 4, Bologna, 2009, pagg. 100-101, che esula l'obiettivo della piena occupazione (art. 3.3 TUE) dalle responsabilità della BCE affermando che *“la disoccupazione è un problema che affligge l'Europa indipendentemente dall'Unione monetaria”* e che quindi *“il problema della disoccupazione va [...] affrontato indipendentemente dal processo di unificazione monetaria”*.

prezzi e l'indipendenza politico lo strumento per conseguirlo, è stata elevata a modello della BCE. Inoltre, il periodo precedente l'istituzione della BCE aveva visto la Germania come il paese che meglio aveva gestito *“il regime di moneta fiduciaria, con un'inflazione media annua del 2,9 per cento nel mezzo secolo dal 1949 al 1998”*⁷³.

Ad ogni modo, l'ingresso della Germania nell'Unione Europea Monetaria era a rischio inflazione in misura maggiore rispetto a quella interna la proprio paese, pertanto, dato il particolare “peso” strategico, le autorità monetarie tedesche hanno “contrattato” in merito agli obiettivi e alle modalità con cui pervenire a tali obiettivi, e dunque l'indipendenza politica, quali criteri fondamentali della BCE necessari per consentire alla Germania di far parte dell'UEM.

Dall'analisi appena svolta possiamo senza dubbio affermare che il fine sia stato raggiunto, infatti, le caratteristiche fondamentali della BCE sono ancora più stringenti di quelle della Bundesbank. Basti pensare che gli statuti di quest'ultima possono essere modificati dal parlamento tedesco a maggioranza semplice, mentre per modificare lo statuto della BCE si rende necessaria la partecipazione dell'unanimità dei paesi dell'Unione Europea, inclusi quelli non appartenenti all'UEM, al fine di modificare il Trattato di Maastricht.

73 T. Padoa-Schioppa, *L'euro e la sua banca centrale, L'unione dopo l'Unione*, Il Mulino, Bologna, 2004.

Capitolo 3 La risposta della BCE alla crisi

3.1. Cos'è e come funziona il piano anti-spread

Il “piano anti spread” o anche “il piano salva Euro”, è invero una dicitura utilizzata dalla stampa per indicare il più tecnico “OMT”, acronimo che sta per *Outright Monetary Transactions*, ossia una misura introdotta dalla Banca Centrale Europea per agire nel contenere le problematiche legate alla crisi del debito nei paesi dell'Eurozona⁷⁴.

L'obiettivo di tale forma di intervento è stato, dunque, proprio quello di ostacolare la grande recessione che, nata negli Stati Uniti, avevano ormai coinvolto anche l'Europa con effetti negativi sulla stabilità dei prezzi nell'Eurozona al fine di tutelarne la politica

⁷⁴ Lo stesso Mario Draghi si è pronunciato sul punto affermando “*To address severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, un-founded fears on the part of investors of the reversibility of the euro*” Banca Centrale Europea, *Intro-ductory statement to the press conference*, Frankfurt am Main, 6 September 2012.

monetaria⁷⁵. Il progetto è stato manifestato dal Presidente della BCE, Mario Draghi, al Consiglio direttivo della BCE il 2 agosto 2012 ed il 6 settembre 2012 ne sono stati illustrati i dettagli⁷⁶. L'OMT è andato a "sostituire" l'SMP, in quanto le finalità che quest'ultimo si prefiggeva sono state assolte dal primo.

Detto piano consiste nell'acquisto illimitato⁷⁷, da parte della BCE, di bond a breve termine, ossia a maturazione tra uno e tre anni⁷⁸, di uno dei paesi dell'Eurozona che si trova in difficoltà⁷⁹, con lo scopo di immettere liquidità nel sistema con l'opportunità di poter ricorrervi a tassi convenienti nonché con la possibilità di fornire come garanzia anche titoli di stato che non siano dotati di un *rating* elevato. Infatti, il piano ha previsto che il livello dei tassi di interessi restasse invariato, mentre è stato sviscerato il criterio disposto circa i collaterali, ossia le garanzie chieste dalla BCE alle banche per prestare denaro.

75 Le cause di fondo dello scenario avverso dipendevano da notevoli perdite di competitività, dalla insostenibilità del bilancio e dai rischi finanziari dei sistemi bancari nazionali. Ma un fattore aggiuntivo era diventato preminente: il *rischio di ridenominazione*, che rifletteva i timori di una possibile imminente rottura della zona euro. <https://europeancentralbank.wordpress.com/2013/09/02/omt-un-anno-dopo/>

76 F. Capriglione, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, UTET, Torino, 2013, pagg. 126 e ss. sul punto ha evidenziato come "Ancora una volta il Presidente della BCE ha assunto nei confronti del Consiglio direttivo una posizione di fermezza e coerenza con le finalità proprie dell'istituto che si pone al centro dell'UEM e fonda il suo agire sull'irreversibilità dell'euro!"

77 Per illimitato, ad ogni modo, si deve intendere l'acquisto posto dalla Banca Centrale Europea senza che questa si ponga limiti quantitativi *ex ante*.

78 Ciò consentirà anche l'acquisizione di titoli già emessi con scadenze più lunghe, ma di durata residua inferiore a tre anni.

79 In linea con la facoltà prevista dall'art.18 dello statuto di "operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo...prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, ... (nonché) ... effettuare operazioni di credito con istituzioni creditizie ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie". Esattamente il contrario di quanto sostenuto dal suo noto detrattore Jens Weidmann, l'unico dei 22 membri del board di Francoforte a votare contro.

Le transazioni sono poste in essere su di un mercato secondario e creano liquidità sterilizzata⁸⁰. Ciò per scongiurare che il piano anti-spread diventi un modo per immettere liquidità nell'economia.

Dal canto suo, la BCE ha rinunciato al suo ruolo di creditore privilegiato, ciò significa che in caso di default, gli investitori non correranno il rischio di restare con in mano titoli di serie B, rispetto a quelli acquistati dall'Eurosistema⁸¹, nonché si è assunta l'incarico di pubblicare mensilmente l'ammontare delle OMT effettuate, disaggregate per paese ed il valore di mercato delle attività acquisite.

Dunque, possiamo senza dubbio affermare che il piano OMT sia uno strumento poco convenzionale di politica monetaria che rientra nel quadro di aiuti internazionali che l'Unione Europea deve fornire agli Stati membri che si trovino in particolari condizioni di difficoltà, al fine di gettare le basi per una politica monetaria unica.

Tuttavia, sono presenti delle condizioni specifiche, alla cui stipula ha partecipato anche il Fondo Monetario Internazionale per via della sua notevole competenza in materia, che dovranno essere osservate da coloro i quali abbiano intenzione di accedere al programma OMT e, quindi, giovare di tale manovra.

Infatti, la BCE ha subordinato i suoi acquisti di titoli di Stato alla sottoscrizione di un programma di condizionalità nel quale vengono dettate specifiche condizioni *“vincolanti anche per i governi futuri...nel quadro completo di un aggiustamento macroeconomico a pieno titolo...o in un programma preventivo (Enhanced Conditions Credit Line)”*⁸².

⁸⁰ F. Agostini, *OMT: cos'è e come funziona il piano anti spread. La BCE può salvare l'Euro?*, *Forexinfo.it*, 24 Ottobre 2012.

⁸¹ D. Gunnella, *Crisi. OMT: il super bazooka anti-spread della BCE*, *News*, 18 Ottobre 2012.

⁸² D. Gunnella, *Crisi. OMT: il super bazooka anti-spread della BCE*, *News*, 18 Ottobre 2012 il quale paragona il programma di condizionalità ad un *“piano di commissariamento mascherato, con scelte di politica economica imposte dall'alto e una conseguente fetta di sovranità nazionale da sacrificare.”*

Seppure il piano di condizionalità sia inespresso ed ideato su misura per ogni paese, è possibile comunque individuare una *timeline* circa riforme strutturali piuttosto che l'applicazione di misure sui bilanci. Il presidente Draghi ha spiegato come la condizione *“è necessaria a preservare la stabilità dei prezzi e ad assicurare che il piano OMT non sia un semplice palliativo per una struttura fiscale carente”*.

La conseguenza della mancata osservanza delle condizioni contrattate con il Fondo europeo di stabilità da parte dello Stato sotto assistenza, è la sospensione dell'acquisto di titoli pubblici. Tale conseguenza può, ad ogni modo, essere applicata a discrezione dalla Bce ed ha lo scopo di scoraggiare quegli Stati che sottoscrivono il piano di aiuti con l'intenzione poi di riversare sugli altri paesi dell'Eurozona le conseguenze delle proprie scelte. La sospensione sarà disposta dalla Banca Centrale Europea per quella zona economica che, dopo l'intervento con l'OMT, abbia raggiunto gli obiettivi che erano stati fissati al momento dell'adesione.

In questo modo la BCE assume il ruolo di guida sia per ciò che concerne il programma per il superamento della crisi, ma bensì anche nel determinare le linee guida per gettare le basi di un'Europa fondata su comportamenti improntati alla correttezza e al rigore⁸³.

Tuttavia la manovra promossa da Mario Draghi è stata oggetto di forti critiche mosse sia dal presidente della Bundesbank, Jens Weidman, che dalla Corte Costituzionale Tedesca, sulla quale, in particolare in merito a quest'ultima, ci soffermeremo più avanti. Ad ogni modo, l'accusa rivolta al Presidente della BCE è quella di aver agito oltre il suo mandato che dovrebbe essere limitato, esclusivamente, nel vigilare sulla stabilità dei prezzi all'interno dell'Unione Europea Monetaria e nel gestire l'inflazione⁸⁴.

Ma oggi possiamo affermare che il programma OMT sia stato efficace?

⁸³ F. Capriglione, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, cit., pagg. 129 e ss. il quale afferma: *“Si individua una realtà nella quale opportunamente la tecnica occupa gli spazi lasciati vuoti dalla politica, per certi versi sostituendosi a quest'ulti-ma in un ruolo che diversamente risulterebbe silente”*.

Seppure, infatti, il piano anti-spread sia rimasto ad oggi inutilizzato, possiamo senza dubbio affermare che gli effetti siano stati positivi sia poiché le distorsioni sul mercato del debito sovrano si sono ridotte in confronto al loro picco prima dell'annuncio delle OMT.

In secondo luogo, le condizioni di finanziamento delle banche e delle imprese sono meno restrittive con l'effetto che gli spread delle obbligazioni societarie, in particolar modo per quelle aziende che svolgono la propria attività nei paesi maggiormente in difficoltà, sono diminuiti notevolmente, concedendo alle aziende un migliore accesso ai finanziamenti del mercato. Altra conseguenza è stata senza dubbio quella di permettere alle banche di accedere nuovamente al mercato, sia per il finanziamento che per la raccolta di capitali⁸⁵.

3.2. Il fondo salva Stati Esm e lo Efsf

84 BCE, *Corte tedesca contro il piano Draghi: "Supera il suo mandato"*, *Il Fatto Quotidiano*, 7 Febbraio 2014.

85" <https://europeancentralbank.wordpress.com/>

Durante la seconda metà del 2011, abbiamo assistito forse all'apice della crisi che ha investito l'Europa, pertanto, al fine di evitare forme di contagio ulteriore e, quindi, anche uno scompensamento maggiore all'interno dell'eurozona, abbiamo avuto modo di osservare come la BCE sia intervenuta attivando dei meccanismi specifici sui mercati finanziari.

L'OMT, di cui si è parlato nel precedente paragrafo, assieme all'SMP, ovvero Securities Markets Programme, e a LTRO, acronimo di Longer-term refinancing operations, sono stati gli strumenti con cui è stato determinato un meccanismo per la gestione della crisi attraverso la pianificazione di una riforma della *governance* economica dell'Unione Europea, ovvero l'ESM⁸⁶.

Ma andiamo per gradi.

Il programma SMP è stato attivato nel Maggio 2010 a favore della Grecia, dell'Irlanda e del Portogallo e nell'Agosto 2011 lo stesso è stato esteso anche alla Spagna e all'Italia⁸⁷.

Il programma SMP prevede il medesimo meccanismo dell'OMT di acquisto del debito pubblico da parte della BCE sul mercato secondario per questo motivo nel settembre 2012 quest'ultimo ha sostituito l'SMP.

86 Capriglione-Semeraro, *Il Security Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, p. 259 in cui si sostiene in merito che “Vengono, quindi, in considerazione in primo luogo le operazioni del Security Market Programme con le quali si frappone un significativo ostacolo al divario tra i rendimenti dei titoli dei diversi Stati dell'UE, realizzando forme di temporanea stabilizzazione dei mercati e, dunque, evitando la possibilità di attacchi speculativi a danno di un determinato paese”.

87 Al Settembre 2012 venivano in totale impiegati 218 miliardi di euro, di cui 103 per l'acquisto di titoli di Stato italiani. www.repubblica.it Ma gli effetti sono stati evidenti sin da subito, infatti Barucci, Corsaro, Milani, *Il punto sulle politiche monetarie non convenzionali*, FinRiskAlert, 24 Aprile 2014 evidenziano come “L'impatto del programma sugli spread dei titoli di Stato è stato immediato e significativo: durante il primo giorno di operatività, lo spread tra i titoli di Stato greci e tedeschi calò di oltre 400 punti; all'atto della riattivazione nel 2011, gli spread spagnoli e italiani calarono di oltre 100 punti. Anche l'effetto di lungo periodo sui rendimenti è significativo ed è stimato in una diminuzione compresa tra 0,1 e 7 punti base per le obbligazioni a 10 anni per ogni 100 milioni di titoli acquistati. Secondo alcune analisi gli effetti del SMP potrebbero addirittura attestarsi intorno ai 200 punti base sui titoli italiani a 2 e 10 anni. Gli acquisti della BCE sembrano avere anche ridotto in misura significativa la volatilità delle obbligazioni governative”.

Sempre nel 2011 la BCE ha introdotto la suindicata misura denominata LTRO che prevede, di fatto, una erogazione di credito a basso costo e a lunga scadenza⁸⁸.

Tale misura, invero, riproduce sostanzialmente le operazioni di mercato aperto con lo scopo di garantire un margine temporale più ampio in favore delle banche al fine di meglio programmare la propria liquidità⁸⁹. L'obiettivo principale del programma è stato quello di "sbloccare" il mercato interbancario che durante la crisi aveva perso la fiducia reciproca circa la liquidità delle controparti e, quindi, la loro solidità patrimoniale.

Entrambe i due succitati strumenti, assieme all'OMT, hanno contribuito a formare l'European Stability Mechanism (ESM), anche detto "fondo salva-stati", il quale a sua volta ha sostituito altri due sistemi di finanziamento a carattere temporaneo quali l'European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) e l'European Financial Stability Facility (EFSF)⁹⁰.

Ad ogni modo, il fondo salva-Stati Efsf⁹¹ ha potuto operare fino al 12 settembre 2012, data in cui la Corte Costituzionale tedesca si è pronunciata circa la legittimità dell'operato della BCE e, quindi, sulla legittimità del fondo ESM con l'ordinamento tedesco.

Quest'ultimo rappresenta un'istituzione finanziaria internazionale che ha lo scopo di *"mobilizzare risorse...e fornire un sostegno alla stabilità,...a beneficio... degli Stati che già si trovino o rischino di ritrovarsi in gravi problemi finanziari"*.

88 F. Capriglione E G. Semeraro, *Crisi finanziaria e dei debiti so-vrani. L'EU tra rischi e opportunità*, capitoli XI e XII .

89 M. Draghi, *The euro, monetary policy and the design of a fiscal compact, Ludwig Erhard Lecture*, 15 December 2011. European Central Bank, Frankfurt am Main.; nonché sul punto anche Capriglione F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, cit., p. 124, il quale evidenzia come *"Di fatto essa si è tradotta in uno straordinario "quantitative easing", con l'emissione in due tornate di più di 1000 miliardi di euro di finanziamenti a basso costo a banche dell'eurozona, per tre anni e col beneficio di un'opzione di chiusura anticipata dell'operazione dopo un anno"*.

90 I due fondi sopra citati hanno erogato prestiti *in primis* alla Grecia e *in secundis* a Irlanda (Novembre 2010) e Portogallo (Aprile 2011) reperendo le risorse sui mercati finanziari grazie alla garanzia degli altri paesi dell'eurozona.

L'ESM è stato istituito dalle modifiche al Trattato di Lisbona approvate il 23 Marzo 2011 dal Parlamento Europeo e ratificate dal Consiglio europeo a Bruxelles il 25 Marzo 2011. Seppure l'entrata in vigore del fondo fosse inizialmente prevista per la metà del 2013, a cause dell'aggravarsi della crisi dei debiti pubblici, il Consiglio Europeo, in data 9 dicembre 2011, è intervenuto anticipandone i tempi. Come anzidetto, però, l'esigenza di ridurre i tempi ha trovato un ostacolo nella Corte Costituzionale tedesca la quale ha dovuto pronunciarsi sulla legittimità del fondo con l'ordinamento tedesco.

La Corte di Karlsruhe si è pronunciata il 12 Settembre 2012, pronunciandosi in senso positivo circa la compatibilità del fondo con l'ordinamento tedesco, seppure lo stesso organo abbia previsto alcune limitazioni⁹². L'8 Ottobre 2012 l'ESM è dunque entrata in vigore.

L'organizzazione prevede tre organi principali, il Consiglio dei governatori, il quale ha il ruolo di deliberare ed è formato dai ministri finanziari dell'Eurozona; il Consiglio di amministrazione, il quale ha funzioni esecutive e viene nominato dal Consiglio dei governatori; infine il Direttore operativo, il quale ha poteri di rappresentanza e di gestione

⁹¹ L'Efsf agirebbe di preferenza sul mercato primario, potendo in questo modo limitare a priori l'importo necessario, considerato anche che la Spagna, come l'Italia, ha limitato le emissioni nel mese di agosto. L'Efsf soffre, infatti, di una carenza di risorse, accentuata dal fatto che gravano sulle sue casse gli aiuti alle banche spagnole fino a che non è entrata in funzione l'Esm: resta una cifra stimata fra i 110 e i 140 miliardi di euro. Il ruolo dell'Efsf è, ad ogni modo temporaneo poiché una volta sbloccato l'Esm dalla Corte di Karlsruhe, il fondo permanente subentra negli interventi, anche se quest'ultimo, a sua volta, ha il problema di essere limitato nel a proteggere sia la Spagna sia eventualmente l'Italia. Per questo, si ripropone la questione di consentire al fondo, in un secondo tempo, di accedere ai finanziamenti della Bce attraverso una licenza bancaria. L'Esm utilizzerebbe come collaterale presso la Bce i titoli acquistati. Una proposta finora sempre respinta apertamente dall'Eurotower, e sulla quale graverebbe comunque l'incertezza dei passaggi in Parlamento e alla Corte tedesca. Finora l'idea è stata giudicata, anche dal presidente dell'Istituto di Francoforte, Mario Draghi, e soprattutto da un parere legale espresso dalla Bce lo scorso anno, in violazione del Trattato che proibisce il finanziamento monetario dei deficit pubblici. Sul punto www.ilsole24ore.it

⁹² *Fondo salva stati, si della corte tedesca. «Ma ad alcune condizioni», Il Messaggero, 12 Settembre 2012.*

ordinaria. Altresì, in qualità di osservatori, troviamo all'interno dell'ESM anche il presidente della BCE ed il commissario UE agli Affari economico-monetari⁹³.

Il fondo ESM ha il compito di emettere strumenti finanziari e titoli nonché ha la facoltà di procacciarsi titoli di stato dei paesi membri dell'Eurozona sia sul mercato primario che secondario.

Lo stesso ha, inoltre, il potere di intavolare e definire intese o accordi finanziari sia con istituzioni finanziarie che con gli istituti privati. Qualora uno Stato finanziato dallo ESM incorra in insolvenza, quest'ultimo dovrà essere considerato quale creditore privilegiato e, dunque, troverà ristoro prima dei creditori privati⁹⁴.

I fondi sono destinati a difendere la stabilità degli Stati membri in difficoltà attraverso dei prestiti erogati *“sulla base di condizioni rigorose”* che *“possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite”*⁹⁵.

Ciò è di fondamentale importanza, poiché, proprio nel favorire un ausilio ai Paesi in difficoltà e, dunque, favorire la stabilità all'interno dell'Eurozona, l'ESM deve garantire la completa copertura dei costi operativi e di finanziamento. Inoltre, il tasso di interesse da calcolarsi oltre alla copertura dei costi, deve assicurare un profitto al fondo dal ricevimento della richiesta⁹⁶.

⁹³ Il proprio statuto prevede che l'ESM abbia un capitale autorizzato determinato dal versamento degli Stati membri, cui fanno carico le quote di contribuzione determinate in conformità al calcolo specificato proprio dall'allegato stesso dello statuto.

⁹⁴ *Eurobond: le proposte sul tappeto, Lavoce.info.*

⁹⁵ Art. 12, comma primo.

⁹⁶ Art. 9, comma tre.

È, altresì, previsto che *“in caso di mancato pagamento, da parte di uno Stato membro dell'ESM, di una qualsiasi parte dell'importo da esso dovuto a titolo degli obblighi contratti in relazione a quote da versare[...]detto membro dell'ESM non potrà esercitare i proprio diritti di voto per l'intera durata di tale inadempienza”*⁹⁷.

L'Art.4 comma 2 dispone, inoltre, che le decisioni del Consiglio dei governatori e del Consiglio di amministrazione siano accolte di comune accordo, a maggioranza qualificata o a maggioranza semplice, in ossequio a quanto disposto dal trattato istitutivo di tale organismo⁹⁸. Il quorum costitutivo è *“di due terzi dei membri aventi diritto di voto che rappresentino almeno i due terzi dei diritti di voto”*⁹⁹.

L'art. 13 dispone che, una volta deliberata la concessione dell'aiuto finanziario *“il Consiglio dei governatori affida alla Commissione europea – di concerto con la BCE e, laddove possibile, insieme all'FMI – il compito di negoziare con il membro dell'ESM interessato un protocollo d'intesa che precisi le condizioni contenute nel dispositivo di assistenza finanziaria”*. La medesima disposizione prosegue aggiungendo che il Consiglio di amministrazione interviene, dopo che il protocollo d'intesa sia stato siglato ed *“approva l'accordo sul dispositivo di assistenza finanziaria che definisce gli aspetti finanziari del sostegno alla stabilità da fornire”*¹⁰⁰, predisponendo *“un idoneo sistema di avviso per garantire il tempestivo rimborso degli eventuali importi dovuti dal membro del MES”*

⁹⁷ Art. 4, comma otto.

⁹⁸ Capriglione F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, 2013, p.139.

⁹⁹ I diritti di voto di ogni Stato membro sono calcolati in proporzione al valore delle quote versate nel fondo.

¹⁰⁰ Art.13, comma 5

attribuendo alla Commissione il *“compito di monitorare il rispetto delle condizioni cui è subordinato il dispositivo di assistenza finanziaria”*¹⁰¹.

3.3. L'intervento della Corte Costituzionale tedesca

Abbiamo anticipato come le azioni di politica monetaria “non convenzionali” della BCE sinora riportate siano finite nel mirino della Corte Costituzionale tedesca circa la mancata legittimità delle stesse.

A cavallo di tale procedimento, invero, si è tenuta una seconda causa legale avente ad oggetto, come anzidetto, la costituzionalità dell'European Stability Mechanism, ESM, terminata con una sentenza favorevole seppure con alcune limitazioni il 12 settembre 2012.

In particolare, in merito a questo secondo procedimento, circa trentacinquemila persone

¹⁰¹ Art.13, commi 6 e 7.

avevano fatto ricorso alla Corte Costituzionale Federale tedesca al fine di ottenere la mancata adesione della Germania all'ESM¹⁰², tra cui uno anche contro l'OMT che è andato a gravare sui gravi indizi secondo cui, a detta dei magistrati tedeschi, il piano OMT “*violi il divieto di finanziamento diretto ai bilanci dei singoli Paesi*”¹⁰³.

Dunque, la Corte ha inteso procedere esaminando separatamente le due questioni, l'una relativa all'OMT e l'altra all'ESM.

Infatti, il 7 Febbraio 2014 la Corte Costituzionale Tedesca ha affermato che “*Il Senato ha separato le questioni che riguardano l'OMT del Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea del 6 Settembre 2012, ha messo in attesa questo procedimento e ha sottoposto diverse questioni alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea per una pronuncia pregiudiziale. Il tema delle questioni pregiudiziali sollevate è in particolare se l'OMT è compatibile con il diritto di primo livello dell'Unione Europea*”.

In merito a quest'ultima causa si è pronunciata, come anzidetto il 12 settembre 2012, seppure il 18 marzo 2014 sia tornata sulla questione confermando nuovamente la legalità del fondo salva-stati¹⁰⁴.

102 “*Tra i ricorrenti, che sostenevano che l'ESM limitasse il potere sovrano della Germania in particolare nell'uso dei fondi pubblici, c'era Peter Gauweiler, politico conservatore bavarese, il partito di sinistra Die Linke, alcuni accademici e il gruppo di opinione Mehr Demokratie, “più democrazia”*”, sul punto *La BCE e la Corte costituzionale tedesca, Il Post*, 12 Giugno 2013, cit.

103 Ciò poiché si rileva che la Germania è l'unico paese che prevede un voto del Parlamento per approvare ogni singolo piano di salvataggio europeo.

104 Merli A., *ESM, si finale dei giudici tedeschi, Il Sole 24 Ore*, 19 Marzo 2014, cit. il quale evidenzia come “*l'ESM ha affermato la Corte di Karlsruhe, non viola i diritti del Parlamento tedesco a decidere sulle questioni relative al bilancio della Germania, a patto che il Bundestag abbia la possibilità di esercitare, votando su ogni decisione, poteri di controllo sul fondo [...]*.” ad ogni modo la pronuncia ha scatenato le proteste sia dei ricorrenti che di alcuni euroscettici tra cui Hans Werner Sinn, presidente dell'istituto IFO di Monaco di Baviera. Reazione completamente opposta quella di Wolfgang Schäuble, che aveva difeso l'ESM davanti alla Corte e che ha dichiarato la propria soddisfazione per la sentenza, interpretandola come una “*conferma della strada che abbiamo scelto per assicurare la stabilità della moneta*”. Della stessa opinione è il Direttore dell'ESM, Klaus Regling: “*La sentenza è buona per l'Europa e buona per la Germania*”.

Per ciò che, invece, concerne l'OMT, il Senato ha ritenuto essere presenti delle ragioni importanti per considerare il suindicato piano un intervento che va oltre il mandato di politica monetaria della BCE e che viola il divieto di finanziamento monetario del bilancio¹⁰⁵. Al riguardo lo stesso ha affermato *“Se si assume – cosa che sarà oggetto di interpretazione da parte della ECJ – che l'OMT vada qualificato come atto indipendente di politica economica, esso viola chiaramente l'Art.119 e l'Art.127 del TFUE”*.

Inoltre, *“Se l'OMT violasse il divieto di finanziamento monetario del bilancio (Art.123 TFUE), anche questo dovrebbe essere considerato una trasgressione manifesta e strutturalmente significativa dei poteri. La violazione sarebbe manifesta perché il diritto primario prevede un esplicito divieto di finanziamento monetario del bilancio e, quindi, inequivocabilmente esclude tali poteri della Banca Centrale Europea”*.

Dunque, secondo il Senato, l'OMT *“mira ad un'elusione vietata dell'Art.123 del TFUE”* il quale vieterebbe alla BCE l'acquisto di titoli di Stato direttamente alla emissione da parte degli Stati membri.

Ma facciamo un ulteriore passo indietro.

Come abbiamo avuto modo di osservare, il programma OMT consiste nella promessa, poiché ad oggi ricordiamo è rimasto ancora inutilizzato, di acquistare titoli di Paese facenti parte dell'Eurozona all'interno del mercato secondario, ma da prenditori diversi dagli Stati emittenti. Quest'ultima precisazione è molto importante poiché i Trattati proibiscono alla Bce l'acquisto di titoli nel mercato primario, cioè direttamente dagli Stati al momento

105 Il Secondo Senato della Corte Costituzionale Federale è, quindi, favorevole nel considerare l'OMT come un atto “ultra vires” ossia viziato da eccesso di potere, tuttavia ritiene anche possibile che, se l'OMT fosse interpretato restrittivamente alla luce dei trattati, la sua conformità col diritto di primo livello EU potrebbe essere raggiunto. Sul punto la Corte Costituzionale Federale Tedesca, Comunicato stampa n.9/ 1 , *“In occasione del rinvio alla Corte di giustizia europea del giudizio sulla legittimità del programma OMT della BCE rispetto ai Trattati dell'Unione Europea”*, 7 Febbraio 2014 ha chiarito come *“L'esistenza di un atto ultra vires crea un obbligo delle autorità tedesche di astenersi dal dare esecuzione ad esso e un dovere di contestarlo. Tali doveri possono essere fatti valere davanti alla Corte Costituzionale, almeno nella misura in cui si riferiscono ad organi costituzionali”*.

dell'emissione. Al contrario, invece, l'art. 18 dello Statuto permette alla BCE di effettuare tali operazioni nel mercato secondario, e quindi, di agire eludendo il divieto di cui sopra, qualora i soggetti privati comprassero i titoli a prescindere dal loro valore di mercato, agendo in qualità di intermediari. Dunque, questo è il nocciolo della questione proposta dal senato tedesco, seppure la Corte Europea di Giustizia abbia ritenuto sufficienti le tutele¹⁰⁶ osservate dalla BCE per evitare un illegale aggiramento dell'art. 123 TFUE¹⁰⁷.

Ed infatti lo scorso 21 giugno 2012 la Corte costituzionale tedesca si è pronunciata ritenendo sufficienti le condizioni già individuate dalla Corte Europea di Giustizia¹⁰⁸, quali: il divieto per la Bce di annunciare gli acquisti in anticipo, un limite alle operazioni, il rispetto di un periodo minimo fra l'emissione delle obbligazioni e gli acquisti da parte della banca centrale, in modo da impedire la distorsione delle condizioni di emissione, inoltre possono essere acquistati solo titoli di Paesi che abbiano accesso ai mercati e solo in casi eccezionali i titoli possono essere detenuti fino a scadenza, infine, gli acquisti vanno interrotti non appena gli interventi non siano più necessari¹⁰⁹.

106 Relative, come anzidetto alle limitazioni per l'Istituto che promette infatti di comprare unicamente titoli di breve durata, i meno idonei quindi a modificare il valore di mercato dei titoli, e senza mai annunciare ex ante la quantità dei prodotti da acquistare. In questo modo gli agenti privati non potranno mai essere sicuri del riacquisto da parte della Bce, comprando soltanto quei titoli che riterranno affidabili. Infine, la Corte sottolinea, gli acquisti dovranno essere proporzionali all'obiettivo prefissato, che è quello di *"preservare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria"*, e cesseranno una volta che lo stesso sia ripristinato.

107" F. Bassan, *Le operazioni non convenzionali della Bce al vaglio della Corte Costituzionale tedesca*, Rivista di diritto internazionale, 2/2014, pag. 361 ss.

108 Uno dei ricorrenti, l'ex deputato cristiano-sociale, Peter Gauweiler, ha definito la decisione *"scandalosa"*, considerato che in precedenza la Corte aveva determinato nella sua pronuncia preliminare che con il piano Omt la Bce eccede i suoi poteri. Il presidente dell'Ifo, il centro di studi economici di Monaco di Baviera, Clemens Fuest, ha criticato la sentenza affermando che *"è ovvio che il programma Omt persegue anzi tutto l'obiettivo fiscale di mantenere l'accesso al credito degli Stati altamente indebitati. I contribuenti tedeschi sono a rischio, per la quota che loro compete"*. A. Merli, *E la Corte tedesca dà il via libera al piano OMT*, 22 giugno 2016 www.ilsole24ore.com

109 A. Merli, *E la Corte tedesca dà il via libera al piano OMT*, 22 giugno 2016 www.ilsole24ore.com

La Corte Costituzionale tedesca ha, quindi, chiesto al Governo tedesco e alla stessa Bundesbank la Corte, data la legittimità del piano, di monitorarne i termini dell'applicazione.

Dunque, i giudici di Karlsruhe hanno respinto le rilevanze eccepite dai ricorrenti tedeschi, in questo modo conformandosi alla sentenza già resa in via pregiudiziale dalla Corte di giustizia in data 16 giugno 2015, C-62/14, Gauweiler su rinvio degli stessi giudici¹¹⁰.

In particolare, l'organo giudicante tedesco, dopo aver fatto riferimento ai principi cardine di cui alla sentenza Gauweiler ed ai limiti costituzionali che presiedono alla partecipazione tedesca al processo di integrazione europea, hanno spiegato che il programma OMT non viola i diritti costituzionali di cui all'art. 38, par. 1, prima frase, né il congiunto disposto degli artt. 20, parr. 1 e 2, e 79, par. 3, GG così come sollevato dai ricorrenti.

Nella pronuncia della Corte di Karlsruhe è stato evidenziato come l'ordinamento dell'Unione Europea disponga che l'attività della BCE sia soggetta al controllo della Corte di giustizia con riguardo ai principi di attribuzione e di proporzionalità. Pertanto, sulla scia di quanto affermato dalla CGUE circa la legittimità del fondo OMT, a determinate condizioni, anche la Corte di Karlsruhe, in accoglimento di tale orientamento, ha ritenuto il programma uno strumento volto a garantire la solidità finanziaria per mezzo della stabilità dei prezzi¹¹¹. Infatti, come abbiamo avuto modo di osservare, l'obiettivo della stabilità finanziaria non rientra tra i compiti istituzionali della Bce. L'art. 127 TFUE prevede che l'Istituto persegua principalmente la stabilità dei prezzi, e soltanto in via subordinata supporti le politiche generali dell'Unione. La Corte Costituzionale tedesca, rifacendosi ai

110 A. Tizzano, *OMT e Costituzione tedesca. La Corte di Karlsruhe dà il via libera*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, Rivista online fondata da Alberto Predieri e Antonio Tizzano, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016.

111 A. Tizzano, *OMT e Costituzione tedesca. La Corte di Karlsruhe dà il via libera*, op.cit.

principi cardine tanto della sentenza Gauweiler quanto di quella Pringle¹¹², ha chiarito che assicurare la stabilità finanziaria è un compito affidato agli Stati membri. Tuttavia esistono numerose ragioni per considerarla anche un obiettivo implicito dell'Istituto. La Bce, ai sensi degli art. 3.3 TFUE e 25.1 dello Statuto, ha il dovere di coadiuvare nella vigilanza prudenziale degli enti creditizi e nella stabilità del sistema finanziario, nonché quello, ai sensi degli artt. 127.2 TFUE e 3.1 dello Statuto, di favorire e sostenere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Inoltre la stabilità finanziaria si pone in stretta relazione con l'obiettivo primario dell'Istituto previsto dall'art.127, cioè la stabilità dei prezzi. Se infatti l'Eurozona implode ed ogni Stato membro ritorna alla propria valuta, sarà ben difficile mantenere il potere d'acquisto dell'euro.

Proprio in ragione di ciò, non di poco conto è stato, probabilmente, anche il contesto temporale in cui la sentenza è stata emessa. Infatti, durante la medesima settimana era stato annunciato il referendum britannico avente ad oggetto l'uscita dell'Inghilterra dall'Unione Europea e si era in attesa del risultato dello stesso. Dunque, la pronuncia della Corte di Karlsruhe potrà senz'altro aiutare a superare gli effetti che la cosiddetta "Brexit" potrebbe causare, grazie alla possibile di farvi fronte con il piano OMT¹¹³.

112 F. Pennesi, *Il programma OMT ed il controllo giudiziale delle Corti Supreme Europee sull'azione della Bce*, Nota a sentenza della Corte di Giustizia del 16 giugno 2015, nella causa C-62/14, Gauweiler e altri vs Bce, 13 gennaio 2016.

113 A. Merli, *E la Corte tedesca dà il via libera al piano OMT*, 22 giugno 2016 www.ilsole24ore.com

Conclusioni

Abbiamo avuto modo di osservare come il programma OMT della Banca Centrale Europea, pur essendo rimasto inutilizzato, invero, abbia avuto un effetto immediatamente positivo sulla situazione economica della zona euro. Ad ogni modo lo stesso è stato oggetto di giudizio, assieme al fondo ESM, della Corte costituzionale tedesca di Karlsruhe, la quale ha ritenuto opportuno soffermarsi su tali operazioni per comprendere se l'OMT potesse essere considerato come un atto "*ultra vires*", ossia viziato da eccesso di potere.

La stessa ha, dunque, rinviato la questione alla Corte di Giustizia Europea, la quale, come noto, si è espressa in maniera positiva circa la legittimità dell'OMT in ossequio ai principi di proporzionalità e di competenza disposti dai trattati istitutivi.

Il punto focale sul quale si soffermano i giudici tedeschi, senza dubbio suggestionati anche dal parere della Bundesbank, sta nel meccanismo secondo cui la BCE acquista titoli di Stato, in questo modo non facendo alcuna distinzione tra politiche monetarie e politiche fiscali. In particolar modo, proprio quest'ultima componente dovrebbe tener conto dell'ipotesi secondo cui i titoli di Stato acquistati dalla BCE possano perdere valore qualora i governi i cui titoli acquistati entrino in *default*.

In questo modo, infatti, la BCE potrebbe subirebbe una enorme perdita e conseguentemente anche il suo capitale netto potrebbe risentirne, con la diretta necessità di una ricapitalizzazione da ottenere a scapito dei Paesi membri, i quali, quindi, si troverebbero a dover pagare per l'inefficienza di altri paesi cui la BCE ha indirizzato il proprio aiuto.

Ciò è proprio quanto temono i contribuenti tedeschi, i quali temono di trovarsi costretti a corrispondere un importo maggiorato delle tasse già dovute, in aperta violazione ad un

principio per loro molto importante quale “*no taxation without representation*”. Infatti, in Germania, la determinazione di imporre nuove tasse può essere presa esclusivamente dal parlamento nazionale e non anche da un organo sovranazionale quale la BCE.

Tuttavia, secondo Paul de Grauwe, economista della London School of Economics, una siffatta argomentazione non può che essere errata per una serie di ragioni.

In *primis* lo stesso evidenzia come una banca centrale non possa andare in default fino a quando sia nelle proprie mani il monopolio del potere di emettere moneta, ma, ad ogni modo, una banca centrale, così come la BCE, non ha alcuna necessità di avere del capitale poiché ben potrebbe proseguire la propria attività con capitale netto negativo.

Non si dice però che il piano OMT sia senza rischi.

Questi, infatti, potrebbero essere inerenti ad una potenziale inflazione che, comunque, non ha alcun collegamento con l’eventuale onere dei contribuenti di corrispondere una tassa senza voto democratico del parlamento nazionale.

Inoltre, è senz’altro utile evidenziare come l’OMT si avvierebbe esclusivamente in occasione di una crisi finanziaria, e conseguentemente si troverebbe a che fare con un elevato numero di agenti economici intenzionato ad conquistarsi quanta più possibile liquidità, con un rischio, semmai, di deflazione, ma non certo di inflazione.

Lo stesso Paul de Grauwe sul punto si è pronunciato affermando che: *“Si può concludere che un importante argomento utilizzato dai giudici di Karlsruhe per dichiarare illegale l’OMT testimonia una spaventosa mancanza di comprensione delle basi del central banking. Il programma OMT non crea alcun rischio che i cittadini della zona euro debbano pagare imposte per le perdite della BCE. E’ abbastanza terrificante che una sentenza così importante, che potrebbe minare la necessaria responsabilità della BCE come prestatore di ultima istanza, sia basata sull’ignoranza. Si può solo sperare che la corte con sede in Lussemburgo non mostri lo stesso grado di ignoranza”*.

Fortunatamente, col senno di poi rispetto alle parole dell'economista de Grawe, possiamo affermare che la Corte Costituzionale tedesca non è incorsa in questo errore, seppure la sua pronuncia sia arrivata a quattro anni di distanza dalle dichiarazioni di Mario Draghi e abbia determinato, dunque, una sospensione dello strumento fino al 21 giugno 2016.

BIBLIOGRAFIA

Agostini F., *OMT: cos'è e come funziona il piano anti spread. La BCE può salvare l'Euro?*, *Forexinfo.it*, 24 Ottobre 2012;

Alesina A., Grilli V., *The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe*, NBER Working Paper, n. 3860, Cambridge, 1991;

Antoniazzi S., *La Banca Centrale Europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, G. Giappichelli Editore, 2013;

Bassan F., *Le operazioni non convenzionali della Bce al vaglio della Corte Costituzionale tedesca*, *Rivista di diritto internazionale*, 2/2014;

BCE, *Corte tedesca contro il piano Draghi: "Supera il suo mandato"*, *Il Fatto Quotidiano*, 7 Febbraio 2014;

BIS, *Bank for International Settlements*, 2008, IMF 2008;

Borio C.E.V., *Change and constancy in the financial system. Implications for financial distress and policy*, BIS working paper 237, Basel 2007;

Capriglione F. e Semeraro G., *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'EU tra rischi e opportunità*;

Capriglione F. e Semeraro G., *Il Security Marker Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*,

Capriglione F., *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, UTET, Torino, 2013.

Cellino, *Lo spread diventa sovrano anche in borsa*, in *Il Sole 24 Ore* del 2 Dicembre 2010;

Corte Costituzionale Federale Tedesca, Comunicato stampa n.9/2014 , “*In occasione del rinvio alla Corte di giustizia europea del giudizio sulla legittimità del programma OMT della BCE rispetto ai Trattati dell'Unione Europea*”, 7 Febbraio 2014;

Daniele L., *Diritto dell'Unione Europea. Sistema istituzionale, ordinamento, tutela giurisdizionale, competenze*, Giuffrè Editore, 2010;

De Grauwe P., *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2013;

Della Cananea G., *L'Unione economica e monetaria venti anni dopo: crisi e opportunità*, in *Costituzionalismo.it*, Gennaio 2012;

Di Gaspare G., *Anamorfosi dello “spread” (Globalizzazione finanziaria, guerre valutarie e tassi di interesse dei debiti sovrani)*, in *Amministrazione In Cammino*, 2013;

Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, 2011, Milano;

Draghi M., Banca Centrale Europea, *Introductory statement to the press conference*, Frankfurt am Main, 6 September 2012;

Draghi M., *The euro, monetary policy and the design of a fiscal compact*, Ludwig Erhard *Lectu-re*, 15 December 2011. European Central Bank, Frankfurt am Main.;

Eichengreen B., O'Rourke K.H., *A tale of two depressions*, “Vox”, April 6, 2009;

FSA, *The Turner review. A regulatory response to the global banking crisis*, London 2009;

IMF, *Global financial stability report*, Washington D.C. 2006;

Gunnella D., *Crisi. OMT: il super bazooka anti-spread della BCE*, News, 18 Ottobre 2012;

Masciandaro, *Perché lo spread conta (ma da solo non basta)*, in *Il Sole 24 Ore* del 4 Febbraio 2012;

Merli A., *ESM, si finale dei giudici tedeschi*, *Il Sole 24 Ore*, 19 Marzo 2014;

- Morata F., *La Banca centrale Europea*, in S. Fabbrini, *L'Unione Europea*, Roma-Bari, Laterza 2002;
- Morris C. R., *Crack*, Elliot Edizioni, 2008;
- Padoa-Schioppa T., *L'euro e la sua banca centrale, L'unione dopo l'Unione*, Il Mulino, Bologna, 2004;
- Pennesi F., *Il programma OMT ed il controllo giudiziale delle Corti Supreme Europee sull'azione della Bce, Nota a sentenza della Corte di Giustizia del 16 giugno 2015, nella causa C-62/14, Gauweiler e altri vs Bce*, 13 gennaio 2016.
- Philips K., *Soldi sporchi. Finanza spericolata, Errori politici e crisi globale*, Garzanti, Milano, 2010;
- Rajan R.G., *Has financial development made the world riskier?*, NBER working paper 11728, Cambridge, 2005;
- Regolamento UE n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013;
- Riolfi, *Le frasi che hanno fatto volare lo spread*, in *Il Sole 24 Ore* del 5 Agosto 2011;
- Roubini N. e Mihm S., *La crisi non è finita*, Feltrinelli Editore, 2010;
- Spaventa L., *Contro gli opposti pessimismi. Per uscire dal declino e della crisi*, Lit Edizioni, 2015;
- Spaventa L., *Una crisi della nuova finanza, in Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano, stabilità o contendibilità?* atti del convegno di studi, Courmayeur, 5 ottobre 2007, Milano 2008b.
- Spaventa L., *Avoiding disorderly deleveraging*, CEPR policy insight 22, London 2008a.
- Villani U., *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, Bari, 2016.

Zingales, *La scommessa di Draghi* e il dovere dei governi, in *Il Sole 24 Ore* del 9 Settembre 2012;

Tizzano A., *OMT e Costituzione tedesca. La Corte di Karlsruhe dà il via libera*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, Rivista online fondata da Alberto Predieri e Antonio Tizzano, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016;

SITOGRAFIA

http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_it.htm

http://michael.bordo.googlepages.com/The_same_old_story.pdf

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7256903.stm>;

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.it.html>

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>

<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>

https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_it

<https://europeancentralbank.wordpress.com/>

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>

<https://www.theguardian.com/business/2009/mar/20/northern-rock-loans-bailout>;

Eurobond: le proposte sul tappeto, Lavoce.info.it

Merli A., *E la Corte tedesca dà il via libera al piano OMT*, 22 giugno 2016

www.ilsole24ore.com

Minenna M., *Anamnesi dell'euro e possibili cure*, su www.almaiura.it

www.borsaitaliana.it

www.borse.it

www.ilsole24ore.com

www.repubblica.it

www.treccani.it