



**Dipartimento di:** Impresa e Management **Cattedra di:** Diritto pubblico dell'economia

Corso di laurea triennale in  
**Economia e Management**

**LA BCE. ORGANIZZAZIONE, SCOPI E FUNZIONE DI  
VIGILANZA**

**Relatore**

**Ch.mo Prof.  
Mirella PELLEGRINI**

**Candidato**

**Andrea MANGIUCCA  
Matr. 218141**

**ANNO ACCADEMICO 2019 - 2020**

## Sommario

Introduzione .....	3
--------------------	---

### CAPITOLO I

#### LA BCE: ORGANI E FUNZIONI

1.1 LA NASCITA DELLA BCE .....	6
1.2 LA COMPOSIZIONE .....	9
1.3 LE FUNZIONI.....	10
1.3.1 CONTROLLO DELLA LIQUIDITÀ.....	15
1.3.2 FUNZIONE DI VIGILANZA PRUDENZIALE SU ENTI CREDITIZI E ALTRE ISTITUZIONI.....	17

### CAPITOLO II

#### LE FUNZIONI DI VIGILANZA DEL SISTEMA CREDITIZIO

<i>Premessa</i> .....	26
2.1 II COORDINAMENTO DELLE AUTORITA' EUROPEE. CENNI.....	28
2.2 L'INTRODUZIONE DEL SINGLE SUPERVISORY MECHANISM.....	30
2.3 L'ESMA: IL CONTROLLO DEI MERCATI FINANZIARI .....	35
2.4 IL CASO BCCI: DALLA FONDAZIONE ALLA CHIUSURA PER INSOLVENZA .....	37

### CAPITOLO III

#### DEBOLEZZE DEL SISTEMA CREDITIZIO E LA POLITICA MONETARIA "NON CONVENZIONALE" ADOTTATA DALLA BCE

3.1 IL RICORSO ALL'ADOZIONE DELLE MISURE NON CONVENZIONALI .....	39
3.2 L'EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ A TASSO FISSO E LA PIENA AGGIUDICAZIONE DEGLI IMPORTI.....	44
3.3 LE MISURE DI URGENZA: INTERVENTI A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA ...	47
3.5 BCE: INTERVENTI STRAORDINARI PER L'EMERGENZA COVID19.....	57
Conclusioni .....	61
Bibliografia.....	64

## *Introduzione*

L'elaborato si propone di delineare le funzioni di vigilanza della Banca centrale Europea, contestualizzandole in seno alle altre svolte e di descrivere come, nei periodi di crisi, tali funzioni tendano ad essere allentate allo scopo di favorire una maggiore elasticità del mercato creditizio.

In quanto autorità di vigilanza bancaria, la BCE svolge altresì un ruolo consultivo nella valutazione dei piani di risoluzione degli enti creditizi.

L'elaborato affronta il tema in tre capitoli, di cui il primo dedicato all'analisi delle funzioni attribuite alla BCE in sede di istituzione. Il capitolo dedica una attenzione articolare anche alla composizione dell'istituto, in particolare viene approfondita la funzione di controllo di liquidità, quella di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e le funzioni consultive.

Il secondo capitolo analizza le funzioni di vigilanza attribuite alla banca e ne descrive l'attuazione che si realizza tramite un complesso coordinamento delle autorità europee. Il capitolo delinea, altresì, le funzioni degli altri organi che in sinergia con la BCE svolgono le funzioni di vigilanza creditizia.

Infine, l'elaborato si conclude con un terzo ed ultimo capitolo dedicato agli interventi della BCE posti in essere al di fuori di quelli 'convenzionali' che hanno rappresentato, nei periodi di crisi economica, un importante strumento per arginarla.

A tale scopo vengono descritti sia gli interventi posti in essere durante la crisi economico finanziaria iniziata nel 2007 sia quelli attualmente in corso.

In particolare, ci si sofferma sull'allentamento delle funzioni di vigilanza attuato allo scopo di consentire maggiore discrezionalità alle banche e sull'iniezione di liquidità nel sistema. Quest'ultima, come si vedrà, raggiunge la sua massima espressione nel ricorso al Quantitative Easing, un'operazione che si concretizza nella creazione di nuova moneta che, nei periodi di crisi economica, serve a

ridurre i tassi di interesse e a consentire un credito a migliori condizioni alle imprese, e ai privati e, con esso, a rilanciare l'economia.

# **LA BCE. ORGANIZZAZIONE, SCOPI E FUNZIONE DI VIGILANZA**

# CAPITOLO I

## LA BCE: ORGANI E FUNZIONI

### 1.1 LA NASCITA DELLA BCE

La Banca Centrale Europea (BCE) è stata istituita con il TUE, Trattato sull'Unione europea (noto anche come Trattato di Maastricht, siglato il 7 febbraio 1992), il 1° giugno 1998. A delinearne la struttura e le funzioni operative è intervenuto oltre al TUE, anche lo 'Statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea'. Il TUE ha provveduto anche ad istituire il SEBC, Sistema Europeo delle Banche Centrali il cui obiettivo "è il mantenimento della stabilità dei prezzi", e di sostenere "le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del trattato"<sup>1</sup>, tra cui la politica monetaria.

Il principio che guida il SEBC è l'economia di mercato aperta e di libera concorrenza, "favorendo una efficace allocazione delle risorse".

Al SEBC viene anche chiesto di contribuire alla "buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario".

In base all'art.105 TUE, i compiti fondamentali da assolvere tramite il SEBC sono i seguenti:

- *definire e attuare la politica monetaria della Comunità;*
- *svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 109;*
- *detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri;*
- *promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.*

---

<sup>1</sup> Art.127, par. 1 TUE.

La piena funzionalità della BCE è iniziata il 1° gennaio 1999, allorquando tutte le funzioni di politica monetaria e del tasso di cambio delle allora undici banche centrali nazionali sono state trasferite alla BCE. A partire da quella data le banche centrali (BCN) di 11 Stati membri dell'Unione Europea hanno trasferito la competenza sulla politica monetaria nazionale alla BCE dando vita all'area dell'euro o zona euro (anche nota come "eurozona"). Nella stessa data sono stati sanciti irrevocabilmente i tassi di conversione delle monete nazionali rispetto all'euro<sup>2</sup>. Ai sensi del diritto pubblico internazionale, la Banca Centrale Europea ha propria personalità giuridica autonoma.

I modelli di Banca Centrale osservabili nel periodo postbellico sono due: quello anglo-francese e quello tedesco.

Tali modelli si differenziano, sostanzialmente, per due aspetti<sup>3</sup>:

- gli obiettivi che la banca centrale si impegna a perseguire;
- gli aspetti istituzionali legati al suo funzionamento.

Il *modello tedesco* si pone l'obiettivo della stabilità dei prezzi come primario, mentre, quello anglo-francese, risulta essere più versatile, prevedendo più obiettivi, tra cui, i principali risultano la stabilizzazione del ciclo economico e il mantenimento di un livello occupazionale elevato.

Inoltre, mentre il *modello anglo-francese* prevede la subordinazione delle decisioni di politica monetaria assunte dalla banca centrale soggette all'approvazione dei governi, il modello tedesco ritiene come principio cardine quello dell'indipendenza politica della banca centrale<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Gli Stati che vi hanno aderito sono: Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna.

<sup>3</sup> Debelle, G. (1993). *Central bank independence: A free lunch?* Mimeo, Department of Economics, MIT, Cambridge (MA), p.11.

<sup>4</sup> De Grauwe, P., (2013), *Economia dell'unione monetaria*, Bologna, Il Mulino, p.67.

Storicamente, il sopravvento delle scuole di pensiero economico anti-keynesiane, avvenuto negli anni '70 avevano indicato nel controllo dei prezzi l'unico scopo della politica monetaria, *“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”*<sup>5</sup>.

Una volta adottato tale scopo come primario, l'indipendenza politica della Banca centrale diviene condizione necessaria per raggiungerlo.

Nella redazione del Rapporto DELORS<sup>6</sup> che anticipò la nascita della BCE, nel delineare lo scopo del controllo dell'inflazione si impose, infatti, l'adozione del modello della *Bundesbank*, la banca federale tedesca.

Tale scelta ebbe anche una motivazione di natura politica.

La Germania, infatti, forzò l'adozione di tale modello per non sopportare il rischio, una volta entrata nell'area euro, di dovere farsi carico di un'inflazione maggiore di quella già presente (una delle condizioni all'entrata dei tedeschi nell'Unione Economica e Monetaria fu, appunto, che la stabilità dei prezzi divenisse obiettivo primario).

Nei fatti, si osserva, che la BCE risulta ancora più indipendente, politicamente, della *Bundesbank*, infatti, mentre gli statuti di quest'ultima sono modificabili dal parlamento tedesco con ricorso ad una maggioranza semplice, lo statuto della Banca europea risulta notevolmente più complicato, poiché lo consente solo

---

<sup>5</sup> De Grauwe, P., *Economia dell'unione monetaria*, cit., p.89.

<sup>6</sup> Jacques Delors è il nome del dall'allora Presidente della Commissione, che rappresenta il vero punto di svolta nel processo di integrazione economica e monetaria in Europa.

tramite una revisione del Trattato di Maastricht, che necessita dell'unanimità dei paesi membri<sup>7</sup>.

## 1.2 LA COMPOSIZIONE

Le strutture di 'governo' della BCE sono il *Consiglio direttivo* e il *Comitato esecutivo*.

Il Consiglio direttivo è composto da membri del comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro<sup>8</sup>.

Il Consiglio direttivo è l'organo decisionale dell'Eurosistema, formulando la politica monetaria dell'Unione, decidendone gli obiettivi monetari intermedi, i tassi di interesse guida e l'offerta di riserve del Sistema Europeo delle Banche centrali (SEBC)<sup>9</sup>.

Il Comitato esecutivo è, invece, composto da un presidente, un vicepresidente e quattro altri membri nominati dal Consiglio europeo. La scelta ricade tra persone che godono di una riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario<sup>10</sup>.

Il Comitato esecutivo è chiamato ad attuare la politica monetaria decisa dal Consiglio direttivo. Nell'attendere a tale funzione, dunque, non può agire discrezionalmente dovendosi attenere alle decisioni ed agli indirizzi stabiliti.

Il Comitato prepara, inoltre, le riunioni periodiche del Consiglio direttivo, provvedendo ad elaborare i quadri di riferimento economico su cui vigilare.

---

<sup>7</sup> Includendovi quelli non appartenenti all'unione monetaria.

<sup>8</sup> Ai sensi dell'art. 10 del Protocollo n.4, conformemente all'art. 283, paragrafo 1 TFUE.

<sup>9</sup> Art. 12 del Protocollo n.4.

<sup>10</sup> Art.11, Protocollo n.4.

Oltre a tali due organi, è previsto anche un *Comitato economico e finanziario* avente compiti consultivi (oltre a compiti minori indicati dall'art.134, par.2, TFUE) ed un *Consiglio generale* della BCE, che è stato istituito dal Protocollo sullo Statuto del SEBC e della BCE, come terzo organo decisionale della BCE.

Il Consiglio generale, si compone del Presidente e del Vicepresidente della BCE, coadiuvati dai governatori delle Banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione.

Il Consiglio generale si occupa di funzioni consultive, nonché del coordinamento della BCE.

Nella loro operatività, il sistema si avvale di unità operative che si suddividono in Divisioni, Direzioni e Direzioni generali, poste sotto la responsabilità dei singoli membri del Comitato esecutivo.

### **1.3 LE FUNZIONI**

La collocazione della BCE in ambito istituzionale europeo discende da una complessa attribuzione di funzioni sia all'ente che ai singoli organi che lo compongono.

Nello specifico, il ruolo principale, relativamente alle scelte di politica economica, è stato attribuito al Consiglio e alla Commissione Europea, tuttavia, in materia monetaria, poteri pressoché esclusivi sono stati assegnati alle cosiddette autorità monetarie: il Sistema europeo di banche centrali, SEBC, e la Banca Centrale Europea, BCE.

Per risalire alle attribuzioni funzionali della BCE, soccorre, in *primis*, l'art. 13 del TUE che stabilisce che:

*“L'Unione dispone di un quadro istituzionale che mira a promuoverne i valori, perseguirne gli obiettivi, servire i suoi interessi, quelli dei suoi cittadini e quelli degli Stati*

*membri, garantire la coerenza, l'efficacia e la continuità delle sue politiche e delle sue azioni. Le istituzioni dell'Unione sono:*

- il Parlamento europeo,*
- il Consiglio europeo,*
- il Consiglio,*
- la Commissione europea (in appresso «Commissione»),*
- la Corte di giustizia dell'Unione europea,*
- la Banca centrale europea,*
- la Corte dei conti.*

*2. Ciascuna istituzione agisce nei limiti delle attribuzioni che le sono conferite dai trattati, secondo le procedure, condizioni e finalità da essi previste. Le istituzioni attuano tra loro una leale cooperazione.*

*3. Le disposizioni relative alla Banca centrale europea e alla Corte dei conti figurano, insieme a disposizioni dettagliate sulle altre istituzioni, nel trattato sul funzionamento dell'Unione europea.*

*4. Il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione sono assistiti da un Comitato economico e sociale e da un Comitato delle regioni, che esercitano funzioni consultive.”<sup>11</sup>*

L'art.13 TUE<sup>12</sup> ne stabilisce le competenze mentre, le funzioni ed i poteri della BCE sono disciplinati sia dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)<sup>13</sup> che dallo Statuto, contenuto nel Protocollo n.4.

Si badi che, da un punto di vista giuridico, la Comunità europea si avvale di due autorità monetarie: il SEBC (Sistema Europeo di Banche Centrali) e la BCE (Banca Centrale Europea), tuttavia, il SEBC non è un organo dotato di autonomia, in quanto composto dalla BCE e dalle Banche centrali nazionali, pertanto la sola

---

<sup>11</sup> Art. 13 T.U.E.

<sup>12</sup> Il Trattato dell'Unione Europea, cui si riferisce l'acronimo, venne siglato il 7 marzo 1992 a Maastricht, in Olanda, dando vita all'Unione Monetaria.

<sup>13</sup> In particolare, dall'art. 282, par. 3 del TFUE.

BCE risulta investita di personalità giuridica che le conferisce indipendenza decisionale.

Essa è, inoltre, ente emittente, in quanto, ai sensi dell'art.128 TFUE: *'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'*.<sup>14</sup>

Per quanto attiene alla funzione relativa all'attuazione della politica monetaria dell'Unione essa è rilevabile dall'art.2 del Protocollo n.4 citato, in cui si legge, tra l'altro, che: *Conformemente agli articoli 127, paragrafo 1 e 282, paragrafo 2 (TFUE), l'obiettivo principale è il mantenimento della stabilità dei prezzi.*

La generica funzione monetaria attribuita alla BCE si compone, dunque, di varie sottofunzioni tra cui quella di 'definire' ed attuare la politica monetaria dell'UE, detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri e svolgere le operazioni sui cambi.

Tali funzioni assumono delle connotazioni tecniche che possono essere riassunte, come di seguito<sup>15</sup>:

- emettere banconote nell'area dell'euro;
- effettuare operazioni sui cambi, nonché detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi aderenti all'area dell'euro;
- definire e attuare la politica monetaria per l'area dell'euro;
- promuovere l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento.

---

<sup>14</sup> Il TFUE risale al trattato sulla fondazione della Comunità Economica Europea, stipulato a Roma nel 1957.

<sup>15</sup>Villani, U., (2012), *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, Bari, p.111.

- raccogliere le necessarie informazioni statistiche dalle autorità nazionali o direttamente dagli operatori economici (fra cui ad esempio le istituzioni finanziarie);
- promuovere un regolare scambio di informazioni fra il SEBC e le autorità di vigilanza.
- esaminare l'evoluzione del settore bancario e finanziario.

In seno all'espletamento di tali funzioni, il principale obiettivo che l'Eurosistema si è dato è quello di assicurare la 'stabilità dei prezzi' all'interno dell'area euro allo scopo di preservare il potere d'acquisto della valuta europea e di rendere la sua economia competitiva.

In tal senso, la BCE assume una posizione neutrale e non contribuisce allo sviluppo economico, come tassativamente previsto dal il tenore dell'art.21 del Protocollo, in cui si stabilisce che: *'Conformemente all'articolo 123 TFUE, è vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o da parte delle banche centrali nazionali, a istituzioni, organi o organismi dell'Unione, amministrazioni statali [...] così come l'acquisto diretto presso gli Stati membri di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali'*.

La misura citata ha un'importanza determinante in merito alla identificazione della natura degli interventi che la BCE è chiamata ad effettuare. Se ne evince, infatti, una funzione di mera assicuratrice di equilibri monetari, piuttosto che di sostegno o di finanziamento, ciò in coerenza con l'obiettivo di creare una vera competitività economico-finanziaria. La BCE, dunque, è stata investita di funzioni riequilibratrici e non miranti alla forzatura di tali equilibri verso livelli desiderati. In considerazione delle funzioni citate, alla BCE è stata conferita un'ampia autonomia, rafforzata dall'assoluto divieto di condizionamento (o pressione) da parte delle istituzioni<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> L'art. 7 del Protocollo n.4: *"Conformemente all'art.130 TFUE, nell'esercizio dei poteri e dell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dal presente statuto, né la BCE, né*

Oltre a quelle descritte, la BCE svolge limitate funzioni consultive nelle materie ad essa attribuite ed ha rilevanti poteri normativi.

L'art.34 del Protocollo n.4 citato, in conformità all'art.132 TFUE, stabilisce che la BCE può emanare regolamenti, decisioni, raccomandazioni e pareri inerenti all'assolvimento dei compiti assegnati al SEBC, in questa occasione si evidenzia con pienezza il suo carattere autonomo, trattandosi di atti normativi adottati al di fuori di qualsiasi controllo o partecipazione di istituzioni politiche.

Come anticipato, alla BCE sono state assegnate anche funzioni di mera natura consultiva, disciplinate dall'art.4 del Protocollo n.4 che stabilisce che: *'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'*<sup>17</sup>.

A livello internazionale, la BCE è rappresentata presso il Fondo monetario internazionale (FMI), nonché presso l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE).

Lo scopo di tale forma di partecipazione è unicamente legato allo scambio di reciproche informazioni di natura economica tese a favorire il corretto espletamento delle proprie funzioni.

La BCE ha anche un rapporto di reciproca collaborazione con il Consiglio UE.

Il Presidente del Consiglio dell'UE, pur privo del diritto di voto può, infatti, partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo e a quelle del Consiglio generale della BCE. Egli può, inoltre, sottoporre una mozione al giudizio del Consiglio direttivo.

---

*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 organi-smi 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».*

<sup>17</sup> In aderenza all'art.127, paragrafo 4 TFUE

Da canto suo, il Presidente della BCE partecipa sia alle riunioni del Consiglio UE aventi ad oggetto questioni inerenti ai compiti del SEBC, sia alle riunioni ufficiali e informali del Consiglio Ecofin<sup>18</sup> (vi partecipano anche i governatori delle banche centrali nazionali), nonché alle sedute dell'Eurogruppo costituito dai ministri economici e finanziari dei Paesi dell'area dell'euro.

La Banca Centrale Europea insieme alle banche centrali dei paesi dell'UE sono, infine, rappresentate nel Comitato economico e finanziario, organo consultivo della Comunità, che si occupa di questioni relative alle politiche economiche dell'Unione europea.

Per quanto riguarda il capitale della BCE, esso non proviene dalla Comunità Europea essendo il risultato di una sottoscrizione e di versamenti derivati direttamente dalle banche centrali nazionali. Il calcolo della proporzione di sottoscrizione di ogni singola Banca Centrale si determina misurando la quota relativa dello Stato di appartenenza sul PIL europeo, nonché valutando il peso della popolazione nazionale sul totale dell'Unione.

Nel prosieguo verranno analizzate le singole macrofunzioni descritte.

### **1.3.1 CONTROLLO DELLA LIQUIDITÀ**

La funzione principale della BCE è quella di garantire la 'stabilità dei prezzi' che si considera realizzata se si registra un aumento degli stessi inferiore al 2% annuo. Tecnicamente, l'andamento dei prezzi non può essere controllato nel breve periodo dalla politica monetaria, visto che essa si afferma solo a distanza di tempo. A tale considerazione deve aggiungersi che, nel breve periodo tale

---

<sup>18</sup> Che si compone dei ministri economici e finanziari dell'UE

andamento subisce l'influenza anche di altri fattori, quali le oscillazioni dei corsi delle materie prime o le variazioni delle aliquote delle imposte indirette. Per tali ragioni, l'obiettivo della BCE non può che essere quello di mantenere un livello dei prezzi stabile, dandosi un orizzonte di riferimento di medio periodo<sup>19</sup>.

Per il raggiungimento di tale obiettivo la BCE si è dotata di alcuni strumenti che le consentano tali traguardi e che si traducono nel controllo dell'offerta di moneta nell'Unione Monetaria<sup>20</sup>:

Le *operazioni di rifinanziamento principali* alle BCN, effettuate con frequenza settimanale e che hanno una scadenza della restituzione a due settimane. Esse servono a fornire la liquidità necessaria al sistema bancario ed indicano il generale orientamento della politica monetaria.

Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* che mirano al medesimo obiettivo delle precedenti, ma hanno frequenza mensile e scadenza restituzione a tre mesi.

Le *operazioni di fine tuning*, che vengono adottate al fine di regolare la liquidità del mercato, pilotando l'evoluzione dei tassi d'interesse. Il fine principale di tali operazioni è quello di attenuare gli effetti prodotti sui tassi d'interesse da variazioni inattese e non desiderate della liquidità del mercato.

Altro strumento a disposizione della BCE è dato dall'imposizione di un *obbligo di riserva* alle istituzioni creditizie, stabilizzando la domanda di base monetaria. Ciascun istituto di credito ordinario è tenuto, infatti, a mantenere su un conto di deposito presso l'Eurosistema una riserva pari a una determinata percentuale dei depositi ricevuti dalla clientela<sup>21</sup> e regolandone l'entità si riesce a controllare l'offerta di moneta.

---

<sup>19</sup> Le fluttuazioni stagionali e altri effetti a brevissimo termine non dovrebbero essere considerati indicativi di uno scostamento da tale obiettivo

<sup>20</sup> Villani U., (2012), *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, op. cit., p.113.

<sup>21</sup> Ciò contribuisce a i tassi d'interesse del mercato monetario.

La BCE dispone anche di due tipologie di operazioni che sono attivabili su *iniziativa delle controparti* e che hanno lo scopo di immettere o assorbire *liquidità overnight* (con scadenza a 24 ore). I tassi d'interesse applicati a questi due tipi di operazioni generano un "corridoio" entro cui possono oscillare i tassi d'interesse *overnight* del mercato<sup>22</sup>.

Esistono, in tale ottica, sia le *operazioni di rifinanziamento marginale* attraverso cui si consente alle controparti (istituzioni finanziarie in genere, tra cui le banche) di ottenere dall'Eurosistema liquidità *overnight* a fronte di una garanzia sia le *operazioni di deposito* presso la Banca centrale che consentono alle controparti di effettuare depositi *overnight*.

L'insieme di strumenti appena definiti vengono adottati dalla BCE unicamente con il fine di regolare l'offerta di moneta finalizzandola al controllo dell'inflazione.

### **1.3.2 FUNZIONE DI VIGILANZA PRUDENZIALE SU ENTI CREDITIZI E ALTRE ISTITUZIONI**

Tra le funzioni della BCE rientra l'osservazione del *trend* di indici vari relativi ai settori bancari dell'area euro e dell'UE, nonché in ambiti finanziari ritenuti in grado di impattare sugli equilibri finanziari dei Paesi membri.

Tale funzione è diretta all'individuazione degli elementi di vulnerabilità che espongono a rischio il sistema. L'assolvimento della funzione descritta si realizza con la collaborazione delle altre banche centrali dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC).

---

<sup>22</sup> Il tasso *overnight* è il tasso al quale le banche prestano denaro per la durata massima di 24 ore attraverso depositi *overnight*. Le banche che hanno eccedenza di denaro fanno questo prestito alle altre banche che hanno necessità di liquidità.

L'emersione nel sistema di rischi potenziali di natura 'sistemica' comporta l'intervento della BCE che può realizzarsi ricorrendo a politiche macroprudenziali che hanno il fine della stabilizzazione e della salvaguardia della 'stabilità finanziaria'.

Per stabilità finanziaria si intende la condizione per cui il sistema finanziario, inerente intermediari, mercati e infrastrutture, è in grado di resistere agli shock e all'improvvisa correzione degli squilibri finanziari<sup>23</sup>.

Tale condizione riduce l'eventualità che il processo di intermediazione finanziaria subisca turbative di gravità tale da esercitare un impatto avverso sull'attività economica reale.

In tale ottica, le funzioni di vigilanza impediscono l'accumulo di rischi, riconducibili a fattori esterni o a carenze di mercato, al fine di mitigare le variazioni del ciclo finanziario (dimensione temporale).

Tali funzioni, inoltre, limitano gli effetti di contagio (monitorando la cosiddetta dimensione trasversale).

Infine, esse favoriscono una prospettiva sistemica nella regolamentazione finanziaria per trasmettere la giusta combinazione di incentivi agli operatori di mercato (attuando la dimensione strutturale).

### **1.3.3 FUNZIONE CONSULTIVA, ATTRAVERSO PARERI SU QUESTIONI DI SUA COMPETENZA**

Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea attribuisce alla BCE una funzione consultiva avente ad oggetto proposte di atti dell'Unione e progetti di disposizioni legislative che rientrano nei suoi ambiti di competenza.

---

<sup>23</sup> Papadia F., Santini C. (2012), *La Banca Centrale Europea*, ed. 6, Il Mulino, Bologna, p.78.

L'articolo 127, paragrafo 4, del Trattato<sup>24</sup>, costituisce il fondamento giuridico della funzione consultiva della BCE mentre, la Decisione 98/415/CE<sup>25</sup> del Consiglio, del 29 giugno 1998, relativa alla consultazione della BCE da parte delle autorità nazionali sui progetti di disposizioni legislative<sup>26</sup>, rappresenta il quadro giuridico per la consultazione della Banca da parte delle sole autorità nazionali<sup>27</sup>. In merito a tali ultimi aspetti, l'obbligo di consultazione non è limitato ai progetti di disposizioni legislative destinate ad essere adottate da un Parlamento, in quanto la Decisione 98/415/CE fa riferimento a tutti i tipi di provvedimenti giuridicamente vincolanti, compresa la normativa secondaria (considerati gli obiettivi della Decisione 98/415/CE, il parere della BCE su detti progetti di normativa secondaria dovrebbe essere richiesto solo se la materia in oggetto è strettamente correlata ai compiti della BCE e se l'impatto su settori che rientrano negli ambiti di competenza della BCE è diverso da quello risultante dalla normativa primaria)<sup>28</sup>. L'inottemperanza all'obbligo di consultare la BCE su progetti di disposizioni legislative rientranti negli ambiti di competenza della

---

<sup>24</sup> Riprodotto nell'articolo 4 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (lo 'Statuto del SEBC')

<sup>25</sup> La Decisione 98/415/CE è strutturata in termini relativamente generici e, per assicurarne la piena applicabilità, le autorità nazionali necessitano di comprendere approfonditamente: (a) i suoi obiettivi; (b) la portata dell'obbligo di consultazione; (c) la procedura da seguire; e (d) i potenziali effetti dell'inadempimento dell'obbligo di consultazione sulla legittimità della normativa in questione

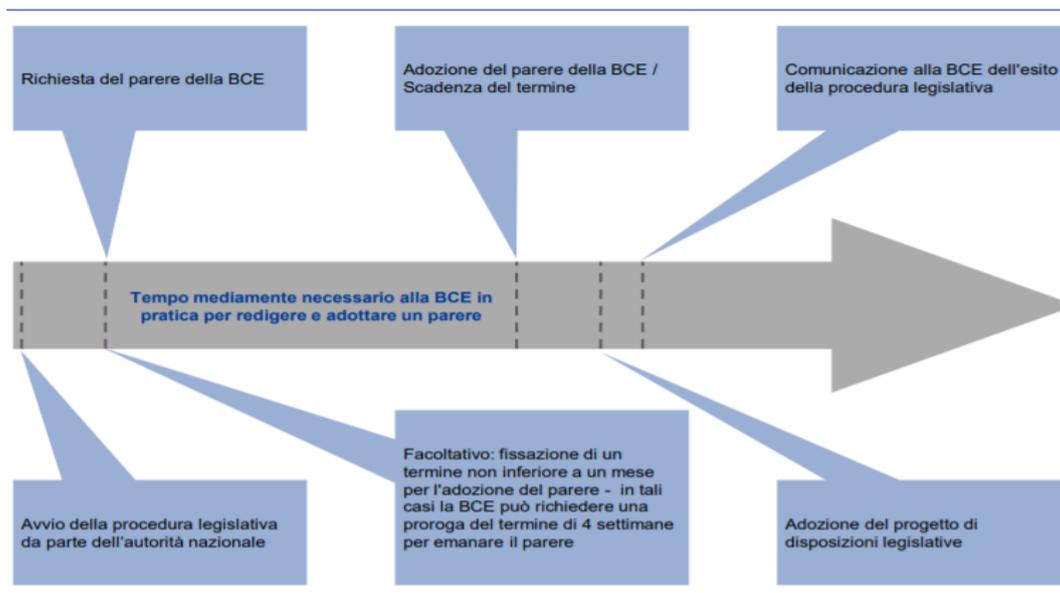
<sup>26</sup> Articolo 1, paragrafo 1, della Decisione 98/415/EC: '1. *Ai fini della presente decisione: (...) per 'progetto di disposizioni legislative' si intende qualsiasi progetto di disciplina di carattere obbligatorio, applicabile in modo generale sul territorio di uno Stato membro, che stabilisce norme per un numero indeterminato di casi ed interessi un numero indeterminato di persone fisiche o giuridiche.*

<sup>27</sup> La Banca centrale europea viene consultata: in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione che rientri nelle sue competenze, dalle autorità nazionali, sui progetti di disposizioni legislative che rientrino nelle sue competenze, ma entro i limiti e alle condizioni stabiliti dal Consiglio, secondo la procedura di cui all'articolo 129, paragrafo 4.' La BCE può formulare pareri da sottoporre alle istituzioni o agli organi comunitari competenti o alle autorità nazionali su questioni che rientrano nelle sue competenze.

<sup>28</sup> BCE, Eurosistema (2015), *Guida alla consultazione della Banca centrale europea da parte delle autorità nazionali sui progetti di disposizioni legislative*, cit., p.11

BCE rappresenta una violazione della Decisione 98/415/CE e può portare ad avviare un procedimento per infrazione innanzi alla Corte.

Relativamente alla procedura di consultazione su progetti di disposizioni legislative, la figura che segue riassume i possibili iter.



Fonte: BCE

Per ciò che attiene alla forma da adottare nella richiesta di pareri, relativamente ad un progetto di disposizioni legislative, lo schema seguente ne riassume gli aspetti salienti.

Richiesti	Raccomandati	Facoltativi
<p><b>Richiesta scritta di un parere</b> al Presidente della BCE.</p> <p>Copia del <b>progetto di disposizioni legislative</b></p>	<p>Breve <b>relazione esplicativa</b> che definisce: l'oggetto e i principali obiettivi della normativa; la fase della procedura legislativa nazionale; e i dati di una persona di riferimento.</p> <p>Se il progetto di legge nazionale è lungo o complesso, un'indicazione delle <b>disposizioni</b> sulle quali viene specificamente richiesto il parere della BCE.</p> <p>In caso di richiesta di estrema urgenza, è consigliato fornire una <b>traduzione in lingua inglese</b> della relazione esplicativa e delle principali disposizioni legislative costituenti oggetto della consultazione.</p>	<p>Indicazione del <b>termine</b> entro cui la BCE deve emanare il proprio parere.</p>

Fonte BCE

La Decisione citata si applica a tutti i Paesi membri ed appare interessante notare come, fino al 2004 tale protocollo ha portato la BCE ad emanare circa 30 pareri all'anno in risposta a consultazioni da parte delle autorità nazionali mentre, dal 2004, e in conseguenza delle successive turbolenze sui mercati finanziari e dell'aumento dei Paesi membri, il numero di pareri è cresciuto in modo significativo, raggiungendo il numero di 98 pareri nel 2015<sup>29</sup>. Ciò evidenzia che le procedure di consultazione sono sempre più cresciute affermando il loro rilievo in relazione a esigenze concrete di stabilità.

Nel contesto descritto, i pareri della BCE hanno inoltre contribuito ad assicurare la coerenza delle misure adottate nell'Unione.

Oltre all'articolo 127 citato, anche l'articolo 282, paragrafo 5, del Trattato rappresenta un riferimento per la disciplina delle funzioni di vigilanza della BCE, prevedendo che: *'Nei settori che rientrano nelle sue attribuzioni, la Banca centrale europea è consultata su ogni progetto di atto dell'Unione e su ogni progetto di atto normativo a livello nazionale, e può formulare pareri.'*

Nella sentenza OLAF, la Corte di giustizia dell'Unione europea, CGUE, ha chiarito gli obiettivi dell'articolo 127, paragrafo 4, del Trattato per quanto attiene alla previsione dell'obbligo di consultare la BCE su ogni proposta di atto dell'Unione in un ambito che rientra nelle sue competenze.

La sentenza citata, infatti, stabilisce che, esso è volto *'ad assicurare che l'autore di tale atto proceda alla sua adozione solo dopo aver consultato l'organismo che, per le attribuzioni specifiche che esercita nel contesto comunitario nell'ambito considerato e per l'elevato grado di competenza di cui gode, è particolarmente in grado di contribuire utilmente al previsto processo di adozione'*<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> BCE, Eurosistema (2015), *Guida alla consultazione della Banca centrale europea da parte delle autorità nazionali sui progetti di disposizioni legislative*, cit., p.4.

<sup>30</sup> Causa C-11/00, Commissione delle Comunità europee contro Banca Centrale Europea, EU:C:2003:395

Si tratta di una decisione che prevede non solo l'obbligo delle istituzioni europee di consultare la BCE su ogni proposta di atto ma vi aggiunge anche quello degli Stati membri.

La Decisione 98/415/CE assume, con tale sentenza, la configurazione di strumento atto a consentire alla BCE di fornire alle autorità legislative nazionali, una consulenza specialistica su progetti di disposizioni legislative che rientrano nella sua competenza. In tal modo si giunge ad assicurare che il quadro normativo nazionale sia compatibile con l'intero quadro normativo europeo (Eurosistema, BCE e SEBC). Inoltre, si assicura che tramite la consulenza in oggetto si realizzino gli obiettivi perseguiti dalla BCE e dal SEBC.

Alla luce della sentenza, la corretta interpretazione della Decisione 98/415/CE è di un sistema preventivo di incompatibilità ed incoerenze normative e ciò postula che la consultazione, debba avvenire quando la normativa è in fase di elaborazione.

I pareri della BCE non sono vincolanti, così come quelli delle altre istituzioni dell'Unione, tuttavia, il sistema previsto dalla Decisione 98/415/CE è volto ad assicurare che la normativa nazionale sia adottata solo dopo l'espressione dell'Istituto centrale europeo<sup>31</sup>. Infine, l'obbligo di consultare la BCE contribuisce a rafforzare la comunicazione esterna della BCE nei confronti del pubblico e dei mercati. All'uopo, i pareri formulati in risposta a consultazioni da parte di autorità nazionali sono di norma pubblicati sul sito della BCE subito dopo la loro adozione e successiva trasmissione alle autorità che hanno promosso la consultazione.

In merito ai soggetti tenuti a consultare la BCE, l'articolo 2, paragrafi 1 e 2, della Decisione 98/415/CE prevede che: *1. Le autorità degli Stati membri consultano*

---

<sup>31</sup> Il sistema si è dimostrato efficiente e i legislatori nazionali hanno generalmente convenuto di modificare o addirittura ritirare i progetti di disposizioni legislative piuttosto che adottare un testo normativo in conflitto con la posizione espressa dalla BCE.

la BCE su ogni progetto di disposizioni legislative che rientri nelle sue competenze ai sensi del trattato (...). 2. Inoltre, le autorità degli Stati membri non partecipanti consultano la BCE in merito a qualunque progetto di disposizioni legislative riguardanti gli strumenti di politica monetaria.'

Il par.1 dell'art.2 della Decisione elenca gli ambiti di competenza le questioni monetarie<sup>32</sup>:

- i mezzi di pagamento;
- le banche centrali nazionali;
- la raccolta, la compilazione e la distribuzione delle statistiche monetarie, finanziarie, bancarie e sulla bilancia dei pagamenti;
- i sistemi di pagamento e di regolamento;
- le norme applicabili agli istituti finanziari nella misura in cui esse influenzano la stabilità di tali istituti e dei mercati finanziari.'

L'articolo 3, paragrafo 1, della Decisione 98/415/CE chiarisce che le autorità degli Stati membri sono quelle *'che elaborano un progetto di disposizioni legislative'*. Inoltre, dall'articolo 4 si evince che l'autorità che procede alla consultazione può essere differente non solo da quella *'che deve approvare il provvedimento'*, ma anche dall'*'autorità che elabora il progetto di disposizione legislativa'*.

Nella pratica, la BCE viene consultata da un'ampia gamma di autorità. In seno ai provvedimenti legislativi, essa viene spesso consultata dal ministero competente a predisporre il progetto che rientra nella competenza della banca.

Laddove l'iniziativa legislativa è assunta da un membro del Parlamento nazionale l'obbligo di consultazione compete al Parlamento.

Per quanto riguarda i provvedimenti normativi adottati con una diversa procedura, la BCE viene consultata dall'autorità competente ad adottare il

---

<sup>32</sup> BCE, *Guida alla consultazione della Banca centrale europea da parte delle autorità nazionali sui progetti di disposizioni legislative*, cit., pp.11-12.

provvedimento in questione, per esempio, da un membro del governo nazionale o da una BCN dotata di poteri normativi. Infine, anche le Banche Centrali nazionali, le Autorità garanti della concorrenza, le Autorità antiriciclaggio e specifici organismi come Comitati nazionali per la transizione all'euro<sup>33</sup> sono autorizzati alla consultazione in oggetto<sup>34</sup>.

In tali casi, la BCE è tenuta a verificare se tali autorità agiscano per conto di quella che elabora o deve approvare il provvedimento.

Tra i pareri maggiormente richiesti alla BCE emergono quelli relativi alle questioni monetarie e ai mezzi di pagamento. In particolare, vengono richiesti pareri nei progetti normativi aventi ad oggetto misure per l'emissione di monete commemorative, diritti d'autore per le banconote e le monete, prevenzione della contraffazione, denominazioni, specifiche tecniche, riciclaggio, controllo dell'autenticità e idoneità di banconote e monete, restrizioni ai pagamenti in contanti ed emissione di moneta elettronica.

Un ulteriore ambito in cui vengono richieste consulenze riguarda progetti di disposizioni legislative relative alle Banche Centrali Nazionali.

In particolare, vengono chieste consulenze aventi ad oggetto di disposizioni legislative che incidono sullo status degli istituti nazionali, dei loro membri ed organi decisionali<sup>35</sup>. Infine, la BCE è stata consultata su vari progetti di disposizioni legislative con potenziale impatto sulla libera circolazione dei capitali, sulle politiche di cambio (ad esempio la tassazione delle operazioni finanziarie ecc.) e su altri progetti di disposizioni legislative di rilevanza economica.

---

<sup>33</sup> Comitati di changeover.

<sup>34</sup> BCE, Eurosistema (2015), *Guida alla consultazione della Banca centrale europea da parte delle autorità nazionali sui progetti di disposizioni legislative*, cit., p.9

<sup>35</sup> In particolare, si chiedono consulenze aventi ad oggetto l'assicurazione dell'indipendenza delle Banche Centrali.

L'articolo 5 dello Statuto del SEBC e l'articolo 4 del Regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio, aventi ad oggetto la raccolta di informazioni statistiche da parte della BCE prevede che gli Stati membri cooperino con il SEBC al fine di garantire l'adempimento di tali obblighi. Pertanto, la BCE ha tra i suoi fini anche quello di raccogliere tali dati che possono essere utilizzati successivamente per formulare le consultazioni richieste.

## CAPITOLO II

### LE FUNZIONI DI VIGILANZA DEL SISTEMA CREDITIZIO

#### *Premessa*

Come anticipato, tra le funzioni di cui è investita la BCE, prevale quella di vigilanza del sistema creditizio. Il quadro attuale mostra le banche operative nei Paesi dell'area Euro essere assoggettate al Meccanismo Unico di Vigilanza (MVU) o SSM, il sistema europeo di vigilanza bancaria rimesso alla BCE e alle autorità di vigilanza nazionali dei paesi partecipanti.

Sintetizzando, le principali finalità del MVU sono<sup>36</sup>:

- salvaguardare la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo;
- accrescere l'integrazione e la stabilità finanziaria;
- assicurare una vigilanza coerente.

Il MVU opera dettando le regole deputate a far sì che il sistema creditizio operi secondo canoni prudenziali.

Il MVU distingue tra banche "of significant relevance", ovvero quelle che superano dimensioni prestabilite e che sono assoggettate alla vigilanza della BCE, e le banche "less significant", che non le superano e sono, quindi, sotto la vigilanza delle autorità nazionali. Al meccanismo di vigilanza unico cui è affidato il compito di garantire che il sistema funzioni in maniera uniforme e coerente evitando, così, frammentazioni del mercato dei servizi finanziari dell'UE<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> Annunziata F., (2014), *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, p.117.

<sup>37</sup> Al MVU aderiscono sia Paesi dell'area Euro sia altri Paesi membri che hanno deciso di partecipare.

La BCE è l'unica responsabile dell'efficienza del meccanismo di vigilanza, ciò anche a seguito della riforma intervenuta nel 2014 e volta al riassetto della vigilanza bancaria, ritenuta, fino ad allora, eccessivamente frammentata.

I compiti affidati alla BCE possono essere suddivisi in due categorie: *microprudenziali*, volti a garantire l'osservanza dei requisiti regolamentari e prudenziali, e *macroprudenziali*, destinati all'efficientamento della collaborazione esistente tra le diverse autorità di vigilanza. Per quanto riguarda le competenze esclusive o concorrenti tra BCE e autorità nazionali, esse vengono disciplinate dal Regolamento n.1024/2013.

In particolare, le competenze esclusive della BCE sono stabilite nell'art. 5 del Regolamento il quale prevede il rilascio e la revoca dell'autorizzazione agli enti creditizi, l'assicurazione del rispetto dei requisiti prudenziali propri degli enti creditizi in materia di fondi, la cartolarizzazione e l'informativa al pubblico delle informazioni rilevanti, l'effettuazione di valutazioni prudenziali in coordinamento con l'ABE<sup>38</sup> per la verifica della solidità e copertura dei rischi degli enti, l'esercizio della vigilanza consolidata sulle attività più importanti degli enti creditizi.

Le materie concorrenti, invece, riguardano i compiti di ordinaria vigilanza, tra cui l'organizzazione, la remunerazione e la concentrazione di rischi e liquidità.

Oltre al MVU, la sostenibilità del mercato unico europeo risiede anche nel meccanismo di risoluzione unico (SRM), introdotto con il Regolamento 806/2014, che impiega mezzi e strumenti destinati al risanamento o alla risoluzione degli organismi che operano nel mercato creditizio e di investimento della zona Euro.

Il Regolamento istitutivo del SRM ha introdotto il Fondo unico di risoluzione bancaria (SRF) che serve a finanziare gli obiettivi perseguiti dal meccanismo. Un

---

<sup>38</sup> L'ABE è un'agenzia dell'UE incaricata di attuare un **corpus di norme standard** per regolamentare e vigilare sul settore bancario in tutti i paesi dell'UE. Il suo obiettivo è creare un mercato unico dei prodotti bancari dell'UE efficiente, trasparente e stabile.

ulteriore meccanismo creato per sostenere gli istituti di credito europei è il Sistema di garanzia dei depositi (DGS).

Tale fondo è stato introdotto nel 1994 per essere riformato nel 2008 e, successivamente, nel 2014, quando è stata varata la misura assicurativa sui depositi fino a 100mila euro. Esso prevede un'assicurazione dei depositi fino a 100.000 euro in caso di mancato assolvimento degli impegni finanziari garantendo ai risparmiatori un eventuale rimborso in termini più brevi rispetto alla riforma del 2008 (si è passati da 20 giorni lavorativi a 8 giorni lavorativi)<sup>39</sup>.

Il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), istituito nel 2009, è, infine, il meccanismo deputato allo scopo di riordinare la frammentazione preesistente del sistema di vigilanza. Il SEVIF è stato istituito al fine di contrastare la frammentazione dovuta alla presenza di diverse autorità di vigilanza ma, essendosi rivelato inidoneo allo scopo, nel 2012 si è resa necessaria la creazione di un'Unione Bancaria Europea (UBE) cui è stato affidato il compito di armonizzare l'operato degli istituti creditizi della zona Euro che si serve del MVU e del SRM.

Nel prosieguo verranno approfonditi gli strumenti e le misure descritte.

## **2.1 II COORDINAMENTO DELLE AUTORITA' EUROPEE. CENNI**

La collaborazione tra le banche centrali europee è anteriore all'unificazione. Essa venne attuata già tramite la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), prevista nel Piano Dawes del 1924 e dal Piano Young del 1930 infatti, allo scopo di suddividere i fondi tedeschi requisiti a seguito del primo conflitto mondiale.

Lo scopo della BRI era di ripartire equamente il fondo tra i Paesi creditori<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Annunziata F., (2014), *La disciplina del mercato mobiliare*, op. cit., p.118.

<sup>40</sup> Villani U., (2012), *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, Bari, p.22.

La necessità di un controllo bancario accentrato a livello europeo è emersa pienamente solo negli anni '70, quando l'attività bancaria internazionale ha iniziato ad espandersi, esponendo al rischio di aggirare i controlli pubblici stabilendo sedi in varie parti del mondo. La presenza di lacune nella vigilanza dei mercati finanziari ha richiesto un rafforzamento dei vincoli di vigilanza prudenziale pur mantenendo fissa la necessità di avere una disciplina comunitaria incentrata sulla prevenzione del rischio delle attività transfrontaliere.

In tale frangente, vennero assegnati alle Autorità di controllo nazionali, strumenti di accertamento degli assetti organizzativi mirati a verificare la compatibilità con le attività delle imprese bancarie.

Tramite l'ampliamento dell'area di scambio delle informazioni vennero piano piano valorizzate le tecniche di coordinamento intracomunitario tra le diverse Autorità di vigilanza.

Oggi, la BCE è al vertice delle autorità di vigilanza comunitarie, incaricata, oltre che dell'attuazione della politica monetaria anche della supervisione finanziaria comunitaria con compiti di coordinamento della vigilanza comunitaria e di controllo prudenziale sulle attività svolte dal SEBC.

Nello specifico, l'art. 105 del Trattato sulla Comunità Europea, stabilisce che la BCE ha il compito di *“contribuire ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario”*; questo articolo è affiancato dallo Statuto della BCE che, all'articolo 25, sancisce che essa ha facoltà di *“fornire pareri sul campo di applicazione e sull'attuazione della legislazione comunitaria relativa alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e concernente la stabilità del sistema finanziario”*. Si tratta di una specifica che è stato necessario inserire in quanto, accentrando la vigilanza in capo alla BCE, è stato evitato il contrasto con il principio *del mutuo*

*riconoscimento*, secondo cui, sono le Autorità amministrative nazionali ad esercitare il controllo sugli intermediari bancari.

Nonostante tale misura, si creava un conflitto tra i diversi ordinamenti, poiché le autorità nazionali hanno normative differenti e valutano i rischi incentrandoli sul diritto domestico, senza prevederne le conseguenze sugli altri Paesi comunitari.

Poiché la vigilanza nazionale si è rivelata inadatta per le banche continentali esponendole a rischi sistemici, è stato necessario intervenire con la creazione di un'armonizzazione. La vigilanza, per essere adeguata, ha necessità di ricevere *“informazioni dirette, tempestive e approfondite”* che hanno bisogno, a loro volta, della vicinanza ai soggetti vigilati, garantita da una supervisione insita negli ordinamenti giuridici nazionali.

Per tali ragioni, è stato ritenuto opportuno da parte dell'autorità europea fornire indirizzi generali in grado di consentire ai Paesi membri l'effettuazione di una supervisione omogenea preservando i propri poteri ispettivi e informativi.

In tal modo è stata creata una vigilanza europea coordinata, valorizzando le singole Autorità nazionali ed evitando l'accentramento del potere in un'unica struttura comunitaria.

## **2.2 L'INTRODUZIONE DEL SINGLE SUPERVISORY MECHANISM**

Per introdurre il MVU (o SSM), è necessario contestualizzarne il funzionamento descrivendo il sistema di vigilanza in cui esso opera.

Creato nel 2010, il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF) è un organismo avente l'obiettivo di uniformare la vigilanza comunitaria.

Con il passare del tempo, sono pervenute varie critiche circa la sua reale capacità di assicurare tali controlli. Infatti, con l'aggravarsi della crisi finanziaria dei Paesi membri, iniziata nel 2008 e avente il suo culmine nel 2011, il

coordinamento tra le autorità di vigilanza previsto dal SEVIF non si è rivelato sufficiente a garantire la stabilità finanziaria dell'Unione.

Per tale motivo, a seguito del Vertice dell'Eurozona tenutosi nel giugno 2012, sono stati emanati il Regolamento 576/2013 e la Direttiva 36/2013 che compongono il cosiddetto 'pacchetto CRD IV' avente l'obiettivo di creare un'unione bancaria europea.

Nella formulazione delle regole ci si è riferiti all'articolo 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) che prevede che *“il Consiglio, deliberando all'unanimità mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale europea, può affidare alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione”*.

In tal modo, sono stati introdotti il Single Supervisory Mechanism (MUV o SSM) e il Single Resolution Mechanism (SRM).

Come anticipato, il MVU funziona con l'intervento della BCE e dalle Autorità nazionali degli Stati Membri ed ha funzioni di vigilanza esclusive sulle attività svolte da queste ultime che continuano a condurre attività di antiriciclaggio, di protezione del consumatore, di vigilanza sulle succursali di banche extraeuropee aventi filiali negli Stati europei aderenti ed altro.

In tale sistema, il ruolo della BCE è limitato alla verifica del 'buon funzionamento' del meccanismo, impegnandosi a riprodurre al Parlamento, e al Consiglio europeo, i risultati della propria attività e il livello di attuazione di quanto previsto dal Regolamento citato. La BCE opera tramite un Consiglio di vigilanza che si riunisce ogni tre settimane per discutere, pianificare e svolgere i compiti di vigilanza della BCE.

Le autorità nazionali sono tenute a cooperare con la BCE sotto forma di scambio di informazioni.

Nel 'considerando' n.61 del Regolamento 575/2013, emerge che nel rispetto dell'articolo 340 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), la BCE assume il compito di risarcire i danni da essa cagionati, ovvero dai suoi agenti, durante l'esercizio delle funzioni loro attribuite e, allo stesso tempo, è prevista la responsabilità delle Autorità nazionali competenti di risarcirli in relazione a quanto disposto dalla legislazione nazionale<sup>41</sup>.

Per quanto riguarda la vigilanza sui soggetti meno rilevanti su base consolidata, essa è materia rientrante nelle competenze concorrenti tra BCE e Autorità nazionali.

In base al Regolamento, viene affermato che le Autorità nazionali mantengono il potere, in conformità del diritto nazionale, di *"ottenere informazioni dagli enti creditizi [...] e di svolgere ispezioni il loco presso tali enti"* e, al contempo, la BCE conserva la facoltà di imporre regolamenti e orientamenti volti ad individuare le attività da predisporre, nonché la facoltà di disciplinare le modalità con cui le Autorità di vigilanza dovranno svolgerle.

Le Autorità di vigilanza hanno l'obbligo di informare la Banca Centrale Europea circa gli esiti delle attività di vigilanza consentendole di assumere decisioni circa l'assunzione di incarichi di sorveglianza su una determinata banca anche poco rilevante, che andranno, comunque, assegnate alle Autorità.

L'art. 152 del reg. stabilisce che: *"La Commissione, in collaborazione con l'ABE, il CERS e gli Stati membri e tenendo conto del parere della BCE, verifica periodicamente se il presente regolamento considerato nel suo insieme, determini, congiuntamente alla direttiva 2013/36/UE effetti significativi sul ciclo economico e, sulla base di tale esame,*

---

<sup>41</sup> Inoltre, vi si legge che: *La dichiarazione del G-20 del 2 aprile 2009 sul rafforzamento del sistema finanziario ha auspicato che siano intrapresi sforzi internazionali coerenti in favore di una maggiore trasparenza, responsabilità e regolamentazione e di un miglioramento quantitativo e qualitativo dei fondi propri del sistema bancario una volta che la ripresa economica si sarà consolidata. Tale dichiarazione ha chiesto inoltre l'introduzione di misure aggiuntive non basate sul rischio tese a contenere l'accumulo di leva finanziaria nel sistema bancario e l'instaurazione di un quadro che imponga maggiori riserve di liquidità.* Reg. 575/2013, considerando n.1.

*stabilisce se si giustifichi l'adozione di misure correttive. Entro il 31 dicembre 2013 l'ABE riferisce alla Commissione se e in che modo le metodologie utilizzate dagli enti nel quadro del metodo IRB debbano convergere al fine di conseguire requisiti patrimoniali maggiormente comparabili e attenuare allo stesso tempo la prociclicità [...].*

Il Regolamento attribuisce, inoltre, alla BCE l'esclusività sull'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, di revocarla e di assumere decisioni circa la possibile cessione o acquisizione di partecipazioni qualificate in enti creditizi.

Il punto 10 della direttiva 2013/36, invece, prevede che *'È opportuno che l'attribuzione di compiti di vigilanza alla Banca centrale europea (BCE) in relazione ad alcuni Stati membri si iscriva coerentemente nel quadro del Sistema europeo di vigilanza finanziaria istituito nel 2010 e sia in linea con il relativo obiettivo di fondo di definire il codice unico e di migliorare la convergenza delle prassi di vigilanza in tutta l'Unione. La BCE dovrebbe assolvere i suoi compiti su riserva e nel rispetto del pertinente diritto primario e derivato dell'Unione, delle decisioni della Commissione in materia di aiuti di Stato, delle regole di concorrenza e sul controllo delle concentrazioni e del codice unico applicabile a tutti gli Stati membri. L'ABE è incaricata di elaborare progetti di norme tecniche nonché orientamenti e raccomandazioni per assicurare la convergenza nella vigilanza e alla coerenza dei relativi risultati nell'ambito dell'Unione. La BCE non dovrebbe esercitare tali compiti, ma dovrebbe esercitare il potere di adottare regolamenti a norma dell'articolo 132 del trattato sul funzionamento dell'Unione (TFUE) conformemente agli atti adottati dalla Commissione sulla base dei progetti elaborati dall'ABE e agli orientamenti e alle raccomandazioni a norma dell'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1093/2010'.*

In tal senso, si evidenzia che le funzioni di vigilanza della BCE debbano essere svolte in armonia con la normativa generale.

L'obiettivo dell'MVU non è quindi evitare i dissesti bancari in sé trattandosi di una politica non realizzabile<sup>42</sup>. Dopo aver valutato la sostenibilità del modello imprenditoriale della banca, del suo profilo di rischio e delle misure di risanamento plausibili, l'MVU può determinare che l'ente non è più economicamente sostenibile dal punto di vista patrimoniale o della liquidità, dichiarandolo in dissesto o a rischio di dissesto. In tali evenienze, il Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) decide se procedere o meno alla risoluzione della banca in questione.

Alla BCE è stato attribuito, altresì, il potere di imporre sanzioni amministrative nei confronti dei soggetti vigilati, laddove vi siano gli estremi di una violazione di obblighi previsti da disposizioni, da regolamenti o da decisioni.

L'articolo 3, commi 3-4 e l'articolo 4, comma 3, del Regolamento regola i rapporti tra la BCE e il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria.

L'articolo 3 stabilisce che gli organi che compongono il SEVIF abbiano competenza esclusiva nelle materie previste dai loro Statuti, mentre l'articolo 4 prevede che la BCE sia soggetta alle norme elaborate dall'ABE e adottate dalla Commissione in ragione del Regolamento 1093/2010. Secondo queste disposizioni, quindi, la BCE, pur nell'ottica di Single Supervisory Mechanism, opera come un'Autorità nazionale nei confronti dell'ABE.

Pertanto, l'ABE mantiene le competenze relative alla vigilanza prudenziale nell'UE.

---

<sup>42</sup> Le banche possono e dovrebbero uscire dal mercato quando non sono gestite in maniera sana e prudente o qualora non siano strutturalmente in grado di mantenere la propria competitività sulla base di un solido modello imprenditoriale. Inoltre, una politica volta all'assenza totale di dissesti non sarebbe coerente con il principio secondo il quale i proprietari e gli amministratori delle banche sono responsabili in ultima analisi delle conseguenze delle proprie decisioni e azioni. Una politica di questo tipo incentiverebbe l'azzardo morale, una pratica che induce alla gestione rischiosa sacrificando la prudenza.

## 2.3 L'ESMA: IL CONTROLLO DEI MERCATI FINANZIARI

Il 1° Gennaio del 2011, l'UE ha introdotto una nuova Autorità avente il compito di sorvegliare il mercato finanziario europeo: l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*).

L'ESMA è dotato di un Presidente e di un Direttore Esecutivo con funzioni di coordinatore dei vari dipartimenti aventi competenze differentemente rivolte ai mercati, agli investimenti, al controllo, agli affari aziendali, all'ambito legale, alla gestione delle risorse disponibili. A tale istituto partecipano tutte le autorità di vigilanza bancaria dei Paesi membri.

Nello specifico, l'ESMA<sup>43</sup>:

- contribuisce allo sviluppo di un codice di regole unico in Europa sulla legislazione sui valori mobiliari;
- rafforza la cooperazione internazionale nel settore della vigilanza;
- assicura il trattamento omogeneo degli investitori in tutta l'Unione, consentendo un adeguato livello di tutela degli investitori attraverso regolamentazione e vigilanza efficaci;
- promuove le condizioni paritarie di concorrenza per i fornitori di servizi finanziari, oltre a garantire l'efficienza e l'efficacia dei costi di vigilanza per le società controllate;
- si impegna alla vigilanza di determinati soggetti aventi portata paneuropea;
- è responsabile del coordinamento delle azioni delle autorità di vigilanza di titoli o di adottare misure di emergenza, quando sussiste una situazione di crisi.

---

<sup>43</sup> [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

All'interno dell'ESMA, è istituito il Consiglio dei Supervisor (le autorità di vigilanza), che convalida le decisioni e approva il lavoro svolto.

L'ESMA ha il compito di contribuire allo sviluppo di un codice di regole comunitario aventi ad oggetto la normazione dei valori mobiliari assicurando un adeguato livello di tutela degli investitori.

A tale scopo, l'ESMA garantisce concorrenza tra i vari fornitori di servizi finanziari e li coordina al fine di creare una cooperazione internazionale, infatti esso è anche l'istituto responsabile del coordinamento delle autorità di vigilanza in caso di crisi.

In generale ad ESMA è, quindi, affidato l'obiettivo generale di *“proteggere l'interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all'efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese”*.

L'ESMA emana anche orientamenti e raccomandazioni a cui le autorità di vigilanza comunitarie devono uniformarsi<sup>44</sup>.

Decidendo sulla base del diritto dell'UE, ESMA emette decisioni in merito alle controversie tra autorità, favorendo soluzioni in accordo con le parti in causa e nel caso in cui quest'azione fallisca, obbliga le autorità ad adottare misure specifiche o ad astenersi dall'agire. Da ultimo, ESMA è investita dell'onere di stimolare il più efficace scambio di informazioni contribuendo allo sviluppo di *standard* di vigilanza uniformi.

---

<sup>44</sup> Si tratta di iniziative essenziali nello svolgimento delle sue funzioni in quanto facilitano la creazione di prassi europee uniformi. Infatti, ESMA promuove la cultura della cooperazione favorendo e facilitando lo scambio di informazioni, e *“adottando tutte le misure opportune in caso di sviluppi che possano compromettere il funzionamento dei mercati finanziari, al fine di facilitare il coordinamento delle misure adottate dalle pertinenti autorità competenti”*.

In tale ottica, ESMA sviluppa ogni iniziativa utile a favorire la definizione di “approcci e prassi comuni” agendo come ente catalizzatore per il miglior coordinamento dell’azione delle autorità domestiche.

Nel 2016, l’ESMA e la BCE hanno siglato un accordo di cooperazione volto allo scambio di informazioni. Il quadro delineato dal documento di intesa (tecnicamente Memorandum of Understanding o MoU) individua forme di collaborazione in tema di *risk management*, supervisione, statistiche, infrastrutture di mercato e regolamentazione. L’accordo, inoltre, pone le basi per una collaborazione estesa anche alle singole Banche centrali nazionali.

#### **2.4 IL CASO BCCI: DALLA FONDAZIONE ALLA CHIUSURA PER INSOLVENZA**

Il rilievo delle attività di vigilanza del sistema creditizio venne in risalto negli anni’80, con la crisi della Bank of Credit and Commerce International (BCCI) fondata nel 1972.

La banca era stata fondata da Agha Hasan Abedi, un uomo d’affari pakistano che, in poco più di un decennio, era riuscito ad espandere l’attività fino ad arrivare ad avere più di quattrocento filiali in settantotto Paesi.

La BCCI operava in due diversi regimi giuridici:

la BCCI SA (sede a Lussemburgo) e la BCCI Overseas (sede nelle Isole Cayman)

La BCCI acquisì molte banche aventi diverse nazionalità destando grande preoccupazione poiché appariva chiara l’impossibilità di dare una vigilanza adeguata considerando le varie giurisdizioni in cui la Banca andava ad operare.

Inoltre, anche in merito alle sedi legali, il Lussemburgo e le Isole Cayman, si poneva il problema della inadeguatezza della normativa sulla vigilanza.

La BCCI si espanse, anche in termini di capitalizzazione, giungendo a detenere una liquidità pari a 1,6 miliardi di dollari esponendosi a gravi problemi di stabilità.

Molta della liquidità iniziò ad essere impiegata per le proprie spese di gestione, piuttosto che per la realizzazione di investimenti.

Secondo alcuni, la banca era gestita dall'intelligence saudita con l'obiettivo di finanziare le operazioni segrete negli anni in cui le agenzie americane dovevano difendersi in seguito allo scandalo Watergate<sup>45</sup>.

Le prime indagini iniziarono nel 1986, quando la Bank of Credit and Commerce International venne accusata di riciclaggio di denaro a beneficio di

Saddam Hussein, Manuel Noriega, Hussain Mohammad Ershad e Samuel Doe.

Nel 1990, la Banca venne giudicata colpevole di attività di riciclaggio di denaro sporco.

Nel 1991, la società di revisione Price Waterhouse, pubblicò il rapporto Sandstorm nel quale si accusava la BCCI di "frode diffusa e manipolazione"; questo obbligò le autorità di vigilanza ad ordinarne la chiusura e il sequestro del capitale. Il caso si concluse con la dichiarazione di insolvenza della BCCI pronunciato dal Tribunale di Lussemburgo.

Questa vicenda rappresenta l'emblema dell'esito della mancanza di vigilanza adeguata, tanto più grave quanto maggiore risulta essere la diffusione territoriale di una banca.

---

<sup>45</sup> [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

## CAPITOLO III

### DEBOLEZZE DEL SISTEMA CREDITIZIO E LA POLITICA MONETARIA “NON CONVENZIONALE” ADOTTATA DALLA BCE

#### 3.1 IL RICORSO ALL’ADOZIONE DELLE MISURE NON CONVENZIONALI

A partire dalla crisi economico-finanziaria del 2007, la BCE ha dovuto fronteggiare i propri impegni di preservazione degli equilibri in maniera più stringente.

L’indebolimento del meccanismo di trasmissione delle soluzioni ordinarie si stagliò gradualmente, iniziando con l’interruzione del funzionamento della relazione tra il mercato monetario ed il canale dei tassi d’interesse, successivamente s’interruppe il canale dei prezzi delle attività, poi quello del tasso di cambio e *credit channel*<sup>46</sup>. Responsabili di tali interruzioni, il malfunzionamento del mercato interbancario e quello relativo al mercato dei titoli a lungo termine. Il mercato interbancario agisce laddove gli istituti di credito lamentano carenze di liquidità<sup>47</sup>. Il crollo della fiducia reciproca tra le banche si evidenziò pienamente nei tassi praticati nel mercato monetario, penalizzando anche gli istituti solvibili. Quello che si verificò fu una sorta di *adverse selection*, in ambito monetario. Le variazioni dei tassi interbancari non si è

---

<sup>46</sup> BCE: Rapporto annuale, 2014

<sup>47</sup> La riserva obbligatoria, imposta dalla BCE, provoca la necessità di fondi da parte di alcune banche che viene compensata dagli altri istituti che detengono, invece, un eccesso di liquidità.

mostrata uguale nei vari Paesi dell'eurozona, pertanto, anche i meccanismi di trasmissione delle politiche monetarie mostravano efficacia diversa<sup>48</sup>.

L'efficacia del meccanismo dipende, infatti, da una serie di fattori, che consistono, non solo nel corretto funzionamento del mercato interbancario ma, anche, dai tassi a cui le banche remunerano i depositi ed erogano prestiti al settore privato.

In generale, il funzionamento del meccanismo è legato alla complessa dinamica dell'interazione fra domanda e offerta di credito e depositi, dalla struttura del settore finanziario e dalle condizioni generali di finanziamento delle banche<sup>49</sup>.

Rispetto agli anni pre-crisi, i costi di raccolta fondi sostenuti dalle banche e, con essi, i tassi di interesse al dettaglio, dal 2007, risultavano particolarmente sensibili agli andamenti del mercato delle obbligazioni garantite, del mercato dei prodotti finanziari strutturati e del mercato dei prestiti interbancari garantiti. In altri termini, se in passato il tasso di interesse di mercato risultava agevolmente gestibile dalla politica monetaria, le diffidenze post crisi, hanno generato una farraginosità tale da impedire tale gestione.

Inoltre, la trasversalità delle influenze ha fatto in modo che l'impatto dell'andamento dei mercati dei titoli del debito pubblico sui mercati monetari sia fortemente aumentato.

Le obbligazioni detenute, cui si associa un rischio di insolvenza, nonché di volatilità del valore, si sono affermate come fonte primaria di garanzia nei prestiti interbancari ma hanno anche evidenziato come, improvvise variazioni della loro

---

<sup>48</sup> Mario Draghi, Università Bocconi, discorso di inaugurazione dell'anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012

<sup>49</sup> Blanchard O., Amighini, A., Giavazzi F. (2010), *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, Il Mulino, ed. 1, Bologna

disponibilità, potessero generare un peggioramento delle condizioni di finanziamento per le banche.

Poiché, solo la presenza di trasparenza e fluidità nel mercato dei titoli può garantire il corretto funzionamento del mercato monetario e di quello mobiliare a lungo termine, vennero introdotte nuove norme tese a garantirle. Un problema nell'affrontare queste problematiche è stato quello di giustificare l'impiego da parte della BCE di misure non convenzionali, che non poggino, cioè, sul meccanismo di trasmissione monetario ma che mirano a correggere le forze di mercato.

I malfunzionamenti citati impedivano alla BCE di attuare efficacemente le decisioni prese dal Consiglio Direttivo e *“In tali circostanze, le misure convenzionali di politica monetaria, ossia le variazioni dei tassi di interesse di riferimento, possono rivelarsi insufficienti ad assicurare la trasmissione efficace dell'orientamento di politica monetaria alle banche e, in seguito, all'economia reale. A tale proposito, le disfunzioni nei mercati monetari possono indebolire la capacità della politica monetaria di influenzare le prospettive per la stabilità dei prezzi attraverso le sole modifiche ai tassi di interesse. Al fine di mantenere pienamente operativo il meccanismo di trasmissione in dette circostanze eccezionali e assicurare che la stabilità dei prezzi nel medio termine fosse preservata, la BCE ha introdotto misure non convenzionali di politica monetaria”*<sup>50</sup>.

Pur non esistendo una definizione netta di strumenti non convenzionali è possibile delineare le differenze rispetto a quelli convenzionali semplicemente dopo avere escluso queste ultime dal novero delle misure.

In linea generale, possono essere considerate 'non convenzionali', le misure ufficialmente indicate tali dalla BCE:

- *ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia*
- *erogazione della liquidità a più lungo termine*

---

<sup>50</sup> Mario Draghi, Università Bocconi, discorso di inaugurazione dell'anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012

- erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi
- acquisti definitivi di determinati titoli di debito
- erogazione della liquidità in valuta estera

La differenza tra misure convenzionali e non, si basa anche sugli obiettivi che si intendono perseguire.

Se prima della crisi, per investitura istituzionale, le manovre della banca centrale dovevano limitarsi a perseguire il controllo dell'inflazione, le nuove misure miravano ad interventi di più ampio ventaglio. Anche l'orizzonte temporale degli effetti di tali politiche era sostanzialmente diverso. Normalmente, le misure non convenzionali mirano al *lungo termine*, avendo come obiettivo la crescita economica, la sostenibilità dell'evoluzione dei prezzi delle attività e, in ultima istanza, la stabilità dei prezzi<sup>51</sup>. Per tali ragioni, il Consiglio direttivo della BCE chiarì che, una volta raggiunti gli obiettivi, le misure non convenzionali sarebbero state rimosse. Gli economisti della scuola monetarista individuarono due canali attraverso i quali le misure non convenzionali di politica monetaria trasmettono i propri effetti sul mercato: *signalling channel* e *portfolio-balance channel*<sup>52</sup>.

Il primo canale, *signalling channel*, è il corretto uso della comunicazione da parte della BCE finalizzato a diffondere fiducia nei mercati, influenzandone le aspettative relative alle variabili di politica monetaria. Si tratta di un utile canale se i tassi ufficiali mostrano livelli particolarmente bassi e se dopo avere provato altre soluzioni, la BCE ha il solo strumento della comunicazione per stimolare l'economia.

Alcune forme di comunicazione che riguardano il *signalling channel* possono definirsi convenzionali quando non hanno obiettivi di lungo termine. In

---

<sup>51</sup> Mentre la stabilità dei prezzi è il solo obiettivo ammesso dalle misure convenzionali.

<sup>52</sup> Banca d'Italia, *Occasional papers, Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Cecioni, Ferrero, Secchi, 2011, p. 49

generale, anche negli anni che hanno preceduto la crisi, la comunicazione ha assunto un ruolo primario permettendo di guidare le aspettative e quindi facilitare il compito dei *policy makers*.

Questo strumento potrà essere considerato di natura non convenzionale laddove venga impiegato per veicolare informazioni o raggiungere obiettivi diversi da quelli normalmente perseguiti.

L'altro strumento, il *portfolio-balance channel*, descrive la modalità attraverso cui l'acquisto di obbligazioni, di emittenti pubblici e privati, ed il finanziamento di società, finanziarie o meno, generano modifiche di alcune variabili economiche. Si può intervenire, ad esempio, acquistando titoli a determinate condizioni di rendimento, impedendone l'eccessiva variazione del tasso. L'intervento della banca centrale, dispiegato attraverso tale canale, consente di ridurre i rendimenti dei titoli, garantendo al mercato delle normali condizioni di finanziamento. A seguito delle misure adottate il meccanismo di trasmissione ha ripreso a funzionare. Resta aperto il problema del controllo dell'entità delle variazioni che esso apporta ai tassi di interesse e della risposta data dal mercato.

In altri termini, i bassi tassi generano facili investimenti e con essi *azzardi*, oltre che far venir meno gli incentivi finanziari alla ristrutturazione dei bilanci bancari. L'offerta illimitata di liquidità causata da operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale ha, inoltre, favorito l'accesso alla liquidità da parte di molte banche e, con essa, l'eccessiva facilità di ottenimento di prestiti. Anche l'acquisto di titoli pubblici, assicurato dalla BCE, crea un disincentivo a rimandare l'adozione delle misure di risanamento fiscale. Gli economisti consigliano, pertanto, alle autorità coinvolte nei programmi di assistenza agli Stati di riservare attenzione a tali aspetti<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> O, Blanchard, A. Amighini, F., Giavazzi (2010), *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, op. cit., p. 123

Sul tema, così si pronunciò Bini Smaghi: *“Queste operazioni consentono di dare liquidità ai mercati, ma non di risolvere il problema all’origine, che riguarda la solidità patrimoniale delle banche, sul quale devono vigilare le autorità regolamentari. Se le operazioni di rifinanziamento vengono condotte per un periodo prolungato, c’è il rischio che la banca centrale si sostituisca al mercato mentre il processo di risanamento del sistema viene rimandato. In altri termini alcune banche possono diventare “dipendenti” (addicted) alla liquidità fornita dalla banca centrale e non hanno incentivo a mettere a posto i propri conti e a ricapitalizzarsi. In alcuni paesi tale dipendenza può riguardare l’intero sistema bancario, le cui difficoltà riflettono quelle dell’emittente sovrano. Per evitare tale dipendenza si devono creare disincentivi per gli operatori a rifinanziarsi in modo eccessivo esclusivamente presso l’Eurosistema, e incentivi a tornare progressivamente sul mercato a tassi di interesse competitivi”<sup>54</sup>.*

### **3.2 L’EROGAZIONE DI LIQUIDITÀ A TASSO FISSO E LA PIENA AGGIUDICAZIONE DEGLI IMPORTI**

Una delle misure non convenzionali, introdotte con in maniera urgente dalla BCE, è datata ottobre 2008 ed ha previsto che l’Eurosistema introducesse una procedura d’asta *“a tasso fisso, con piena aggiudicazione degli importi”<sup>55</sup>.*

In pratica, si è cercato di assicurare, alle istituzioni finanziarie dell’area dell’euro, un rifinanziamento con un tasso fisso, a fronte di adeguate garanzie richieste alle banche.

Le garanzie sono state considerate, in ultima analisi, l’unico limite all’accesso ai fondi messi a disposizione dalla BCE.

---

<sup>54</sup> Intervento di L. Bini Smaghi, Bologna, marzo 2011

<sup>55</sup> FRFA, *fixed rate full allotment*

In questo modo, l'offerta di liquidità è divenuta funzionale, non più alle scelte dell'Eurosistema, quanto alla domanda delle controparti, riflettendo così le loro preferenze di liquidità e, indirettamente, quelle del mercato.

Le operazioni di rifinanziamento, effettuate negli anni che hanno preceduto la crisi, prevedevano che, alle istituzioni finanziarie, non venisse, necessariamente aggiudicato l'intero ammontare di liquidità richiesta.

La novità consiste, dunque, nell'aver assicurato l'offerta di moneta necessaria a soddisfare la totalità delle esigenze manifestate.

Questa misura intende soddisfare il fabbisogno di finanziamento di breve termine espresso dagli istituti di credito<sup>56</sup>.

La decisione di rifinanziare ad un tasso fisso, particolarmente basso, sancisce la conseguenza di introdurre liquidità nel sistema concedibile ad un tasso conveniente.

Tale misura è risultata, nei fatti, un valido correttivo delle disfunzioni citate del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'elevata domanda di liquidità, evidenziatasi nell'ambito della procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi", in particolare nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, ha comportato, infatti, una pressione significativa al ribasso sui tassi del mercato monetario a *breve termine*.

L'idea seguita è stata quella di rendere particolarmente competitivo il mercato del prestito interbancario, alleggerendo le condizioni applicate nel circuito ufficiale<sup>57</sup>.

---

<sup>56</sup> In un'ottica macroeconomica, la misura adottata serve al fine di preservare e agevolare la disponibilità di credito alle famiglie e alle imprese.

<sup>57</sup> L'EONIA, ovvero, l'Euro Overnight Index Average, (è stata la media dei tassi overnight applicati nel mercato interbancario, su prestiti non garantiti - ed è prezzato da due giorni ad un anno), è immediatamente sceso, grazie alle operazioni di rifinanziamento citate. A fare media rientrava anche il tasso EURIBOR (Euro Inter Bank Offered Rate), come tasso medio applicato da primari istituti di credito per operazioni a termine effettuate sul mercato interbancario (con controparte altri primari istituti di credito) con scadenza una, due e tre

Successivamente, le aste *fixed rate-full allotment* hanno fissato le condizioni di finanziamento rendendole meno restrittive, beneficio che si è trasferito sulla struttura a termine dei tassi, anche di quei tassi aventi scadenze più lunghe.

Le riduzioni di tali tassi, si sono rivelate utili a contrastare il rallentamento dell'attività economica reale.

La procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi" è stata accompagnata dall'introduzione delle operazioni di rifinanziamento con scadenze più lunghe.

Si è trattato di una politica nuova per la BCE considerando che l'offerta illimitata di fondi garantita alle banche centrali dei Paesi le ha permesso di sostituirsi al mercato monetario come intermediario.

L'aumentata liquidità nel sistema ha trovato riscontro nell'accresciuto ricorso ai depositi presso la banca centrale dovuti alle riserve<sup>58</sup>.

Una conseguenza di ciò è stata la diminuzione delle transazioni nel mercato monetario (avendo le banche ordinarie avuto accesso al credito). Dopo il crollo iniziato nel 2008, il Bilancio dell'Eurosistema ha registrato un ulteriore aumento delle riserve, e quindi, dei prestiti fatti dal sistema bancario, solo nel giugno del 2009. In tale occasione, si è assistito ad una domanda straordinariamente elevata in occasione della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) con scadenza a un anno (442 miliardi di euro).

---

settimane, e da uno a dodici mesi; il tasso EONIA tendeva ad essere poco più alto di quello ufficiale.

Tuttavia, l'EURIBOR e il tasso OIS, Overnight Index Swap, ovvero il tasso applicato sui prestiti di durata pari a 24 ore, hanno mostrato dei trend particolari e, soprattutto, risultavano piuttosto elevati. L'andamento di tali tassi ha rappresentato un indice molto importanti per decidere le misure da adottare. Per tali ragioni il Consiglio Direttivo della BCE ha deciso di introdurre con urgenza, le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione dell'importo.

L'arrivo di maggiore liquidità ha riportato l'EONIA su livelli più vicini al tasso sui depositi presso la banca centrale, che è prossimo al tasso ufficiale, e lo spread tra EURIBOR e OIS si è ridotto.

<sup>58</sup> Comunque, contenuta se paragonata all'esplosione del bilancio della Federal Reserve americana durante la crisi finanziaria.

Si è anche notato un incremento del numero delle controparti che prendevano parte alle operazioni. I dati relativi agli anni pre-crisi mostravano quasi 360 istituzioni finanziarie partecipare, in media, a ciascuna operazione di rifinanziamento, successivamente se ne sono contate oltre 800<sup>59</sup>. L'ampliamento del numero delle controparti è stata un'ulteriore concessione della BCE che è riuscita, in tal modo, ad ottenere un'accelerazione dei risultati perseguiti.

### **3.3 LE MISURE DI URGENZA: INTERVENTI A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA**

Oltre alla diversa gestione delle operazioni di rifinanziamento, durante la crisi iniziata nel 2007, la BCE ha adottato una serie di altre misure, volte ad assicurare un contro bilanciamento delle turbolenze in atto.

Se si confronta la procedura che ha caratterizzato gli anni pre crisi, con quella successiva, si osserva come siano mutate anche le "forme" di garanzia dei prestiti accettate dalla BCE.

Contrariamente a molte altre banche centrali, la BCE riconosceva validi titoli privati presentati per forma di garanzia, anche prima della crisi. Con l'aggravarsi dei mercati finanziari, però tale concessione era divenuta pericolosa, in quanto alcuni titoli privati, quali i *pronti contro termine* negoziati nel settore privato erano divenuti molto volatili.

L'esistenza di tali titoli ha rappresentato, per gli istituti di credito che li avevano in portafoglio, un'immobilizzazione che non poteva essere smobilizzata facilmente a causa della perdita di valore connessa, e ciò ha creato problemi di liquidità.

---

<sup>59</sup> BCE: Rapporto annuale, 2014

Nel 2009 l'ammontare medio di questo tipo di titoli detenuti in portafoglio era aumentato del 17,9 % rispetto a cinque anni prima<sup>60</sup>, raggiungendo l'importo di 13.100 miliardi di euro. L'accettazione di tali titoli, a garanzia dei prestiti erogati dalla BCE, ha rappresentato un sollievo per l'intero Eurosystema.

Nel marzo del 2008 la BCE ha introdotto le *operazioni a lungo termine aggiuntive* ed aventi una *maturity* a sei mesi. In tal modo, il sistema bancario avrebbe potuto detenere liquidità per un certo numero di mesi senza correre il rischio di una volatilità eccessiva dei tassi.

La LTRO ad un anno prevedeva un'asta a tasso fisso e con piena aggiudicazione.

Tale intervento, effettuato a più riprese, migliorò la liquidità delle banche e contribuì a ridurre i differenziali dei tassi sul mercato monetario<sup>61</sup>.

L'allungamento delle scadenze era finalizzato a consentire alle banche di alleviare il *mismatching* tra investimenti e finanziamenti a diversa scadenza.

L'impatto fu una diminuzione dell'EONIA fino a livelli vicini al tasso sulla *deposit facility* BCE (si tratta di depositi effettuati dalle banche ordinarie per un termine brevissimo-overnight). Si è potuto, così ridurre anche le entità delle operazioni di rifinanziamento a breve termine, che sono state sostituite dai finanziamenti a più lungo termine, conferendo maggiore stabilità al mercato monetario. Altre misure di aiuto al sistema commerciale sono giunte dalla decisione di erogare finanziamenti in dollari statunitensi a fronte di garanzie denominate in euro.

La banca centrale ha infatti stipulato un accordo con la Federal Reserve in cui venne stabilito che, dietro il pagamento di un certo tasso di interesse, la Fed

---

<sup>60</sup> BCE: Rapporto annuale, 2014

<sup>61</sup> L'aspettativa era che questa tipologia di operazioni avrebbe ricostituito il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, spingendo le banche a tornare a finanziare l'economia reale, ovvero famiglie e imprese principalmente.

avrebbe messo a disposizione dollari in cambio di euro. Tale accordo è stato reciproco, assicurando alla Fed che la BCE avrebbe garantito la stessa disponibilità.

Tale accordo avrebbe consentito la non oscillabilità del rapporto di cambio. La novità rispetto agli swap passati è risieduta nella previsione di adottare un tasso di cambio identico per entrambi gli scambi di fondi (*liquidity swap arrangement*) rendendo, in tal modo, a costo zero l'operazione sia in termini di rischio che di cambio<sup>62</sup>; inoltre tale scambio è stato sottoposto ad un termine di scadenza molto vario: da un giorno a tre mesi.

Una prima linea di swap è stata concordata per il periodo che va dal dicembre 2007 al febbraio 2010; ma nel maggio successivo lo swap è stato rinnovato, stabilendo le medesime condizioni di *arrangement* del precedente.

Un'ulteriore misura di sostegno all'economia è stata quella realizzata nel maggio 2009 (e terminata nel giugno 2010) data in cui la BCE ha annunciato un programma di acquisto di CBPP, *Covered Bonds Purchase Programme*.

L'importo stabilito nel programma è stato pari a 60 miliardi di euro ed ha riguardato l'acquisto di obbligazioni emesse nell'area dell'Euro, sia sul mercato primario che secondario; lo scopo della BCE è stato quello di fornire un impulso al mercato introducendo liquidità.

Tale politica ha portato all'acquisto di 422 obbligazioni differenti, di cui il 27% relative al mercato primario e il 73% a quello secondario<sup>63</sup>.

Con l'obiettivo di incoraggiare le banche ad espandere i prestiti all'economia è stato avviato un secondo CBPP, nel novembre 2011, che ha avuto lo scopo di

---

<sup>62</sup> La Fed non entra in alcun rapporto giuridico con la banca europea che riceve i dollari e quindi non sostiene alcun rischio di credito.

<sup>63</sup> Il mercato primario riguarda quello che coinvolge gli emittenti, quello secondario il mercato.

facilitare le condizioni di *Funding* per istituzioni finanziarie. L'importo di tale operazione è stato pari a 16 miliardi<sup>64</sup>.

Questa crisi si ricorderà anche per uno degli aspetti che più ha segnato le sue tappe che è stato l'incremento dello spread tra il rendimento dei titoli del debito sovrano dei Paesi colpiti dalla crisi e quello garantito sui Bonds tedeschi.

Secondo una stima della Banca d'Italia riportata dal governatore Visco, *“la differenza tra il valore effettivo dello spread Btp-Bound ed un valore stimato a partire dai fondamentali economico-finanziari delle due economie italiana e tedesca sarebbe di ben 235 punti base, mentre per i titoli dei medesimi emittenti ma con scadenza a 5 anni la differenza salirebbe addirittura a 396 punti”*<sup>65</sup>.

Nel 2009 le borse europee toccavano nuovi minimi e a fine anno la Grecia, comunicava dati di bilancio profondamente diversi da quelli comunicati in precedenza.

In quell'anno, gli interventi di politica monetaria descritti avevano portato i tassi dell'Eurozona all'1% e le azioni riprendevano ad essere quotate positivamente, da quella data, la Borsa USA sperimentò trend positivi contro un ripiegamento dei mercati Ue che tornavano a perdere terreno.

Per evitare *spillover effect*<sup>66</sup> negativi per gli altri Paesi emittenti, il Consiglio Direttivo della BCE decise un programma di acquisto di obbligazioni emesse sia da enti di natura pubblica che privata: il *Securities Market Programme* (SMP) che venne avviato nella primavera del 2010.

Indirizzato a quei segmenti di mercato particolarmente disfunzionali, questo programma non prevedeva la modifica delle condizioni di liquidità, perciò l'Eurosistema riassorbì la moneta introdotta ricorrendo ad apposite operazioni che ebbero cadenza settimanale, sterilizzando l'operazione di acquisto.

---

<sup>64</sup> BCE: Rapporto annuale, 2014

<sup>65</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

<sup>66</sup> Esternalità negative.

L'iniziativa ha sollevato dubbi in merito alla sua compatibilità con il divieto di acquisti di titoli di debito emessi da soggetti appartenente al settore pubblico ed effettuati in forma diretta, ovvero alla loro emissione.

Difatti, il Regolamento del Consiglio attuativo del Trattato consente la loro acquisizione sul mercato, purché, non lo si fa al solo scopo di aggirare il divieto.

Tuttavia, osservando la modalità di esecuzione dell'operazione, essa è consentita dall'art. 18.1, dello Statuto del SEBC/BCE (acquisto di titoli negoziabili).

La misura è stata infine adottata in ragione dell'obiettivo di ripristinare i volumi e la liquidità dei mercati dei titoli pubblici che si mostravano fortemente ridotti a seguito della crisi di sfiducia venutasi a creare.

In questo contesto, a seguito delle scelte relative alle misure da adottarsi in Irlanda ed in Portogallo veniva varato il programma relativo all'intervento della BCE sul mercato secondario dei titoli del debito pubblico; all'interno del medesimo quadro regolamentare<sup>67</sup>si assegnava esplicitamente un ruolo di consulenza e di verifica tecnica. La BCE assunse un ruolo ausiliario rispetto al funzionamento di un programma gestito con un metodo intergovernativo.

Nel 2012 la BCE ha posto in essere un nuovo intervento: le *Outright Monetary Transactions* (OMT).

L'obiettivo che le OMT si pongono è di impedire che tensioni sui mercati del debito sovrano possano provocare innalzamenti eccessivi dei tassi di interesse. Le misure adottate nel 2010 non erano riuscite a risolvere i problemi connessi al debito sovrano così le OMT portarono all'acquisto, da parte della BCE, di titoli (del debito sovrano) a breve termine emessi da paesi a cui si riconosce una grave difficoltà economica.

---

<sup>67</sup> REGOLAMENTO (CE) N. 3603/93, DEL CONSIGLIO del 13 dicembre 1993, in GUCE, n. L 332/1 del 31 dicembre 1993

Il Consiglio direttivo della BCE in totale autonomia decise la durata e l'entità dell'operazione le cui transazioni riguardarono i tassi a breve termine e i titoli del debito pubblico aventi scadenza compresa tra uno e tre anni. Non vennero posti limiti all'ammontare complessivo delle transazioni.

Nel frattempo, su spinta della Commissione europea, venne avviato un progetto di Unione bancaria che garantì un approccio sistematico alle crisi finanziarie afferenti all'Eurozona. Vale la pena di indicare, anche, l'avvenuta attribuzione alla BCE di un potere di vigilanza sulle banche "sistemiche" europee<sup>68</sup>.

Un nuovo modello di intervento della BCE, le cui linee programmatiche sono state approvate dal Consiglio Direttivo nel 2012, è consistito nelle *Operazioni Definitive Monetarie* (ODM), in parallelo alle altre banche centrali appartenenti all'Eurosistema, iniziare ad acquistare titoli di Stato in numero illimitato. Gli acquisti di titoli sono stati effettuati sul segmento a breve termine dei mercati obbligazionari (titoli aventi una scadenza a tre anni). Ai Paesi beneficiari della misura è stata richiesto di aderire ad un programma della European Financial Stability Facility (EFSF) e/o del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES).

L'insieme di misure rientravano in un programma precauzionale (Enhanced Conditions Credit Line)<sup>69</sup>.

Il Programma di aiuti coinvolse anche il Fondo Monetario Internazionale (FMI), chiamato a monitorare il programma.

Aspetti innovativi dell'ODM riguardarono la comunicazione periodica delle transazioni effettuate.

---

<sup>68</sup> Nel 2013 le condizioni del sistema finanziario cipriota, si aggravano e la BCE fu chiamata a rivedere le misure di intervento. Questa volta la BCE decise di bloccare il sistema di finanziamenti emergenziali noti come ELA (*Emergency liquidity assistance*) in assenza di un piano di rientro economico cipriota.

<sup>69</sup> Venne altresì siglato un apposito Memorandum of Understanding (MOU)

Di fronte alle modeste prospettive di inflazione e al debole trend di crescita, l'Eurosistema ha, comunque, dovuto aggiungere altre importanti misure di politica monetaria, iniziate nel giugno del 2014. Il programma iniziale prevedeva:

- *la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE;*
- *l'introduzione di una serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*

*(OMRLT);*

- *l'avvio di programmi di acquisto di determinate attività finanziarie appartenenti al settore privato.*

L'obiettivo era quello di sostenere l'economia reale e la ripresa dell'area dell'euro.

Agli inizi del 2015 il Consiglio direttivo ha rivisto i programmi adottati dal giugno 2014, ritenendo che essi non avessero generato una quantità di liquidità sufficiente. È stato così avviato un programma di acquisto di attività e di modifica del prezzo delle sei OMRLT restanti.

Il contesto di politica monetaria ha richiesto un intervento risoluto della BCE poiché il meccanismo di trasmissione della politica monetaria non funzionava ancora.

Verso la metà dell'anno 2014 si sono notati segnali di un minore slancio, poiché la contrazione della domanda interna, congiuntamente alle tensioni geopolitiche che emergevano, nonché alla mancata attuazione di riforme strutturali in alcuni Paesi, ha inciso negativamente sulle condizioni macroeconomiche dell'Eurosistema.

Il TIR (tasso interno di rendimento degli investimenti) ha continuato a mostrarsi basso e, così, nell'insieme dei Paesi dell'area euro il PIL, nel 2014 era cresciuto solo dello 0,9%.

Il quadro economico mostrava bassi tassi di inflazione generale, aventi un trend in calo durante il corso dell'anno; lo IAPC (Indice dei prezzi al consumo) si era assestato in media allo 0,4%<sup>70</sup>.

L'indebolimento è risultato particolarmente gravoso per le aspettative a breve, che hanno finito per riflettere l'andamento dell'inflazione generale.

In linea generale si sono registrate indebolimenti delle condizioni di finanziamento per le IFM (Istituzioni Finanziarie e Monetarie) dell'area dell'euro.

I tassi attivi praticati dalle banche sono risultati meno sensibili ai cambiamenti della politica monetaria permanendo elevati, nonostante la politica monetaria accomodante della BCE mentre le condizioni ancora particolarmente restrittive del credito hanno compresso la domanda aggregata, contribuendo all'indebolimento economico.

Per tali ragioni sono state adottate misure di politica monetaria volte all'allentamento dei vincoli alla provvista bancaria<sup>71</sup>.

La BCE ha mirato a ridurre i costi medi di indebitamento di famiglie e imprese cercando di accelerare la ripresa della domanda aggregata dell'economia reale.

L'insieme delle misure di politica monetaria introdotte dalla BCE fra giugno e ottobre 2014 è caratterizzato da tre elementi:

- *la diminuzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE,*
- *l'introduzione di una serie di OMRLT – Operazioni Mirate al Rifiinanziamento a più lungo termine, e*
- *l'avvio di due programmi di acquisto di determinate attività finanziarie del settore privato.*

---

<sup>70</sup> Il calo dell'inflazione al consumo era dovuto principalmente agli andamenti dei prezzi dell'energia e degli alimentari nonché, nei primi mesi dell'anno, all'impatto dell'apprezzamento corrente e progresso del tasso di cambio

<sup>71</sup> Il completamento della valutazione approfondita della BCE in ottobre, e il conseguente rafforzamento dei bilanci bancari e dell'accesso delle banche ai mercati di finanziamento, ha portato ad allentare ulteriormente le condizioni di provvista e l'offerta di credito degli istituti di credito

Tali interventi hanno prodotto un significativo impatto sul credito per le famiglie e le imprese e sono state anche volte a favorire la formazione di aspettative di inflazione a medio-lungo termine, in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Il tasso di interesse sulle Operazioni di Rifinanziamento Principali (ORP) dell'Eurosistema e il tasso sui depositi presso la BCE sono stati ridotti dallo 0,05 al -0,20%.

Anche il tasso applicato sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato ridotto allo 0,30 %<sup>72</sup>.

La scelta di applicare tassi negativi sui depositi degli istituti di credito, detenuti presso la Banca centrale ha, anch'essa, contribuito al rilancio del credito, ma ha richiesto di apportare alcune modifiche alla remunerazione dei conti detenuti presso l'Eurosistema, (allo scopo di far sì che i trasferimenti di disponibilità fra conti diversi non compromettessero l'efficacia della adozione di tassi negativi)<sup>73</sup>.

Successivamente, per garantire un mantenimento del rischio costante, il tasso di interesse sulle OMRLT è rimasto invariato per tutta la durata di ciascuna operazione.

Le operazioni OMRLT iniziali sono state basate sul tasso applicato sulle Operazioni di Rifinanziamento Principale (ORP) dell'Eurosistema<sup>74</sup>.

La diffusione delle operazioni in oggetto è evidente nella circostanza che ha visto le banche interessate a partecipare, che non soddisfacevano i criteri relativi al portafoglio prestiti, aggregarsi alle banche idonee formando "gruppi

---

<sup>72</sup> Se si osservano gli impatti di tali manovre, si deve ammettere una decisa contrazione dei tassi del mercato monetario a pronti e a termine, mentre le condizioni relative ai mercati monetari a brevissimo termine sono rimaste invariate.

<sup>73</sup> In particolare, la BCE si è assicurata che il tasso negativo si applicasse anche alla media delle riserve in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria e ad alcuni altri depositi detenuti presso l'Eurosistema

<sup>74</sup> Maggiorato di un differenziale fisso pari a 10 punti base.

OMRLT". Per quanto riguarda la misura di acquisto di attività finanziarie meritano attenzione i due Programmi di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (asset-backed securities purchase programme, ABSPP) e il nuovo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (covered bond purchase programme, CBPP3).

Nell'ambito dell'ABSPP la BCE ha provveduto ad acquistare asset backed securities (ABS) titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di attività nei confronti del settore privato non finanziario dell'area dell'euro. Ricorrendo ai CBPP3 sono state acquistate obbligazioni garantite emesse dal Fondo Monetario Internazionale.

La riduzione dei differenziali sugli ABS crea opportunità di arbitraggio per le banche (incoraggiandole a creare nuovi ABS).

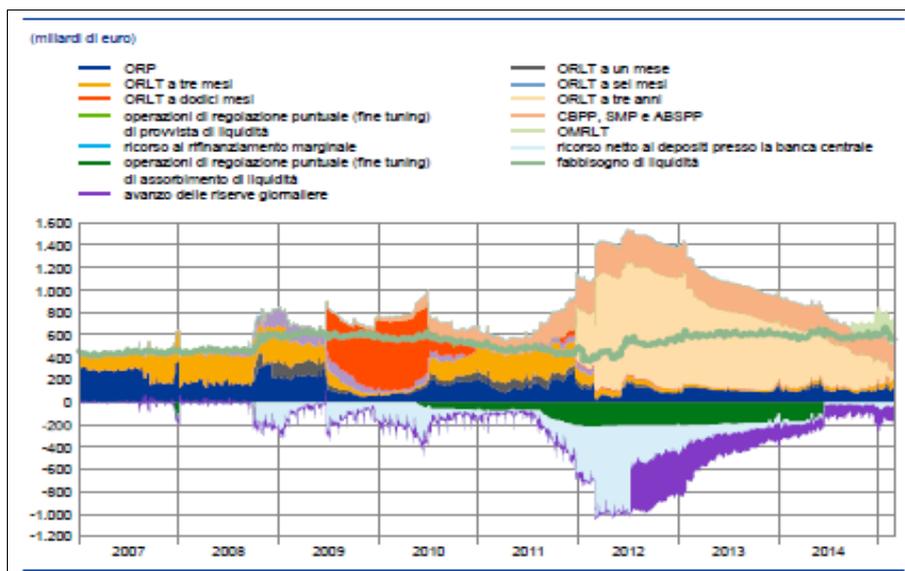
All'aumentare dei prezzi delle obbligazioni garantite è lecito attendersi che le banche rispondano agli incentivi di mercato creando nuovi titoli negoziabili di questo tipo. Il CBPP3 ha svolto le stesse funzioni dei precedenti ma è indirizzato all'acquisto di obbligazioni garantite non cartolarizzate.

Tali misure hanno favorito la diversificazione dei profili di investimento e con essi più in generale, hanno indotto un miglioramento delle condizioni di finanziamento. Per quanto riguarda il CBPP3, gli acquisti sono stati effettuati in un'ampia gamma di Paesi appartenenti all'eurozona. Nel 2014, il 18% delle obbligazioni garantite e il 10% degli ABS sono stati acquistati nel mercato primario<sup>75</sup>. I dati mostrano che nel 2014 le banche hanno fatto ampio ricorso all'opzione di rimborso associata alle due ORLT a tre anni.

Di seguito le principali operazioni non convenzionali attuate dal 2007 al 2014.

---

<sup>75</sup> Per garantire che i programmi si diffondano nell'intera area dell'euro, gli ABS e le obbligazioni garantite di Nazioni quali Grecia e Cipro, non stanziabili in garanzia nelle operazioni di politica monetaria, sono soggetti a regole specifiche e misure di attenuazione del rischio



Fonte: BCE. Rapporto annuale BCE 2014

Prima dell'introduzione delle ORL, le operazioni descritte hanno prodotto di conseguenza un aumento improvviso di liquidità. Tuttavia, tale eccesso è risultato essere solo temporaneo<sup>76</sup> registrandosi una minore partecipazione alle altre operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema sono state compensate ampiamente dai rimborsi delle ORLT triennali.

### 3.5 BCE: INTERVENTI STRAORDINARI PER L'EMERGENZA COVID19

Il 2020 verrà ricordato come l'anno del COVID, una pandemia che, iniziata in Cina si è diffusa, presto, in tutto il mondo. Al di là della tragedia dovuta alle morti associate al virus, la pandemia ha improvvisamente arrestato l'economia globale necessitando di un intervento di natura politica, volto ad arginare la crisi.

La BCE è intervenuta già nel marzo 2020, avviando un nuovo programma da 750 miliardi che si aggiunge al Quantitative Easing già in corso.

<sup>76</sup> Subito dopo la sospensione, la liquidità in eccesso è salita a 160 miliardi di euro il 18 giugno, da 122 miliardi del giorno precedente

Il Quantitative easing comporta l'immissione di nuova moneta nel sistema, e rappresenta una misura non convenzionale.

L'aumento della liquidità, e la riduzione conseguente, dei tassi di interesse dovrebbero favorire la pressione del cambio verso l'altro. In altri termini, gli investitori finanziari cercheranno rendimenti migliori all'estero e, domandando valuta straniera, favoriranno il deprezzamento del cambio<sup>77</sup>.

Il deprezzamento renderà più convenienti le esportazioni, misura che contribuirà ad innalzare l'inflazione, ed a creare aspettative di deflazione, fornendo un ulteriore stimolo all'attività economica.

Il miglioramento economico trasmetterà, tramite un impulso monetario a un ampio ventaglio, l'aumento di richiesta di titoli interni, ovvero di strumenti di finanziamento del settore privato ("canale del riaggiustamento di portafoglio").

Infine, ci si attende un impulso sull'economia reale tramite l'incremento del valore della ricchezza delle famiglie che dovrebbe riflettersi in una maggiore crescita dei consumi ("canale della ricchezza").

L'annuncio di un'espansione delle dimensioni del bilancio dell'Eurosistema dovrebbe anche accrescere la fiducia del pubblico ("canale della fiducia"), stimolando consumi e investimenti, e sostenendo le aspettative di inflazione ("canale delle aspettative di inflazione").

La forte iniezione di liquidità che la BCE sta dando alle banche avviene a tassi negativi dello 0.5% che comporta che le banche vengano pagate per prestare il denaro alle imprese. Grazie a tale misura, le banche possono dare più liquidità alle imprese e sospendere i mutui e garantire tassi più bassi. Inoltre, la BCE ha deciso di smussare la sorveglianza bancaria che prevede, tra l'altro, che per poter operare ed erogare prestiti le banche rispettino una ratio di capitale minimo prevista dagli accordi di Basilea III.

---

<sup>77</sup> Cosiddetto "canale del tasso di cambio"

I criteri introdotti sono stati resi più flessibili anche con riguardo all'analisi della qualità dei crediti detenuti dalle banche e alla valutazione che le banche devono fare sul rating delle imprese.

Ad esempio, la BCE ha previsto che, in caso sospensione dei mutui non ci sarà una classificazione negativa dell'impresa<sup>78</sup>.

A seguito di tali opzioni è stata registrata una maggiore erogazione del credito che si realizza in tempi più rapidi e la possibilità di sospendere i mutui più facilmente.

Il 9 aprile 2020, la Banca Europea d'Investimenti (BEI) ha proposto una nuova linea di credito di 200 miliardi che si è aggiunta ad una linea da 40 miliardi già attiva.

Queste linee di credito sono possibili grazie a garanzie sui bilanci nazionali dei Paesi Ue.

Questo potrebbe aiutare lo Stato italiano ad attivare prestiti ponte per le imprese a lunga scadenza in sinergia con la Cassa Depositi e Prestiti, il Mediocredito e la SACE.

Programmi COSME e Innovfin, hanno stanziato 1 miliardo nel bilancio UE come garanzia per il Fondo europeo per gli investimenti in modo da facilitare la liquidità per PMI.

Tramite tali soluzioni è stato reso possibile mobilitare 8 miliardi di finanziamento a sostegno di almeno 100.000 imprese.

Il programma SURE<sup>79</sup>, invece, lo stanziamento di 100 miliardi per combattere la disoccupazione prevedendo 25 miliardi di garanzie degli Stati membri, finalizzati a finanziare le "casse integrazioni" nazionali.

---

<sup>78</sup> L'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha, inoltre, confermato che la banca potrà valutare la situazione del cliente nel lungo periodo.

<sup>79</sup> Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency

La BCE contribuisce, inoltre, all'organizzazione dell'operazione di emissione di bond con tripla A, a tassi molto bassi, bassissimi, a favore di Paesi che ne hanno bisogno<sup>80</sup>.

Anche qui, dunque, siamo in presenza di una mutualizzazione dei debiti e di una solidarietà nei confronti degli Stati più indebitati.

La durata delle obbligazioni dovrà essere decisa singolarmente per ogni Paese dal Consiglio, è comunque previsto che non si potrà rimborsare più del 10% del debito.

Oltre a SURE si potrà utilizzare il Fondo Sociale Europeo (FES) per il reinserimento nel mercato del lavoro di lavoratori dipendenti che perderanno il posto, e autonomi, anche in modo diretto.

---

<sup>80</sup> Questo è un grande vantaggio per l'Italia che potrà sia prendere soldi sicuri ed a tassi molto più bassi per aiutare i lavoratori e sia ricevere prestiti in proporzione molto più ampi rispetto alla garanzia fornita sul suo bilancio nazionale.

## *Conclusioni*

Il lavoro ha descritto la Banca Centrale Europea, soffermandosi sulla sua accezione di vigilante del sistema bancario.

L'Unione monetaria nacque con la specifica idea di assegnare alla BCE la sola politica economica ammessa, quella monetaria, ma allora non era stata prevista la sua funzione anticrisi.

La BCE avrebbe dovuto limitarsi a regolare l'inflazione salvaguardando i valori reali dell'economia dell'Unione, tuttavia, le condizioni macroeconomiche si sono rese tali da richiedere un cambio di rotta, che è insito nell'impiego di politiche economiche monetarie non convenzionali.

Tale funzione è diretta all'individuazione degli elementi di vulnerabilità che espongono a rischio il sistema.

L'assolvimento della funzione descritta si realizza con la collaborazione delle altre banche centrali dell'Eurosistema e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC).

L'emersione nel sistema di rischi potenziali di natura 'sistemica' comporta l'intervento della BCE che può realizzarsi ricorrendo a politiche macroprudenziali che hanno il fine della stabilizzazione e della salvaguardia della 'stabilità finanziaria'.

Tale condizione riduce l'eventualità che il processo di intermediazione finanziaria subisca turbative di gravità tale da esercitare un impatto avverso sull'attività economica reale.

La vigilanza della BCE, in tal modo, impedisce l'accumulo di rischi, riconducibili a fattori esterni o a carenze di mercato, al fine di mitigare le variazioni del ciclo finanziario. Tali funzioni, inoltre, limitano gli effetti di contagio.

Infine, esse favoriscono una prospettiva sistemica nella regolamentazione finanziaria per trasmettere la giusta combinazione di incentivi agli operatori di mercato.

La crisi economica del 2007 ha visto la BCE allentare le funzioni di vigilanza per delineare politiche non convenzionali, ovvero non appartenenti alle sue funzioni principali.

La BCE ha provveduto a creare liquidità con l'obiettivo di abbassare i tassi di interesse ed esortare gli investimenti rafforzando, ulteriormente il suo impegno con il progetto "*Quantitative easing*", che ha previsto l'immissione di 60 miliardi di euro al mese.

Inoltre, con la riduzione del tasso di interesse, si è puntato a deprezzare l'euro e a rendere, in tal modo, più convenienti le esportazioni.

Le politiche anticrisi europee hanno mirato a curare l'aspetto monetario, piuttosto che quello reale affidando, quest'ultimo, ai singoli Paesi.

Con l'inizio della pandemia COVID19, la BCE ha continuato il suo intervento non convenzionale allentando, al contempo, la sua vigilanza sul sistema bancario.

Inoltre, sono stati avviati prestiti alle banche ordinarie che hanno fatto subito registrare una maggiore erogazione del credito, realizzata in tempi più rapidi ed è stata offerta la possibilità di sospendere i mutui più facilmente.

Queste linee di credito sono state rese possibili grazie a garanzie sui bilanci nazionali dei Paesi Ue.

La BCE contribuisce, inoltre, all'organizzazione dell'operazione di emissione di bond con tripla A, a tassi molto bassi, bassissimi, a favore di Paesi che ne hanno bisogno.

Anche qui, dunque, siamo in presenza di una mutualizzazione dei debiti e di una solidarietà nei confronti degli Stati più indebitati.

La durata delle obbligazioni dovrà essere decisa singolarmente per ogni Paese dal Consiglio, è comunque previsto che non si potrà rimborsare più del 10% del debito.

In definitiva, l'elaborato ha evidenziato che la BCE, istituita per monitorare i livelli inflazionistici dell'area euro, ha svolto un ruolo di primo piano durante le crisi economiche, scongiurando il loro aggravarsi e fornendo un valido supporto all'economia reale.

## BIBLIOGRAFIA

Alesina, A. (1988). *Macroeconomics and Politics*, NBER Macroeconomic Annual 1988, Cambridge (MA)

Annunziata F. (2014), *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino

Baffi P. (2002), *Le origini della cooperazione tra le banche centrali*, Bari

Banca d'Italia, *Occasional papers. Unconventional monetary policy in theory and in practice*, (di) Cecioni, Ferrero, Secchi. Settembre 2011

Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, L'indebitamento delle famiglie italiane dopo la crisi del 2008*, Silvia Magri e Raffaella Pico

Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*", Ugo Albertazzi, Tiziano Opele, Gabriele Sene e Federico M. Signoretti

Bardozzetti A., (Banca d'Italia) e Davide Dottori (Banca d'Italia), Tema di discussione n. 897, gennaio 2013, Clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?

BCE: Report anni: 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2018, 2019

Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F. (2010), *Macroeconomia. Una prospettiva europea*, ed. 1, Il Mulino, Bologna

Bloomberg, "*Deutsche Bank No. 1 in Europe as Leverage Hits Valuation*", 27 marzo 2012

Buitier W. H., *Lesson from the 2007 Financial Crises*, Cepr Policy Insights, n. 18/2007, su [www.cepr.org](http://www.cepr.org)

Capriglione F. (2019), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, CEDAM

Capriglione F. (2016), *Unione monetaria e ruolo della BCE. Unione bancaria europea, SSM, SRM*, in: M. Pellegrini, *Corso di diritto pubblico dell'economia*, CEDAM

- De Grauwe P. (2013), *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, Bologna
- Debelle, G. (1993)., *Central bank independence: A free lunch?* Mimeo, Department of Economics, MIT, Cambridge (MA)
- Di Giorgio G. (2007), *Lezioni di economia monetaria*, terza ed. 3, CEDAM, Padova
- Draghi M. (2012), *Global Investment Conference*, Londra, 26 luglio 2012
- Draghi M., *Discorso di inaugurazione dell'anno accademico 2012/2013*, Università Bocconi, Milano 15 novembre 2012
- Gai L. (1999), *Profili istituzionali dell'attività bancaria*, Torino
- Giorgianni F., Tardivo C. M. (2012), *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Giuffrè editore
- Goodhart C.A., *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Intervento di L. Bini Smaghi, Bologna, marzo 2011
- Papadia F., Santini C. (2012), *La Banca Centrale Europea*, ed. 6, Il Mulino, Bologna
- Pellegrini M. (2003), *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, Cacucci, Bari
- Romagnoli G. (2018), *Consob, Profili e attività*, Torino
- Vaciago G. (2007), *"Crisi dei mercati finanziari e scarsa informazione"*, in *Il Mulino*, n. 43
- Villani U. (2012), *Istituzioni di Diritto dell'Unione Europea*, Cacucci Editore, Bari
- Visco I., (2011), *La governance economica europea: riforma e implicazioni*, in particolare "Il meccanismo di intervento per le situazioni di grave crisi di uno stato membro", Atti dell'intervento tenuto all'Università de L'Aquila l' 8.03.2011, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

Visco I., *Lectio magistralis "Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi", Lectio magistralis. Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi, Firenze, 18 gennaio 2013*