

Il programma OMT ed il controllo giudiziale delle Corti Supreme Europee sull'azione della Bce*

Nota a sentenza della Corte di Giustizia del 16 giugno 2015, nella causa C-62/14,
Gauweiler e altri vs Bce

di Francesco Pennesi**

(13 gennaio 2016)

Sommario: 1. Prologo. Il Programma OMT e l'opposizione della Corte Costituzionale tedesca. 2. Sulla compatibilità del programma OMT con il divieto di finanziamento monetario previsto dall'art. 123 TFUE. 3. Sul diverso sindacato giudiziale degli strumenti monetari proposto dai giudici europei e tedeschi. La distinzione prevista dai Trattati tra politica economica e monetaria. 4. Le conseguenze della sentenza Gauweiler sul Quantitative Easing ed il rispetto della No Bail-out Clause (art. 125 TFUE).

1) Prologo. Il Programma OMT e l'opposizione della Corte Costituzionale tedesca.

Quando nel 2012 diversi paesi del Sud Europa apparivano prossimi al default, il Presidente della Bce Mario Draghi assicurò che l'Istituto di Francoforte era pronto a "fare tutto il necessario per salvare l'Euro". Un mese dopo il Consiglio Direttivo teneva fede all'impegno del suo Presidente annunciando l'attivazione dell'OMT (*Outright Monetary Transaction*)¹. Il programma consisteva nella promessa di acquistare un numero potenzialmente illimitato di titoli di Stato, senza operare come creditore privilegiato, e soltanto per quei paesi dell'Eurozona che, in difficoltà finanziaria, accettavano di sottoporsi ad un programma di risanamento stipulato con il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM)².

Secondo l'Istituto di Francoforte la crisi finanziaria ed il differenziale eccessivo tra i titoli di Stato di alcuni paesi della Zona Euro (*c.d. spread*) avevano danneggiato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, cioè la maniera attraverso cui gli impulsi monetari della Bce influenzano l'economia. L'elevata frammentazione finanziaria impediva infatti all'Istituto di determinare l'andamento dei prezzi nella zona euro in maniera uniforme. L'Eurozona appariva divisa in due gruppi disomogenei, costituiti dai paesi "periferici" che incontravano gravi difficoltà a finanziarsi autonomamente sul mercato e per questo dovevano pagare ingenti interessi sui propri titoli, e dai paesi "virtuosi", i cui bilanci venivano invece considerati dagli investitori sani e sostenibili. La Bce riteneva che con un divario così marcato tra singoli stati, le sue politiche convenzionali non potevano funzionare efficacemente, dato che i membri "virtuosi" e quelli "periferici" avrebbero avuto

* Scritto sottoposto a *referee*.

¹ BCE, *Technical features of the Outright Monetary Transactions*, Press Release, 6 september 2012, consultabile su www.ecb.eu.

² CAFARO, *L'azione della Bce nella crisi dell'area dell'euro alla luce del diritto dell'Unione Europea, in La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area dell'euro. Profili giuridici* (a cura di Adinolfi e Vellano), Giappichelli 2013.

bisogno di due politiche monetarie diametralmente opposte. Il ricorso a politiche monetarie non convenzionali, quindi, veniva presentato come strumentale al recupero di quelle ordinarie, divenute inefficaci a causa delle crisi finanziaria.

Il programma OMT rappresenta un atto atipico, in quanto gli effetti ricercati dalla Bce si sono prodotti attraverso il *mero annuncio*, avvenuto tramite un comunicato stampa. Gli acquisti di titoli di stato infatti non sono mai avvenuti, dato che la semplice promessa di una loro eventuale acquisizione ha calmato le turbolenze finanziarie all'interno della Zona Euro.

Nonostante quindi l'OMT sia risultato senza costi per le casse della Bce, la Corte Costituzionale tedesca ha messo apertamente in dubbio la legalità del programma³, effettuando per la prima volta nella sua storia un rinvio pregiudiziale di interpretazione alla Corte di Giustizia⁴. Il 16 Giugno 2015 la massima Corte europea si è pronunciata sul ricorso⁵, confermando la compatibilità degli acquisti con il diritto europeo. Le due Corti si sono trovate in disaccordo sull'interpretazione tanto dei Trattati quanto dell'operato della Banca: i giudici dovevano infatti valutare se il programma OMT violasse o meno il divieto di finanziamento monetario ex art. 123 TFUE (2), e se gli acquisti di titoli dovessero essere considerati degli atti di politica economica o monetaria (3). La risposta a tali quesiti era senz'altro destinata ad avere ripercussioni anche sulla legalità di tutti gli altri strumenti non convenzionali della Bce, non ultimo il Quantitative Easing (4).

2) Sulla compatibilità del programma OMT con il divieto di finanziamento monetario previsto dall'art. 123 TFUE.

Come abbiamo visto, il programma OMT consiste nella promessa di acquistare titoli sovrani nel mercato secondario, cioè da prenditori diversi dagli Stati emittenti. Quest'ultima precisazione non è di poco conto. I Trattati proibiscono infatti alla Bce l'acquisto di titoli nel mercato primario, cioè direttamente dagli Stati al momento dell'emissione.

Sebbene tali operazioni nel mercato secondario siano invece permesse dall'art. 18 dello Statuto, il divieto sarebbe di fatto aggirato se i soggetti privati, confidando nel sicuro riacquisto da parte della Bce, comprassero i titoli a prescindere dal loro valore di mercato, agendo di fatto come "intermediari" dell'Istituto di Francoforte.

Nel rigettare questi dubbi di incompatibilità con il diritto comunitario, la CGUE fa proprie le giustificazioni avanzate dalla Bce a difesa del suo programma. In particolare, ritiene le "garanzie" predisposte dalla Banca sufficienti ad evitare un illegale aggiramento dell'art. 123 TFUE. L'Istituto promette infatti di comprare unicamente titoli di breve durata, i meno idonei quindi a modificare il valore di mercato dei titoli, e senza mai annunciare ex ante la quantità dei prodotti da acquistare. In questo modo gli agenti privati non potranno mai essere sicuri del riacquisto da parte della Bce, comprando soltanto quei titoli che riterranno

³ BASSAN, *Le operazioni non convenzionali della Bce al vaglio della Corte Costituzionale tedesca*, Rivista di diritto internazionale, 2/2014, pag. 361 ss.

⁴ Cfr BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.1.2014, Absatz-Nr. (1 - 105), sentenza consultabile in inglese sul sito della Corte, su http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813en.html

⁵ CGUE, Causa C-62/14, Gauweiler e altri vs BCE, liberamente consultabile sul sito <http://curia.europa.eu>

affidabili. Infine, la Corte sottolinea, gli acquisti dovranno essere proporzionali all'obiettivo prefissato, che è quello di "preservare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria", e cesseranno una volta che lo stesso sia ripristinato.

La Corte quindi non mette mai in dubbio l'obiettivo prefissato dalla Bce nel proprio comunicato stampa, cioè quello di ripristinare la trasmissione della politica monetaria. Tuttavia appare evidente che il programma OMT avesse uno scopo ulteriore e più importante rispetto a quello di assicurare l'efficacia delle operazioni convenzionali della Bce: influenzare in maniera diretta il tasso d'interesse dei titoli di stato dei paesi in maggiore difficoltà (Grecia, Spagna, Portogallo ed Italia) con il fine di impedire la bancarotta di questi ultimi e salvaguardare la stabilità finanziaria dell'Eurozona.

Con l'acuirsi della crisi finanziaria, infatti, i paesi "periferici" dovevano pagare degli interessi enormi per finanziarsi sul mercato, con il rischio sempre più concreto di default finanziario. La promessa di acquistare i titoli emessi da tali Stati ha calmato le turbolenze e diminuito notevolmente il divario di rendimento tra i titoli dei paesi "virtuosi" e "periferici".

A questo punto conviene domandarsi perché il mero annuncio degli acquisti sia risultato sufficiente a calmierare lo *spread* all'interno dell'area della moneta unica. Ciò è avvenuto perché la crisi finanziaria dei paesi periferici era dovuta ad un vizio genetico della Zona Euro, cioè l'assenza di una banca centrale che esercitasse la funzione di prestatore di ultima istanza. Tale mancanza aveva portato gli investitori a dubitare dell'irreversibilità dell'euro, aumentando la possibilità che uno o più paesi europei abbandonasse la moneta unica per tornare alla propria valuta nazionale. Mentre infatti i titoli di stato inglesi, americani o giapponesi sono sempre assicurati dalla banca centrale del rispettivo paese, all'interno della Zona Euro tale garanzia è vietata dall'art. 123 TFUE, che proibisce espressamente alla Bce di esercitare questo ruolo. Gli agenti privati tengono in grande considerazione questa mancanza, non potendo essere sicuri che, una volta arrivati a scadenza, i titoli acquistati verranno effettivamente pagati. Normalmente, infatti, gli investitori sono rassicurati dal fatto che, in caso di insolvenza dello Stato, interverrà comunque la banca centrale stampando ulteriore moneta. Tale rassicurazione non può invece essere fornita dai paesi della Zona Euro, che avendo ceduto la propria sovranità monetaria alla Bce non potevano in alcun modo far fronte ai propri debiti con delle politiche monetarie accomodanti.

L'assenza di tale garanzia aveva spinto gli investitori a disfarsi dei titoli che, a torto o ragione, venivano considerati a rischio ed a comprare quelli emessi dagli Stati "virtuosi". Tale rincorsa aveva ovviamente spaccato l'Eurozona in due aree diverse, una in buone condizioni mentre l'altra a rischio di bancarotta, rendendo difficile per l'Istituto di Francoforte operare in maniera uniforme. La Bce è quindi intervenuta per sanare un vizio genetico dell'Unione Economica e Monetaria, promettendo di operare come prestatore di ultima istanza e assicurando gli investitori sulla irreversibilità della moneta unica. E' opinione comune che tale operazione, di grande impatto comunicativo e mediatico, abbia salvato i paesi in difficoltà dal default finanziario.

Risulta dalla giurisprudenza della CGUE che, al fine di stabilire se una misura rientri nella politica monetaria, occorre far riferimento principalmente all'obiettivo perseguito ed ai mezzi scelti per implementarlo (Sentenza Pringle, C-370/12). Ebbene, se vogliamo dare seguito a quanto detto fino ad ora, dovremmo dedurre che il programma OMT è volto ad assicurare la stabilità finanziaria della Zona Euro (obiettivo) attraverso la promessa d'acquisto di titoli di Stato (mezzo).

Stando alla lettera dei Trattati, l'obiettivo della stabilità finanziaria non rientra tra i compiti istituzionali della Bce. L'art. 127 TFUE prevede infatti che l'Istituto persegua principalmente la stabilità dei prezzi, e soltanto in via subordinata supporti le politiche generali dell'Unione. Ed infatti la Corte, tanto nella sentenza Gauweiler quanto in quella Pringle, ha chiarito che assicurare la stabilità finanziaria è un compito affidato agli Stati membri. Tuttavia ci sono numerose ragioni per considerarla anche un obiettivo implicito dell'Istituto. La Bce ha infatti il compito di contribuire alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi ed alla stabilità del sistema finanziario (art. 3.3 e 25.1 dello Statuto), nonché quello di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento (art. 127.2 TFUE e 3.1 dello Statuto). Inoltre la stabilità finanziaria si pone in stretta relazione con l'obiettivo primario dell'Istituto previsto dall'art.127, cioè la stabilità dei prezzi. Se infatti l'Eurozona implode ed ogni Stato membro ritorna alla propria valuta, sarà ben difficile mantenere il potere d'acquisto dell'euro.

Tale lettura degli obiettivi della Bce appare anche in linea con lo spirito dell'art.123 TFUE⁶. La preoccupazione principale dei "costituenti" europei a Maastricht era quella di assicurarsi che i bilanci degli Stati membri fossero correttamente esposti al mercato. La certezza di poter ottenere prestiti o aiuti finanziari dalla Bce poteva infatti incoraggiare governi poco prudenti ad indebitarsi eccessivamente. Ebbene, in una situazione di grave turbolenza finanziaria, alcuni Stati membri si trovavano esposti ad interessi eccessivi non a causa dei propri fondamentali economici⁷, ma per via delle speculazioni circa una possibile rottura della Zona Euro. La Bce, attraverso la sua promessa di acquisto, ha riportato gli Stati ad una corretta esposizione al mercato, rispettando quindi sia la lettera (dato che gli acquisti dovrebbero avvenire nel mercato secondario) sia lo spirito dell'art. 123 TFUE.

Se quindi si considera la stabilità finanziaria un obiettivo implicito dell'azione della Banca, il programma sarà sicuramente legale, perseguendo un obiettivo monetario legittimo con i mezzi più adeguati. Dato che la semplice promessa di acquistare i titoli ha fermato le turbolenze sui mercati finanziari, difficilmente si potrà accusare la Bce di aver utilizzato mezzi sproporzionati all'obiettivo.

Perché allora la Bce nel suo comunicato stampa parla esclusivamente del ripristino del canale monetario, senza nemmeno accennare alla stabilità finanziaria? Il Consiglio

⁶Cfr CAPRIGLIONE, SEMERARO, *Il Securities Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della Bce*, Rivista trimestrale di diritto ed economia, 2011, pag.257-283. Consultato il 14/12/2015 su http://www.fondazioneicapriglione.luiss.it/2011_03_RTDE.pdf

⁷STEINBACH, *The legality of European Central Bank's Sovereign Bond Purchases*, The Yale Journal of International Law Online, Fall 2013, Vol.39. Consultato il 14/15/2015 su <http://www.yjil.org/docs/pub/o-39-steinbach-the-legality-of-european-central-banks-sovereign-bond-purchases.pdf>

Direttivo conosceva le fortissime resistenze della Corte Costituzionale tedesca al programma OMT. Per questo è stato costretto a trovare una giustificazione il più possibile aderente alla lettera dei trattati (“ripristino del canale monetario”) nella speranza che la CGUE non effettuasse un controllo sostanziale sulle motivazioni dell’Istituto, cosa puntualmente avvenuta. I Giudici europei hanno infatti sottolineato che quando la Bce effettua “scelte di natura tecnica e previsioni e valutazioni complesse, occorre riconoscergli, in tale contesto, un ampio potere discrezionale”. La CGUE ha quindi accettato, in ragione della complessità delle decisioni in materia di politica monetaria, di limitarsi ad un sindacato debolissimo sulle scelte della Bce, accettando di fatto la motivazione “a metà” dell’Istituto.

Il controllo promesso dai giudici europei sull’operato della Bce appare quindi assolutamente residuale. L’approccio formalistico adottato dalla CGUE ha come conseguenza quella di rendere l’annullamento di un atto monetario un evento puramente ipotetico⁸, realizzabile soltanto in caso di manifesta contraddittorietà o errore della motivazione. La giurisprudenza della Corte europea rende quindi l’azione dei banchieri libera dal controllo giudiziale, con una conseguenza evidente: l’allargamento del mandato monetario della Bce, di cui si dirà nel prossimo capitolo.

3) Sul diverso sindacato giudiziale degli strumenti monetari proposto dai giudici europei e tedeschi. La distinzione prevista dai Trattati tra politica economica e monetaria.

Come è noto, l’Unione Economica e Monetaria (EMU) è caratterizzata da una netta distinzione tra la politica economica, oggetto di un mero coordinamento tra gli Stati membri, e quella monetaria, trasferita invece alla Banca Centrale Europea.

Questa asimmetria genetica tra il pilastro economico e monetario dell’EMU implica il divieto per la Bce di adottare atti di politica economica, invadendo quindi una competenza che gli Stati hanno sempre custodito gelosamente. Tuttavia tracciare una linea di demarcazione tra le due competenze è particolarmente arduo: i Trattati infatti non prevedono espressamente alcun criterio per distinguere le due politiche. Per di più lo stesso atto può essere considerato economico o monetario in base alla dottrina politica di riferimento. Poi, dato che ogni atto di politica monetaria influenza l’andamento dei prezzi, i governi nazionali non possono non tenerne conto nel momento in cui programmano le proprie politiche di bilancio. Infine, i Trattati prevedono che la Bce, una volta assicurato l’obiettivo della stabilità dei prezzi, debba supportare le politiche economiche generali dell’Unione (art. 127 TFUE), un obiettivo tutt’altro che incompatibile con politiche monetarie di carattere espansionistico.

Tutti gli elementi sopra evidenziati hanno contribuito a far sì che la Corte di Giustizia e la Corte Costituzionale tedesca fornissero due interpretazioni diverse del mandato monetario della Bce. Secondo i giudici comunitari, come abbiamo visto, l’alto tasso di tecnicità

⁸ PISANESCHI, *Legittimo secondo la Corte di Giustizia il piano di allentamento monetario (OMT) della BCE. Una decisione importante anche in relazione alla crisi greca* in federalismi.it. Consultato il 14/15/2015 su http://www.federalismi.it/documento/editoriale/EDITORIALE_30062015204700.pdf.

presente nelle decisioni di carattere monetario impedisce all'Organo Giudicante un controllo penetrante sugli obiettivi ed i mezzi scelti. Per la CGUE infatti soltanto la Bce dispone delle conoscenze richieste per effettuare le necessarie valutazioni tecniche. I giudici non possono entrare nel merito di tali decisioni senza sostituirsi ai banchieri.

A ben vedere, però, la giurisprudenza della CGUE rischia di collocare l'Istituto bancario al di fuori della *rule of law* europea. Rifiutandosi infatti di effettuare un sindacato sostanziale delle scelte monetarie di Francoforte, i giudici europei accettano che la stessa sia totalmente indipendente non solo dall'influenza politica delle Istituzioni europee e nazionali (come previsto dai Trattati), ma anche dal controllo giudiziale della Corte.

Se la CGUE fosse entrata nel merito della decisione OMT, avrebbe potuto finalmente disciplinare con maggiore precisione il diritto della BCE di ricorrere a poteri impliciti, quali appunto gli strumenti non convenzionali. Inoltre, una sentenza più attenta alla sostanza che alla forma avrebbe anche chiarito la questione più controversa in materia di politica monetaria: cioè se l'Istituto sia legittimato o meno a perseguire, oltre all'obiettivo della stabilità dei prezzi, quello della stabilità finanziaria. Le conseguenze della sentenza sono evidenti: la mancanza di un governo centrale europeo che possa interloquire a livello paritario con il Presidente Draghi, nonché l'assenza di qualsiasi potere del parlamento europeo (e di quelli nazionali) di influenzare l'operato della banca, unito con la dichiarata volontà della CGUE di non sindacare nel merito le sue operazioni monetarie, rendono la Bce un'Istituzione europea non solo sui generis, ma anche estranea al principio di legalità europea.

Se quindi la giurisprudenza della CGUE ha come conseguenza quella di rendere la banca un'istituzione priva dei necessari controlli giudiziali (e contrappesi democratici), quella dei giudici tedeschi ha l'effetto opposto, ma altrettanto deleterio, di condizionare eccessivamente l'azione dell'Istituto.

La Corte costituzionale tedesca, infatti, arriva nella sentenza Gauweiler a delle conclusioni totalmente opposte. Secondo i giudici la Bce è dotata di un elevatissimo grado di autonomia nei confronti delle Istituzioni democratiche europee e nazionali in virtù del proprio mandato monetario, cioè in virtù dell'esclusivo obbligo di salvaguardare la stabilità dei prezzi nella Zona Euro. Se tale mandato venisse interpretato in maniera estensiva, permettendo di conseguenza alla Bce di utilizzare poteri o strumenti non espressamente previsti dai Trattati, questo equivarrebbe ad un vulnus democratico irreparabile per la democrazia tedesca. Il Parlamento ed il Governo avevano infatti accettato di cedere la propria sovranità monetaria ad una Istituzione Europea per un mandato ben preciso, che secondo i giudici equivarrebbe esclusivamente agli strumenti monetari ordinari. Tutti le nuove operazioni utilizzate dalla Bce durante la crisi dell'euro, ed in particolare il programma OMT, sarebbero quindi *ultra vires*.

Il sindacato fortissimo promosso dai giudici tedeschi ha come conseguenza quella di impedire alla Bce di intervenire a salvaguardia della stabilità finanziaria dell'Eurozona, un obiettivo che, come abbiamo visto, è perfettamente compatibile con lo spirito dei Trattati. La convinzione dei giudici tedeschi di poter annullare gli atti di un'istituzione che, a ben

vedere, non rientra nemmeno tra gli organi costituzionali tedeschi, non può essere condivisa in quanto non supportata da alcun dato normativo. Il controllo giurisdizionale sugli atti politici, inclusi quelli di politica monetaria, dovrebbe basarsi su standard legali certi. Se la legge non li prevede, allora il giudice dovrebbe esimersi dall'entrare nel merito della questione in nome del principio della divisione dei poteri. Effettuare un controllo sostanziale delle decisioni che hanno spinto il Consiglio Direttivo ad approvare il programma OMT, nell'incertezza del dato normativo, presupporrebbe di fatto una "contro-analisi" delle valutazioni tecniche dell'Istituto. Una "valutazione della valutazione" monetaria della Bce che implicherebbe de facto una sostituzione dei banchieri centrali, professionisti specializzati in materia monetaria, con i giudici, che invece non dispongono di tali conoscenze. Ma questo è inaccettabile, soprattutto perché l'Istituto è stato dotato di un'ampia autonomia proprio affinché prendesse le proprie decisioni senza influenze esterne. Tanto più in una situazione di grave crisi, ove la stessa sussistenza dell'Unione Europea appariva a rischio. Come ha scritto il giudice dissenziente Lubbe-Wolff⁹, la necessità che il controllo giudiziale si basi su standard legali certi cresce con l'importanza della decisione che deve essere presa.

Il controllo auspicato dalla Corte Costituzionale tedesca implica l'intervento dei giudici in un "momento in cui il processo politico è ancora in formazione", con conseguenze gravi nell'equilibrio istituzionale dell'Unione Europea. In una situazione di grave emergenza finanziaria, infatti, la Bce doveva decidere in tempi brevi, incompatibili con quelli, ben più lunghi, del controllo giudiziale. Inoltre, in assenza di standard di controllo giudiziale certi, la possibilità di un annullamento delle proprie decisioni pesa come una scure sulla capacità decisionale dell'Istituto, influenzandone le scelte e diminuendo l'effettività del suo operato.

Non è un caso che ogni atto direttamente o indirettamente collegato alla Bce (prestiti bilaterali alla Grecia, ESM, OMT) sia stata oggetto di ricorsi presso la Corte Costituzionale tedesca. Il risultato di tale attivismo giudiziale è stato quello di influenzare ogni decisione di *crisis management* adottato dalla Banca. Il Consiglio Direttivo era puntualmente costretto a domandarsi se, prendendo una determinata decisione, sarebbe incorso o meno nell'approvazione del Bundesverfassungsgericht. I giudici dovrebbero valutare ex post la legalità degli atti giuridici, non influenzarne ex ante la formazione.

Come abbiamo visto, quindi, le due Corti propongono due ruoli diversi per la Bce: mentre i giudici tedeschi pretendono che eserciti unicamente il suo ruolo originario di "guardiano della stabilità dei prezzi", senza alcuno spazio per politiche monetarie di tipo espansionistico, i giudici europei immaginano invece una banca centrale il cui operato non sia sottoposto a stretti controlli giudiziali, libera in questo modo di perseguire scopi diversi ed ulteriori rispetto al controllo dell'inflazione, come appunto la stabilità finanziaria. Entrambe le interpretazioni possono produrre delle gravi disfunzioni al già fragile equilibrio istituzionale europeo, proponendo o una Banca Centrale costretta all'inerzia da una giurisprudenza troppo invasiva, oppure posta al di fuori della legge da un controllo eccessivamente lasso. Nell'ultimo paragrafo di questo scritto si cercherà di valutare se le

⁹Cfr paragrafo 12 della *dissenting opinion* del giudice.

sentenze appena analizzate hanno influenzato l'ultimo strumento non convenzionale approvato, segnatamente il *Quantitative Easing*.

4)Le conseguenze della sentenza Gauweiler sul Quantitative Easing ed il rispetto della No Bail-out Clause (art. 125 TFUE).

L'ultimo strumento non convenzionale utilizzato dalla Bce, il c.d. Quantitative Easing (QE)¹⁰, rappresenta una dimostrazione plastica dell'influenza indiretta che un sindacato forte come quello auspicato dai giudici tedeschi può esercitare nei confronti della Bce.

Il QE è un programma monetario consistente nell'acquisto di sessanti miliardi di euro di attività finanziarie, incluso titoli di Stato nel mercato secondario. L'obiettivo del programma è quello di combattere il rischio di deflazione, quindi un fine assolutamente in linea con la lettera dei Trattati (la stabilità dei prezzi). Gli acquisti servono a riportare il tasso di inflazione vicino al 2%, un obiettivo inflazionistico non previsto espressamente dalla legge, ma che la Bce ha considerato ottimale fin dalla sua formazione.

IL QE si distingue nettamente dall'OMT sia per i suoi obiettivi che per i mezzi scelti per la sua implementazione. Mentre l'OMT consiste infatti nella promessa di acquisto, e come abbiamo visto tale annuncio ha prodotto da solo gli effetti ricercati dal programma, nel QE gli acquisti sono iniziati non appena il piano è stato approvato.

La seconda differenza sostanziale tra i due strumenti è la mancanza di selettività del QE. Mentre infatti l'OMT consiste nell'acquisto di titoli, ma soltanto per quei paesi che ne faranno espressamente richiesta, nel QE le acquisizioni vengono implementate direttamente dalle Banche centrali nazionali e sono proporzionate alla percentuale del capitale della Bce da queste ultime posseduto. Questo significa che gli acquisti non avverranno negli Stati ove ve n'è più bisogno, ma saranno invece proporzionati alla grandezza delle economie nazionali.

Questi due elementi testimoniano anche il diverso obiettivo concretamente perseguito dalla Bce: attraverso l'OMT, l'Istituto voleva assicurare gli investitori circa la tenuta della Zona Euro (stabilità finanziaria). Gli acquisti del QE sono invece chiaramente volti a combattere la spinta deflazionistica che attualmente attanaglia i paesi europei (stabilità dei prezzi). Il Consiglio Direttivo spera infatti che "l'alleggerimento" dei bilanci delle banche a seguito degli acquisti le incoraggi ad aprire le linee del credito per imprese e famiglie private, riattivando di conseguenza i consumi.

Il QE persegue quindi un obiettivo chiaramente in linea con la lettera dei Trattati (stabilità dei prezzi), utilizzando dei mezzi, le operazioni di mercato aperto, cioè l'acquisto nel mercato secondario di attività finanziarie, espressamente previsti dall'art. 18 dello Statuto.

Tuttavia il Consiglio direttivo, nell'attivare il programma, ha dovuto fare necessariamente i conti con la prevedibile opposizione della Corte Costituzionale tedesca, contraria a qualsiasi ipotesi di Quantitative Easing. Secondo i giudici tedeschi, infatti, ogni forma di

¹⁰ ECB, ECB announces expanded asset purchase program, liberamenteconsultabile su <https://www.ecb.europa.eu>

acquisto (compreso quelli all'interno del QE) sarebbe contrario all'art. 125 TFUE, che vieta l'automatica assunzione di responsabilità da parte dell'Unione o degli Stati membri per passività contratte da un singolo paese.

Se infatti uno Stato i cui titoli sono stati acquistati dalla Bce fallisse, l'Istituto potrebbe essere costretto ad accettare una riduzione (*haircut*) del proprio credito al pari di tutti gli altri creditori. La Bce potrebbe far fronte a tale spesa imprevista attraverso il fondo di emergenza. Ma se tale fondo risultasse insufficiente, gli Stati potrebbero essere costretti a ricapitalizzare la Banca, causando quindi un trasferimento finanziario illegale dagli Stati membri al paese in dissesto finanziario¹¹.

Come è possibile intuire, si tratta di un'ipotesi estremamente remota. Prima di tutto perché il QE si applica soltanto ai titoli di quei Paesi considerati dalle agenzie di rating (a torto o a ragione) perfettamente solvibili. I titoli greci, quindi, sono stati esclusi dal QE per via dell'alta rischiosità del loro rendimento.

Inoltre, la Bce potrebbe operare con un saldo negativo, compensando le perdite con i ricavi del signoraggio bancario prodotti durante gli esercizi successivi¹². Infine, il fallimento della Banca centrale europea rappresenta, di fatto, niente più di un caso di scuola¹³: appare infatti evidente che il contemporaneo fallimento di uno Stato membro e della Bce produrrebbe il dissolvimento dell'Unione Economica e Monetaria. Un evento di fronte al quale l'eventuale ed ipotetica violazione dell'art. 125 TFUE sembra ben poca cosa. Senza contare che la Bce, anche grazie alla sua indiscutibile competenza tecnica, ha sempre agito con grande prudenza, ottenendo fino ad ora soltanto profitti dalle sue operazioni non convenzionali.

Nonostante tutti gli appunti sopra considerati, la Bce è stata costretta a prevedere per il QE un piano di ripartizione delle perdite assolutamente incompatibile con il principio dell'unicità della politica monetaria all'interno dell'Eurozona. Il Consiglio Direttivo ha infatti previsto una condivisione di rischi tra Bce e banche nazionali soltanto per il 20% degli acquisti. Il restante 80%, invece, viene posto a carico delle banche nazionali acquirenti¹⁴. Dato che ogni banca centrale acquista soltanto i titoli emessi dal proprio paese d'origine, ogni Istituto sarà responsabile soltanto in caso di fallimento di quest'ultimo.

L'obiettivo evidente di questo schema di ripartizione delle perdite è quello di "prevenire" l'opposizione dei giudici costituzionali tedeschi nei confronti del programma. Non si tratta di una paura infondata: subito dopo l'approvazione del programma, alcuni cittadini tedeschi hanno subito impugnato il QE davanti la Corte, segno evidente che ormai una

¹¹WOLFF, *The ECB's OMT Programme and German Constitutional Concerns* in Think Tank 20: *The G-20 and Central Banks in the New World of Unconventional Monetary Policy*

¹²Cfr PACCES, REPASI, *Quantitative Easing in Europe. What it is, why it is legal and how it works*. EURO-CEFG Commentary. Consultato il 14/12/2015 su http://euro-cefg.eu/fileadmin/Files/Idc/Euro_CEFGEURO-CEFG_Commentary_on_Quantitative_Easing_in_Europe_1_.pdf

¹³Cfr DE GRAUWE, *Design failures in the Eurozone: Can they be fixed?* LEQS Paper No. 57/2013, February 2013. Consultato il 14/12/2015 su <http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/LEQS%20Discussion%20Paper%20Series/LEQSPaper57.pdf>

¹⁴ ECB, *What is the expanded asset purchase program?* <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.en.html>

certa opposizione tedesca alla nuova politica monetaria della Bce non si manifesta nelle aule parlamentari, ma in quelle giudiziarie. Trattandosi di un'operazione monetaria approvata da un'Istituzione europea, la corte federale tedesca dovrà rimettere nuovamente la questione alla CGUE. L'attività dell'Istituto di Francoforte si trova ancora una volta in balia del giudizio discordante di due Corti supreme che dovranno necessariamente trovare un punto d'incontro sul controllo giudiziale della banca centrale più indipendente al mondo.

** Laurea Magistrale in Giurisprudenza - Università degli Studi di Macerata

Forum di Quaderni Costituzionali