

# Politica monetaria europea. La pronuncia della Corte Costituzionale tedesca sul *Quantitative Easing* della Banca Centrale Europea ed il potenziale rivoluzionario del principio di proporzionalità

📅 09/11/2020

📖 DIRITTO EUROPEO E DELLA CONCORRENZA, DIRITTO COSTITUZIONALE E INTERNAZIONALE, DIRITTO BANCARIO E DEI MERCATI FINANZIARI

Roberto A. Jacchia  
Marco Stillo

In data 5 maggio 2020, il *Bundesverfassungsgericht* (Corte Costituzionale federale tedesca; “BVerfG”) si è pronunciato<sup>1</sup> sulla compatibilità con il diritto costituzionale tedesco del Programma di acquisto di titoli pubblici (*Public Sector Purchase*

*Programme*, PSPP)<sup>2</sup> della Banca Centrale Europea (*European Central Bank*, ECB), dichiarandolo parzialmente legittimo ma sollevando alcune perplessità sulla sua attuazione.

<sup>1</sup> BVerfG, Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 – 2 BvR 859/15, disponibile al seguente [LINK](#).

<sup>2</sup> Decisione (UE) 2015/774 della Banca centrale europea, del 4 marzo 2015, su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari, GUUE L 121 del 14.05.2015.

Il PSPP è uno dei quattro programmi di acquisto di titoli<sup>3</sup> gestiti dall'Eurosistema nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP)<sup>4</sup> della ECB (meglio noto come "*quantitative easing*"), che favorisce lo spostamento verso il basso dei rendimenti di mercato di titoli pubblici e privati, allo scopo di miglioramento le condizioni di offerta del credito e stimolare gli investimenti. L'APP facilita l'erogazione del credito all'economia dell'area dell'euro, rendendo più accessibili le condizioni di finanziamento a famiglie e imprese con l'obiettivo di ricondurre i tassi di inflazione a livelli prossimi al 2%, in linea con la missione della ECB di mantenere la stabilità dei prezzi a livello europeo.

Il PSPP, che rappresenta la quota maggiore del volume totale dell'APP, è stato lanciato nel 2015 per di ampliare gli acquisti di debito del settore pubblico sui mercati secondari. Trova la sua *ratio* in una serie di fattori che avevano sensibilmente accresciuto i rischi a medio termine sull'andamento dei prezzi e sulla loro stabilità, con offerta monetaria inferiore alle attese e tendenza al ribasso degli indicatori di inflazione effettiva e attesa. In tale prospettiva, la ECB e le banche centrali

nazionali, in proporzione alle rispettive quote, possono acquistare titoli di Stato o altri titoli di debito negoziabili emessi dai governi degli Stati Membri dell'area dell'euro, da agenzie riconosciute e da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo.

Questi i fatti. Con una serie di ricorsi individuali (consentiti nel sistema della giustizia costituzionale tedesca), alcuni cittadini tedeschi avevano adito direttamente il BVerfG, contestando i) la legittimità delle decisioni della ECB relative all'istituzione del PSPP, ii) la mancanza di provvedimenti da parte *Bundesregierung* (Governo federale) e del *Bundestag* (Parlamento federale) nei riguardi del PSPP, volti ad impedirne l'applicazione a livello nazionale o, in alternativa, a limitarne il più possibile l'impatto, e iii) il mancato ricorso, da parte della *Bundesbank* (Banca federale tedesca), dinnanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea per contestare il suo coinvolgimento nell'attuazione del PSPP. Più particolarmente, secondo i ricorrenti, le decisioni della ECB costituivano atti *ultra vires* in quanto non rientravano nel mandato ad essa conferito ai sensi del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)<sup>5</sup> e del Protocollo n. 4

---

<sup>3</sup> Nello specifico, gli altri programmi consistono i) nel terzo *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3) per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite, ii) nell'*Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP) per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari, e iii) nel *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), per l'acquisto di titoli obbligazionari e *commercial paper* emessi da società non finanziarie dei Paesi dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni si veda il seguente [LINK](#).

<sup>4</sup> Decisione (UE) 2015/5 della Banca centrale europea, del 19 novembre 2014, sull'attuazione di un programma di acquisto di titoli garantiti da attività, GUUE L 1 del 06.01.2015.

<sup>5</sup> L'articolo 127 TFUE dispone: "... L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, in appresso denominato "SEBC", è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del trattato sull'Unione europea. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all'articolo 119.

I compiti fondamentali da assolvere tramite il SEBC sono i seguenti:

- definire e attuare la politica monetaria dell'Unione,
- svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 219,
- detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri,
- promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

Il paragrafo 2, terzo trattino, non pregiudica la detenzione e la gestione da parte dei governi degli Stati membri di saldi operativi in valuta estera.

La Banca centrale europea viene consultata:

- in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione che rientri nelle sue competenze,

sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea<sup>6</sup>, e perciò contravvenivano al divieto di finanziamento monetario<sup>7</sup> ed al principio di attribuzione delle competenze tra Unione e Stati Membri<sup>8</sup>. Tali decisioni, inoltre, avrebbero violato il principio di democrazia sancito dall' articolo 38 del *Grundgesetz* (Legge Fondamentale), arrecando perciò pregiudizio all'identità costituzionale tedesca.

Nutrendo dubbi sul mandato della ECB, in data 18 luglio 2017 il BVerfG aveva deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre diverse questioni pregiudiziali<sup>9</sup> alla Corte di Giustizia, che con la sentenza *Weiss e altri* dell'11 dicembre 2018 aveva ritenuto<sup>10</sup> legittime

le decisioni della ECB dichiarando che il PSPP non aveva superato il mandato e le attribuzioni ad essa conferiti né violato il divieto di finanziamento monetario.

Nello specifico, secondo la Corte di Giustizia, gli effetti considerevoli del PSPP sul bilancio delle banche commerciali e sulle condizioni di finanziamento degli Stati Membri della zona euro non erano sufficienti a rimettere in discussione il fatto che il mantenimento della stabilità dei prezzi perseguito dalla Decisione (UE) 2015/774 potesse ricondursi all'obiettivo principale della politica monetaria dell'Unione ai sensi dell'articolo 127 TFUE. Una misura di politica monetaria, infatti, non può essere equiparata ad una

---

- 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 Banca centrale europea può formulare pareri da sottoporre alle istituzioni, agli organi o agli organismi dell'Unione competenti o alle autorità nazionali su questioni che rientrano nelle sue competenze.

Il SEBC contribuisce 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.

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...".

<sup>6</sup> GUUE C 202 del 07.06.2016. Per ulteriori informazioni si vedano gli articoli 17-24.

<sup>7</sup> L'articolo 123 TFUE dispone: "... Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali.

Le disposizioni del paragrafo 1 non si applicano agli enti creditizi di proprietà pubblica che, nel contesto dell'offerta di liquidità da parte delle banche centrali, devono ricevere dalle banche centrali nazionali e dalla Banca centrale europea lo stesso trattamento degli enti creditizi privati...".

<sup>8</sup> L'articolo 5 del Trattato sull'Unione Europea (TUE) al paragrafo 1 dispone: "... La delimitazione delle competenze dell'Unione si fonda sul principio di attribuzione. L'esercizio delle competenze dell'Unione si fonda sui principi di sussidiarietà e proporzionalità...". Inoltre, l'articolo 119 TFUE dispone: "... Ai fini enunciati all'articolo 3 del trattato sull'Unione europea, l'azione degli Stati membri e dell'Unione comprende, alle condizioni previste dai trattati, l'adozione di una politica economica che è fondata sullo stretto coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, condotta conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

Parallelamente, alle condizioni e secondo le procedure previste dai trattati, questa azione comprende una moneta unica, l'euro, nonché la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche, che abbiano l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo, di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

Queste azioni degli Stati membri e dell'Unione implicano il rispetto dei seguenti principi direttivi: prezzi stabili, finanze pubbliche e condizioni monetarie sane nonché bilancia dei pagamenti sostenibile...".

<sup>9</sup> BVerfG, Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 – 2 BvR 859/15, punto 80.

<sup>10</sup> CGUE 11.12.2018, Causa C-493/17, *Weiss e a., Lucke e a., Gauweiler, Heinrich von Stein e a.*

misura di politica economica per il solo fatto di produrre effetti indiretti che possono essere ricercati anche nel quadro della politica economica<sup>11</sup>. Più particolarmente, qualora il mantenimento della stabilità dei prezzi imponga alla ECB di adottare misure nella direzione di un aumento dell'inflazione, queste possono implicare interventi sui tassi d'interesse dei titoli del debito pubblico<sup>12</sup>; di talché, escludere qualsiasi possibilità, per la ECB, di adottare tali misure quando i loro effetti sono prevedibili e scientemente accettati impedirebbe a quest'ultima di utilizzare gli strumenti messi a sua disposizione dai Trattati al fine di realizzare gli obiettivi della politica monetaria<sup>13</sup>. Secondo la Corte, inoltre, poiché la ECB è chiamata, quando elabora e attua un programma di operazioni di *open market* quale quello previsto nella Decisione (UE) 2015/774, a procedere a scelte di natura tecnica e ad effettuare previsioni e valutazioni complesse, occorre riconoscerle un ampio potere discrezionale<sup>14</sup>.

Con una sentenza destinata a passare alla storia, tuttavia, il BVerfG si è pronunciato nella causa principale in senso parzialmente divergente dalla Corte di Giustizia, statuendo non solo che quest'ultima aveva esorbitato dal proprio mandato come definito dall'articolo 19 TUE<sup>15</sup>, e bensì anche che i ricorsi nazionali sono sempre ammissibili nella misura in cui contestano al Governo e al Parlamento tedesco di non aver adottato le misure necessarie per garantire che la ECB non pregiudichi le competenze degli Stati Membri in materia di politica economica e fiscale.

Secondo il BVerfG, un programma strutturale di acquisto di titoli di Stato soddisfa il principio di proporzionalità solo se costituisce uno strumento adeguato e necessario per raggiungere l'obiettivo perseguito. Più particolarmente, il principio di proporzionalità richiede che l'obiettivo di politica monetaria del programma e i suoi effetti di politica economica siano identificati, ponderati ed equilibrati l'uno rispetto all'altro. Se l'obiettivo di un programma di politica monetaria è perseguito incondizionatamente, e i suoi effetti di politica economica vengono ignorati, il principio di proporzionalità risulta manifestamente ignorato<sup>16</sup>. Ciò che, secondo il BVerfG, è avvenuto nel caso del PSPP, in quanto la ECB non avrebbe adeguatamente valutato gli effetti di politica economica bilanciandoli con i vantaggi attesi dal raggiungimento dell'obiettivo di politica monetaria che la stessa ECB si era prefissata<sup>17</sup>.

Poiché la ECB ha agito *ultra vires*, il Governo e il Parlamento tedesco avrebbero dovuto intraprendere iniziative intese a contestarne l'operato e verificare che le misure previste dalla Decisione (UE) 2015/774 fossero conformi al principio di proporzionalità. La *Grundgesetz*, infatti, non autorizza gli organi governativi nazionali a trasferire poteri sovrani all'Unione di modo tale che quest'ultima sia autorizzata, nel loro esercizio indipendente, a creare nuove competenze<sup>18</sup>. Di talché, il Governo e il Parlamento tedesco, in quanto responsabili per l'integrazione europea (*Integrationsverantwortung*), sono tenuti a comunicare chiaramente il loro punto di vista alla ECB e ad adottare le misure

---

<sup>11</sup> CGUE 16.06.2015, Causa C-62/14, *Gauweiler e a.*, punto 52; CGUE 27.11.2012, Causa C-370/12, *Pringle*, punto 56.

<sup>12</sup> CGUE 16.06.2015, Causa C-62/14, *Gauweiler e a.*, punti 78 e 108.

<sup>13</sup> CGUE 11.12.2018, Causa C-493/17, *Weiss e a., Lucke e a., Gauweiler, Heinrich von Stein e a.*, punti 53-70.

<sup>14</sup> *Ibidem*, punti 71-100.

<sup>15</sup> L'articolo 19 TUE al paragrafo 1, dispone: "... La Corte di giustizia dell'Unione europea comprende la Corte di giustizia, il Tribunale e i tribunali specializzati. Assicura il rispetto del diritto nell'interpretazione e nell'applicazione dei trattati. Gli Stati membri stabiliscono i rimedi giurisdizionali necessari per assicurare una tutela giurisdizionale effettiva nei settori disciplinati dal diritto dell'Unione...".

<sup>16</sup> BVerfG, Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 – 2 BvR 859/15, punto 165.

<sup>17</sup> *Ibidem*, punto 175.

<sup>18</sup> *Ibidem*, punto 102.

necessarie per garantire il ripristino della conformità ai trattati<sup>19</sup>.

Non avendo tenuto adeguatamente in considerazione l'importanza e la portata del principio di proporzionalità, che si applica anche alla ripartizione delle competenze tra Unione e Stati Membri, la Corte di Giustizia avrebbe fornito un'interpretazione irragionevole ed arbitraria dei trattati<sup>20</sup>, con un *deficit* di legittimazione democratica, che è sempre necessaria a livello interno ai sensi dell'articolo 23, paragrafo 1, secondo periodo<sup>21</sup>, in combinato disposto con l'articolo 20, paragrafi 1 e 2<sup>22</sup>, e l'articolo 79, paragrafo 3<sup>23</sup>, della *Grundgesetz*<sup>24</sup>. Di conseguenza, la stessa sentenza della Corte di Giustizia costituirebbe un atto *ultra vires* che, in quanto tale, non vincola il BVerfG a ciò non ostando il principio del primato. Sebbene, infatti, il BVerfG e la Corte di Giustizia debbano esercitare le rispettive competenze in maniera coordinata,

qualora le istituzioni europee eccedano queste ultime la soluzione di una controversia prospettata a livello nazionale potrebbe non coincidere perfettamente con quella europea dato che, anche con il Trattato di Lisbona, gli Stati Membri rimangono i "domini dei Trattati" e l'Unione non si è allo stato evoluta in una direzione federale<sup>25</sup>.

Per quanto riguarda, invece, il divieto di finanziamento monetario di cui all'articolo 123 TFUE, il BVerfG si è conformato alla decisione della Corte di Giustizia. Anche secondo il BVerfG, il limite complessivo dello *stock* dei titoli di debito negoziabili (pari al 33% dei titoli in circolazione di un emittente)<sup>26</sup> è idoneo non solo ad impedire l'adozione di misure selettive a beneficio di singoli Stati Membri, e bensì ad evitare che l'Eurosistema ne diventi il maggior creditore. Per tale ragione, il PSPP non può essere considerato

---

<sup>19</sup> *Ibidem*, punto 232.

<sup>20</sup> *Ibidem*, punto 133.

<sup>21</sup> L'articolo 23 della Legge fondamentale al paragrafo 1, secondo periodo, dispone: "... L'Unione europea: Per la realizzazione di un'Europa unita la Repubblica federale di Germania collabora allo sviluppo dell'Unione Europea che è fedele ai principi federativi, sociali, dello Stato di diritto e democratico nonché al principio di sussidiarietà e che garantisce una tutela dei diritti fondamentali sostanzialmente paragonabile a quella della presente Legge fondamentale. La Federazione può a questo scopo, mediante legge approvata dal Bundesrat, trasferire diritti di sovranità. Per l'istituzione dell'Unione Europea, per le modifiche delle norme dei trattati e per le regolazioni analoghe, mediante le quali la presente Legge fondamentale viene modificata o integrata nel suo contenuto oppure mediante le quali tali modifiche e integrazioni vengono rese possibili, si applica l'articolo 79, secondo e terzo comma...".

<sup>22</sup> L'articolo 20 della Legge fondamentale ai paragrafi 1-2 dispone: "... La Repubblica Federale di Germania è uno Stato federale democratico e sociale.

Tutto il potere statale emana dal popolo. Esso è esercitato dal popolo per mezzo di elezioni e di votazioni e attraverso organi speciali investiti dei poteri legislativo, esecutivo e giudiziario...".

<sup>23</sup> L'articolo 79 della Legge fondamentale al paragrafo 3 dispone: "... Gli emendamenti alla presente Legge fondamentale che riguardano la divisione della Federazione in Länder, la loro partecipazione in linea di principio al processo legislativo o i principi di cui agli articoli 1 e 20 sono inammissibili...".

<sup>24</sup> BVerfG, Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 – 2 BvR 859/15, punti 112-113 e 119.

<sup>25</sup> *Ibidem*, punto 111.

<sup>26</sup> L'articolo 5 della Decisione (UE) 2015/774, intitolato "Limiti all'acquisto", dispone: "... Fatto salvo l'articolo 3, si applica nell'ambito del PSPP un limite relativo alla quota-parte di un'emissione, in base al numero internazionale di identificazione dei titoli (International Security Identification Number, codice ISIN), per i titoli di debito negoziabili che soddisfano i criteri indicati nell'articolo 3, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema. Il limite sarà inizialmente fissato al 25 %, per i primi sei mesi di acquisti, e sarà successivamente rivisto dal Consiglio direttivo.

Nel caso dei titoli di debito di cui all'articolo 3, paragrafo 2, lettera c), si applicherà un diverso limite relativo alla quota-parte di un'emissione.

Nell'ambito del PSPP si applica un limite complessivo, pari al 33 % dei titoli in circolazione di un emittente, alla totalità dei titoli di debito negoziabili idonei in relazione alle scadenze indicate nell'articolo 3, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema...".

contrario al divieto di finanziamento monetario<sup>27</sup>.

Tutto ciò premesso, il BVerfG aveva concesso alla ECB un termine di tre mesi per adottare una nuova decisione che dimostrasse la proporzionalità degli obiettivi di politica monetaria perseguiti dal PSPP rispetto agli effetti di politica economica e fiscale. In mancanza, sarebbe dovuta venire meno la futura partecipazione della *Bundesbank* all'attuazione del PSPP, con divieto di contribuire ad un ulteriore aumento del volume mensile degli acquisti.

Secondo quanto affermato<sup>28</sup> dal Ministro delle finanze tedesco, *Olaf Scholz*, nel giugno 2020 la ECB ha fornito le analisi necessarie a dimostrare la conformità del PSPP al principio di proporzionalità, che hanno soddisfatto i requisiti richiesti dal BVerfG. Di talché, in data 5 agosto 2020, la *Bundesbank* ha comunicato<sup>29</sup> che il requisito di proporzionalità era stato verificato come soddisfatto, scongiurando così l'uscita dal PSPP da parte della *Bundesbank*, la più grande banca centrale dell'Eurosistema e maggior partecipante della ECB.

La decisione del BVerfG avrebbe potuto dar luogo a scenari completamente diversi dai risvolti estremamente significativi. Se, infatti, la ECB non avesse soddisfatto le richieste del BVerfG, la *Bundesbank* avrebbe dovuto astenersi dal partecipare al PSPP, con

una decisione le cui conseguenze economiche avrebbero potuto determinare la fine del *quantitative easing* nella sua forma attuale. Se la *Bundesbank*, invece, avesse deciso di conformarsi alla decisione della Corte di Giustizia, ignorando il BVerfG, la credibilità di quest'ultimo si sarebbe inevitabilmente incrinata, con una crisi costituzionale senza precedenti.

Nonostante la soluzione "di compromesso" di evidente matrice politica, la decisione del BVerfG mette una significativa ipoteca sul PSPP, sulla ECB, sull'Eurozona e, in ultima analisi, sulla tenuta dell'ordinamento stesso dell'Unione nella sua forma attuale. Se l'Unione non riuscisse a ristabilire il primato del diritto europeo su quello nazionale, al di là delle considerazioni nazionali di politica economica e sociale, il rischio è che attraverso lo strumento, per definizione aperto ed incerto del principio di proporzionalità, si crei un precedente al quale anche altri giudici nazionali potrebbero rifarsi per discostarsi dalle decisioni della Corte di Giustizia o di altre istituzioni europee.

---

<sup>27</sup> BVerfG, Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 – 2 BvR 859/15, punto 217.

<sup>28</sup> Per ulteriori informazioni si veda il seguente [LINK](#).


<sup>29</sup> Per ulteriori informazioni si veda il seguente [LINK](#).



**Roberto A. Jacchia**

**PARTNER**

 r.jacchia@dejalex.com

 +39 02 72554.1


 Via San Paolo 7  
20121 - Milano



**Marco Stillo**

**ASSOCIATE**

 m.stillo@dejalex.com

 +32 (0)26455670

 Chaussée de La Hulpe 187  
1170 - Bruxelles

**MILANO**

Via San Paolo, 7 · 20121 Milano, Italia  
T. +39 02 72554.1 · F. +39 02 72554.400  
milan@dejalex.com

**ROMA**

Via Vincenzo Bellini, 24 · 00198 Roma, Italia  
T. +39 06 809154.1 · F. +39 06 809154.44  
rome@dejalex.com

**BRUXELLES**

Chaussée de La Hulpe 187 · 1170 Bruxelles, Belgique  
T. +32 (0)26455670 · F. +32 (0)27420138  
brussels@dejalex.com

**MOSCOW**

Ulitsa Bolshaya Ordynka 37/4 · 119017, Moscow, Russia  
T. +7 495 792 54 92 · F. +7 495 792 54 93  
moscow@dejalex.com