

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

4 / 2013

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Masera - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

G. Alpa, M. Andenas, A. Antonucci, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, V. Lemma, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, R. Masera, R. McCormick, F. Merusi, F. Moliterni, G. Montedoro, G. Niccolini, P. Passalacqua, C. Paulus, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Tucci, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

A. Antonucci -E. Bani - M. De Poli – L. Di Brina - P. Gaggero -
V. Lemma – F. Moliterni – P. Passalacqua – M. Pellegrini – M. Sepe

PARTE PRIMA

ARTICOLI

PAOLO SAVONA – <i>Le diverse vie per un’Europa unita</i>	210
RICCARDO RESTUCCIA - <i>La figura dell’investitore e la graduazione della tutela</i>	215
ANDREA MIGLIONICO – <i>I meccanismi di funzionamento dell’UEM: profili di criticità</i>	240

VARIETA’

ROBERTO CARATOZZOLO – <i>La disciplina italiana dell’Equity Crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori</i>	256
---	-----

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO – <i>La rinegoziazione degli SWAPS: tra novazione oggettiva e collegamento negoziale</i>	173
ILLA SABBATELLI – <i>Usura e calcolo del tasso soglia: rilevanza degli interessi moratori</i>	214

PARTE PRIMA

ARTICOLI

I MECCANISMI DI FUNZIONAMENTO DELL'UEM:

PROFILI DI CRITICITÀ

ABSTRACT: *Starting out from the overview of corrective measures adopted by the European Central Bank during the recent financial and sovereign debt crisis, this paper sets out to examine the main criticisms of 'stabilization mechanisms' introduced in the economic governance of the EU. Considering the non-standard measures implemented by the Eurosystem to alleviate the tensions of banks' funding conditions, the analysis addresses the major questions regarding the 'Securities Markets Programme' modus operandi. In particular, this paper underlines the need to achieve a stronger coordination of economic policies and regulatory convergence between Member States.*

In this context, the correction mechanisms provided in the 'Fiscal Compact' represent the most comprehensive attempt to strengthen the credibility of national fiscal policies and the stability of financial markets. These reforms aim to ensure an adequate surveillance of budgetary discipline among euro area countries, however the strengthening of the national fiscal frameworks largely depends on the countries' political determination to implement sound fiscal rules. As a result, a closer examination of the package of stabilization measures put in place by the EU institutions suggests that the implementation of this regulatory system could be insufficient to avoid the risk of future crisis and the risk of macroeconomic imbalances within the European financial sector.

SOMMARIO: 1. Gli interventi della BCE: integrazione e progetti di stabilizzazione economica. – 2. Nuovi meccanismi di aggregazione. – 3. Per una più coesa cooperazione. – 4. Conclusioni.

· Contributo approvato dai revisori.

1. La Banca centrale europea è intervenuta durante la recente crisi finanziaria attraverso misure straordinarie di riequilibrio del quadro macroeconomico e di stabilizzazione della politica monetaria¹.

Le azioni per tal via adottate si sostanziano in specifiche forme di supporto a favore dei paesi in difficoltà. Tale forma operativa trova giustificazione nella esigenza della BCE di contrastare le *patologie* cui si sono trovati esposti taluni Stati membri a seguito della nota crisi finanziaria che ha imperversato nell'eurozona a partire dal 2007; crisi che ha impedito ai medesimi di evitare il deterioramento dei conti pubblici ed il manifestarsi dei fenomeni degenerativi di un'avversa congiuntura².

Vengono, dunque, in considerazione le manovre di riduzione dei tassi di interesse, i piani di sostegno al credito bancario, nonché le misure disciplinari contenute nel *Securities Markets Programme* (programma di acquisto nei mercati obbligazionari)³; quest'ultime, in particolare, si sono estrinsecate in azioni di sostegno sul mercato secondario offerte dalla Banca centrale a paesi in condizioni di emergenza finanziaria (Grecia, Irlanda e Portogallo)⁴.

A ben considerare, le azioni interventistiche attivate dalla BCE – attesa l'intensità e la durata delle medesime – rischiano di minare la *coesione*

¹ Cfr. TRICHET, *State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009*, in *Journal of Common Market Studies*, 2010, vol. 48, pp. 7 ss. Si vedano, altresì, le considerazioni esposte dalla BANCA CENTRALE EUROPEA, *Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone*, in *Bollettino mensile*, ottobre 2009, pp. 92-93.

² Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Il Security Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, n. 3, pp. 258-259.

³ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *La risposta della BCE alla crisi finanziaria*, cit., pp. 75-76; ID., *Un patto di bilancio per un'unione economica e monetaria rafforzata*, in *Bollettino mensile*, maggio 2012, pp. 85-86. Per un'analisi delle misure adottate dalla BCE sul mercato secondario cfr. VAN RIET, *Euro area fiscal policies and the crisis*, European Central Bank, Occasional Paper Series n. 109, aprile 2010, p. 10.

⁴ Cfr. RUFFERT, *The European Debt Crisis and European Union Law*, in *Common Market Law Review*, 2011, vol. 48, n. 6, pp. 1778 ss.

all'interno dell'UEM, dovendo tali misure essere il risultato di un processo di condivisione da parte degli organi decisionali dell'Unione. Sicchè, l'attuazione di interventi di tal genere - interagendo sul normale svolgimento dei sistemi economici della Eurozona - richiede l'implementazione dei meccanismi di coordinamento tra i paesi membri al fine di evitare che misure preordinate alla salvaguardia del settore finanziario si tramutino in pratiche distorsive del mercato.

In tale contesto, rileva altresì l'incidenza delle forme di finanza straordinaria poste in essere attraverso operazioni di mercato aperto di breve durata, le quali hanno interagito notevolmente sul processo di risanamento delle banche insolventi; tali forme interventistiche sono state attuate, infatti, allo scopo di favorire un allentamento delle condizioni di provvista agli enti creditizi e, dunque, in vista della finalità di evitare gli effetti negativi di un possibile contagio sui mercati finanziari.

Ci si riferisce, in primo luogo, alle cd. *longer-term refinancing operations* (predisposte nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012), misure finalizzate a sostenere i canali di erogazione del credito, nonché a garantire un'adeguata liquidità al settore reale (atteso che esse si estrinsecano in rifinanziamenti realizzati mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo)⁵.

In particolare, si è proceduto ad un incremento dei prestiti agli istituti finanziari in difficoltà (prestiti che hanno funzionato come garanzie collaterali nelle operazioni di politica monetaria), alla riduzione del margine di riserva obbligatoria e, da ultimo, all'iniezione di ingenti quantitativi di capitale (da parte

⁵ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro*, in *Bollettino mensile*, ottobre 2009, pp. 65 ss, ove si sottolinea che «sebbene con ogni probabilità gli interventi di politica monetaria influiscono sulla domanda di prestiti bancari principalmente attraverso il canale tradizionale dei tassi di interesse, è importante che la banca centrale sia anche in grado di individuare e tenere sotto osservazione quanto più precisamente possibile l'impatto sul lato dell'offerta».

della BCE) a basso costo sulle scadenze a lungo termine⁶.

E' bene ricordare che le misure in parola vanno correlate alle decisioni della Banca centrale europea relative all'abbassamento dei tassi di interesse; tuttavia, il carattere di straordinarietà di tali interventi ne delimita l'ambito operativo alle sole circostanze di emergenza, aspetto quest'ultimo che solleva talune perplessità con riguardo al loro molteplici utilizzo registrato durante il verificarsi della crisi.

Con riguardo, poi, agli strumenti di intervento previsti nel *Securities Markets Programme*, assumono particolare rilevanza le operazioni effettuate sui mercati dei titoli di debito pubblico e privato⁷; modalità tecniche volte ad assicurare la liquidità necessaria a sostenere settori che presentano disfunzioni e, dunque, a ripristinare il regolare funzionamento dei flussi monetari⁸.

Nello specifico, la BCE si è attivata realizzando programmi di sostegno dell'intermediazione finanziaria - in risposta alla crisi del debito sovrano - attraverso meccanismi di rifinanziamento delle banche solvibili (che hanno consentito di adeguare rapidamente l'offerta di liquidità al settore bancario e di ripristinare la fiducia tra gli operatori economici)⁹.

Il ricorso a meccanismi operativi di tal genere - soprattutto se valutati con riguardo alla loro incidenza sul mercato finanziario - mostra la sostanziale precarietà delle *policy* attivate dalla BCE; sul punto la dottrina non ha mancato

⁶ Per un'analisi economica di tali misure cfr. FAHR - MOTTO - ROSTAGNO - SMETS - TRISTANI, *A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past*, Banca centrale europea, Working Paper n. 1336, maggio 2011, pp. 28-29.

⁷ In tale contesto, va fatto presente che la BCE ha attuato meccanismi di riassorbimento della liquidità offerta che si sono estrinsecati nell'acquisto di obbligazioni mediante operazioni settimanali; misure volte ad assicurare la stabilità della politica monetaria.

⁸ Cfr. VITERBO - CISOTTA, *La crisi della Grecia, l'attacco speculativo all'euro e le risposte dell'Unione europea*, in *Dir. Un. Eur.*, 2010, n. 4, pp. 961 ss.

⁹ Va detto che gli interventi del *Securities Markets Programme* hanno interessato solamente acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario; ciò al fine di evitare conseguenze negative sulle condizioni di liquidità e contrastare gli effetti di propagazione dei rischi dai mercati delle obbligazioni sovrane nazionali ad altri comparti finanziari.

di sottolineare che «the Securities Markets Programme appears to have been temporarily effective in reducing the risks of contagion across euro area Government bond markets»¹⁰.

Concludendo sul punto, può dirsi che, sul piano delle concretezze, le decisioni adottate dall'Eurosistema se da un lato sono risultate decisive per il contenimento degli effetti degenerativi della crisi (attenuando le tensioni instaurate dall'aumento dei rischi connessi ai debiti sovrani), dall'altro si sono rivelate scarsamente efficaci nella risoluzione delle problematiche relative al corretto funzionamento delle politiche economiche dei paesi dell'UE.

2. Nel delineato contesto appare evidente che gli obiettivi perseguiti dal *Securities Markets Programme* non hanno dato luogo ad un visibile incremento della fiducia nel settore reale, come è dato desumere dall'accumularsi delle posizioni debitorie e dall'acuirsi delle *turbolenze* finanziarie. Va inoltre sul punto rilevato che, fornendo alle banche garanzie collaterali sotto forma di prestiti di liquidità, si sono create le condizioni per la diffusione di fenomeni di *moral hazard* (stante il carattere di sussidiarietà degli interventi offerti agli enti creditizi insolventi)¹¹.

Ed invero, tali misure hanno alimentato il convincimento da parte dei gruppi bancari a rilevanza sistemica di potere fare affidamento sull'intervento straordinario della BCE¹². Si è in presenza di una realtà nella quale il settore

¹⁰ Cfr. FAHR - MOTTO - ROSTAGNO - SMETS - TRISTANI, *op. cit.*, p. 30.

¹¹ Cfr. EISENSCHMIDT - HOLTHAUSEN, *Endogenous maturity mismatch and the maturity of open market operations*, European Central Bank, Frankfurt, mimeo, p. 22. Si vedano, inoltre, le considerazioni formulate da BINI SMAGHI, *Europe's bank should learn to go it alone*, in *Financial Times*, 29 febbraio 2012, ove viene notato che «banks may become addicted to easy central bank financing and delay the adjustment indefinitely».

¹² Sul tema SINN – WOLLMERSHÄUSER, *Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, in *International Tax and Public Finance*, 2012, vol. 19, n. 4, pp. 468 ss.

creditizio è divenuto fortemente dipendente dai finanziamenti elargiti dalla Banca centrale europea (che ha, quindi, assunto una posizione creditoria verso gli Stati membri)¹³; fattore quest'ultimo che ha contribuito ad un significativo disequilibrio del mercato interbancario, visto che le cd. *commercial banks* hanno mostrato di voler usufruire in via primaria della possibilità di far ricorso ai fondi messi a disposizione dalla BCE¹⁴.

Ciò si è tradotto in un disincentivo per gli istituti di credito nel predisporre meccanismi di ristrutturazione dei loro bilanci e nel rafforzamento della dotazione di capitale esistente. Ne è conseguita la diffusione di pratiche distorsive da parte degli intermediari bancari, i quali hanno finito con l'utilizzare le «misure non convenzionali» come uno strumento per mascherare possibili situazioni di *default*.

Sotto altro profilo, l'attuazione da parte della BCE di ulteriori interventi di stabilizzazione della politica monetaria potrebbe determinare, nel lungo termine, un incremento del livello di inflazione (stante l'ingente quantitativo di liquidità immesso nel mercato dei titoli e la forte espansione del patrimonio della Banca centrale europea), con ovvie ripercussioni negative nel perseguimento degli obiettivi di “*solid and sustainable fiscal policies*” da parte dell'UE¹⁵.

Si comprende, dunque, la ragione per cui diviene ipotizzabile la necessità

¹³ Sul punto, va ravvisato che la condotta operativa della BCE non contrasta con il disposto degli artt. 123 e 125 del Trattato sul funzionamento dell'Unione, che vietano il primo forme di finanziamento diretto agli Stati membri ed il secondo il subentro nelle passività contratte dai paesi dell'UE (cd. *no bail-out clause*). In dottrina cfr. CAPRIGLIONE, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013, p. 123.

¹⁴ Cfr. BELKE, *3-Year LTROs – A First Assessment of a Non-Standard Policy Measure*, European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policies, April 2012, pp. 4 ss, ove viene notato che «a “*dual banking market*” has been created in the euro area in the sense that banks in some countries have become dangerously dependent on ECB financing in general in the wake of unconventional monetary policies».

¹⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Strategia Europa 2020*, Bruxelles, 3 marzo 2010, agenda economica nella quale si sottolinea l'opportunità di compiere rapidi progressi nell'ulteriore risanamento e rafforzamento dei bilanci come presupposto essenziale per una crescita economica solida e sostenibile nell'area dell'euro.

di introdurre idonei presidi di contrasto alle inefficienze rivenienti da una cattiva gestione della disciplina di bilancio. Da qui l'ulteriore esigenza - da più parti rappresentata - di procedere ad un'implementazione delle forme di vigilanza, in vista di un più adeguato coordinamento dell'azione di supervisione sul sistema bancario dell'Eurozona¹⁶.

In tale quadro si colloca l'insieme di misure normative - cd. *Six Pack* - approvato dal Parlamento europeo nel settembre 2011 e finalizzato a riformare la *governance* economica europea, nonché ad introdurre criteri ordinatori più rigorosi in materia di politiche fiscali¹⁷. Il *Six Pack* è stato di recente integrato dal cd. *Two Pack*, intervento disciplinare (del maggio 2013) preordinato al potenziamento dei meccanismi di controllo sulle procedure di disavanzo eccessivo dei paesi membri dell'UE¹⁸.

¹⁶ Cfr. COURE', *Central banks and the challenges of the zero lower bound*, Intervento al convegno "Meeting on the Financial Crisis", University of Chicago Booth School of Business, Miami, 19 febbraio 2012. Si vedano, altresì, le riflessioni formulate da CARUANA, *Why central bank balance sheets matter*, *Relazione* tenuta alla conferenza "Central bank balance sheets in Asia and the Pacific: the policy challenges ahead", Chiang Mai, Thailand, 12 December 2011, pp. 5-6.

¹⁷ Si cfr. Regolamento (UE) n. 1173/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, relativo all'effettiva esecuzione della sorveglianza di bilancio nella zona euro; Regolamento (UE) n. 1175/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche; Regolamento (UE) n. 1177/2011 del Consiglio, dell'8 novembre 2011, che modifica il regolamento (CE) n. 1467/97 per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi; Direttiva 2011/85/UE del Consiglio, dell'8 novembre 2011, relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri; Regolamento (UE) n. 472/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sul rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri nella zona euro che si trovano o rischiano di trovarsi in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria; Regolamento (UE) n. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro. In dottrina si cfr. le riflessioni formulate da CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, pp. 123 ss.

¹⁸ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *The Two-Pack on economic governance: Establishing an EU framework for dealing with threats to financial stability in euro area member states*, Economic and Financial Affairs, Occasional Papers 147, May 2013, pp. 6-7.

Trattasi di ‘pacchetti’ legislativi contenenti regolamenti che modificano e rafforzano il ‘Patto di stabilità e crescita’; in particolare, vengono introdotti efficaci misure di controllo dei debiti sovrani (con ovvia interazione sui disavanzi eccessivi degli Stati membri), nonché sanzioni specifiche per la prevenzione e correzione degli squilibri di bilancio¹⁹. Il *Six Pack* ed il *Two Pack* hanno costituito, quindi, un passaggio disciplinare che possiamo ritenere fondamentale per l’adozione, nel dicembre 2011, del cd. *Fiscal Compact*; strumento quest’ultimo volto a “rafforzare il pilastro economico dell’unione economica e monetaria”²⁰.

E’ il caso di ricordare che le misure in parola sono state precedute dalla adozione - da parte del Consiglio europeo - del “*Patto Euro Plus*”, documento proposto nell’aprile 2011 in occasione del vertice dell’*Eurosummit*²¹. Trattasi, più precisamente, di un atto non vincolante diretto a favorire il coordinamento delle politiche economiche e ad implementare il livello di convergenza tra i paesi membri sulla sostenibilità finanziaria dell’UE, donde la peculiare funzione di collante dal medesimo svolta nel contesto dei rimedi volti a contrastare la crisi.

Su un piano generale, il *Fiscal Compact* richiede saldi di finanza pubblica in pareggio e ridefinisce le regole di bilancio cui devono uniformarsi i singoli paesi dell’area euro. In particolare, la nuova legislazione stabilisce parametri più

¹⁹ Va rilevato che le disposizioni contenute nel *Six Pack* sono orientate a garantire maggiore trasparenza e democraticità nel processo decisionale dell’UE, migliorare la qualità ed attendibilità delle statistiche in materia di bilancio, correggere le disfunzioni derivanti da condotte non corrette da parte dei paesi dell’Unione. In dottrina cfr. GROS - GERLAC, *Legislative Proposals on EU Economic Governance: what is missing within and beyond?*, European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policy, *Compilation of Briefing Papers*, Bruxelles, November 2010, pp. 6-8.

²⁰ Cfr. EUROPEAN COUNCIL, *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*, 2 marzo 2012. Il trattato è stato sottoscritto dal Consiglio europeo nel marzo 2012 da tutti i paesi membri ad eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca, che non hanno aderito alla nuova legislazione in materia di bilancio.

²¹ Si v. conclusioni del Consiglio europeo (24 e 25 marzo 2011), EUCO 10/1/11 REV 1, Bruxelles, 20 aprile 2011, p. 5. In dottrina cfr. GABRISCH - STAHR, *The Euro Plus Pact: Competitiveness and External Capital Flows in the EU Countries*, in Bank of Estonia Working Papers, 2012, n. 5, pp. 5-6.

severi sul debito - che non deve eccedere lo 0,5% del Pil nominale - e previsioni stringenti in ordine all'abbattimento del *deficit* accumulato in anni passati (cd. *debt brakes*)²².

Ed invero, lo '*Stability and Growth Pact*' richiede ai paesi aventi un rapporto debito/Pil superiore al 60% di ridurre progressivamente il disavanzo ad un tasso medio di un ventesimo su base annuale (cd. '*1/20 rule*'). Sono previste, inoltre, apposite procedure d'infrazione, condotte dalla Commissione nel caso in cui il programma di riduzione del debito non venga rispettato²³.

Non v'è dubbio che l'introduzione del *Fiscal Compact* appare preordinato ad assicurare una maggiore convergenza delle politiche economiche dell'Eurozona²⁴; tuttavia, emergono fin da ora significative problematiche relative alle modalità di ratifica da parte degli Stati firmatari delle regole contenute nel provvedimento in parola (ratifica che dovrebbe avvenire mediante legge costituzionale)²⁵.

Ed invero, non sono state fissate specifiche disposizioni per quanto concerne il corretto recepimento di tali misure; ciò potrebbe determinare un diverso grado di implementazione delle norme con inevitabile rischio di vanificare il carattere vincolante della disciplina di cui trattasi (e, dunque, limitare forte-

²² Per un'analisi sistematica delle norme introdotte dal *Fiscal Compact* cfr. BARATTA, *Legal Issues Of The 'Fiscal Compact'. Searching for a mature democratic governance of the euro*, in *Dir. Un. Eur.*, 2012, n. 4, pp. 647 ss.

²³ Per un'analisi critica dei parametri di bilancio stabiliti dal trattato cfr. MASERA, *Infrastrutture e loro finanziamento in Europa: implicazioni per il Fiscal Compact*, in *Bancaria*, 2012, n. 6, pp. 17-18, ove si sottolinea che l'approccio del *Fiscal Compact* è orientato alla realizzazione di una unione fiscale nell'UE e ad una maggiore *coesione* con le politiche monetarie dell'Eurozona.

²⁴ Cfr. RANDALL HENNING - KESSLER, *Fiscal Federalism: US History of Architects of Europe's Fiscal Union*, in *Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series*, 2012, n. 1, pp. 18-20.

²⁵ Nell'ordinamento italiano le regole del *Fiscal Compact* sono state recepite mediante legge costituzionale n. 243 del 24 dicembre 2012, "Disposizioni per l'attuazione del principio del pareggio di bilancio ai sensi dell'articolo 81, sesto comma, della Costituzione"; il provvedimento normativo stabilisce l'entrata in vigore del trattato nel 2014 e fa riferimento al saldo per il complesso delle amministrazioni pubbliche.

mente l'incidenza delle nuove disposizioni)²⁶.

3. Lo scenario politico economico sopra descritto evidenzia una realtà nella quale le persistenti tensioni sui mercati (dovute alle difficoltà finanziarie ed alla crisi dei debiti sovrani) si riflettono inevitabilmente sui processi di integrazione e cooperazione necessari per dar corso ad adeguate linee di convergenza tra gli Stati membri.

Più in particolare, la mancanza di una stabile *coesione* tra i paesi dell'Eurozona induce a riflettere sulla esistenza di un'effettiva capacità delle istituzioni comunitarie di stabilire condizioni di equilibrio che favoriscano la realizzazione di comuni obiettivi di crescita e sviluppo²⁷. Si insinua il dubbio in ordine alla possibilità di rinvenire nell'originario apparato costitutivo dell'Unione idonei presupposti per la realizzazione di tale finalità!

Le divergenze tra i singoli ordinamenti nazionali, che contraddistinguono la fase applicativa delle politiche di bilancio imposte a livello europeo, determinano inevitabilmente una situazione di stallo dalla quale l'UE fatica ad uscire, stante la mancanza di uno spirito solidaristico (riscontrabile nell'atteggiamento di alcuni Stati come la Germania ed il Regno Unito)²⁸ volto a ridurre le disugua-

²⁶ Cfr. GROS, *The Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (aka Fiscal Compact)*, in *Economic Policy*, CEPS Commentary, Bruxelles, 8 March 2012, p. 2, ove viene affermato che «it is likely that the ratification process (e.g. the referendum in Ireland) and then the implementation process in some difficult countries (e.g. France) will receive a lot of attention and create a distorted impression of the importance of the Fiscal Compact».

²⁷ Cfr. Relazione della Banca d'Italia 2012, *Considerazioni finali*, p. 14 delle bozze di stampa, ove si precisa che «una unione politica in Europa ancora non c'è; questo rende alla lunga l'unione monetaria più difficile da sostenere; sono necessari passi avanti concreti nella costruzione europea; va definito un percorso che abbia nell'unione politica il suo traguardo finale, scandendone le singole tappe».

Si vedano, altresì, le considerazioni formulate da VISCO, in occasione della “Giornata Mondiale del Risparmio 2012”, Roma, 31 ottobre 2012, ove si evidenzia che «le debolezze di alcuni paesi membri, che alimentano dubbi sulla sostenibilità del loro debito pubblico, e l'incompletezza della costruzione europea, sono alla base di più generali timori sulla reversibilità dell'unione monetaria» (p. 10).

²⁸ Delineano mirabilmente la problematica richiamata nel testo le pagine dell'editoriale intitolato

glianze ed a realizzare un armonizzato *framework* operativo.

Ne consegue la diffusione di un sentimento di *euroscetticismo* che si riflette sulle stesse modalità di cambiamento avviate in materia bancaria e finanziaria²⁹. Da qui la tendenza ad un rafforzamento delle «identità nazionali», laddove la predisposizione di opportune forme di coordinamento tra i paesi membri dovrebbe fungere da presupposto per una costruzione disciplinare volta ad assicurare adeguati livelli di stabilità della *governance* europea. Si comprende, altresì, la ragione di una persistente incertezza nelle strategie regolamentari adottate dal legislatore comunitario, le cui *policy* si scontrano con una continua resistenza verso forme di adeguata *omogeneizzazione* degli schemi normativi³⁰.

Ed invero, emergono profili di criticità con riguardo alla reale prospettiva di addivenire ad un quadro sistemico nel quale siano perseguite linee comportamentali rispettose del principio di «leale cooperazione» tra gli Stati membri e, dunque, orientate all'ossequio dell'obbligo di «assistenza reciproca» (entrambi previsti dall'art. 4 del Trattato sull'Unione Europea). In tale contesto assumono specifico rilievo le criticità legate a prassi comportamentali – come, ad esempio, quelle sottese alla disinvolta gestione del debito della Grecia – poco coerenti con l'obiettivo di 'sana e prudente gestione' dell'equilibrio di merca-

to *Lost illusions on Europe*, apparso sul *Financial Times* del 9 gennaio 2013 e le considerazioni formulate da FRATZSCHER, *Scapegoating Germany is easy but wrong*, in *Financial Times*, 10 April 2013, ove viene affermato che «Germany is the perfect scapegoat: it is the big European brother who is doing well, is often diplomatically clumsy and has a stained history that makes it tempting to revive old prejudices». Si v. inoltre RACHMAN, *The making of a German Europe*, in *Financial Times*, 25 March 2013; JOFFE, *Berlin is right to say no gain without pain*, in *Financial Times*, 21 March 2013.

²⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Eurosclosi e globalizzazione. (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2010, I, p. 5; ID, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2012, pp. 177-180.

³⁰ Cfr. DELLA CANANEA, *L'Unione economica e monetaria venti anni dopo: crisi e opportunità*, in *Costituzionalismo.it*, 3 gennaio 2012. Si vedano, inoltre, le riflessioni di GUARINO, *L'Europa imperfetta. UE: problemi, analisi, prospettive*, *ivi*, 21 novembre 2011.

to³¹.

E' evidente, altresì, come l'incalzante susseguirsi di eventi patologici (la situazione greca, le gravi condizioni di Irlanda, Spagna, Portogallo e, di recente, il *bail-out* di Cipro) che stanno affliggendo l'UEM, si siano tradotti in veri e propri ostacoli alla realizzazione del progetto di integrazione europeo. Significative, al riguardo, appaiono le considerazioni formulate dalla dottrina secondo cui «il processo di integrazione europea attraversa una fase delicata, in cui alla progressiva ed incrementale integrazione giuridica si giustappongono le continue minacce di disintegrazione economica e politica»³².

Al presente, anche nel riferimento alle comunicazioni della Commissione del marzo 2013 (dalle quali si evince la puntualizzazione degli strumenti di intervento nel settore finanziario), l'esigenza di procedere ad un rafforzamento dei meccanismi di convergenza delle riforme economiche dell'Unione è divenuta ormai una priorità improcrastinabile³³. Non v'è dubbio che le comunicazioni in parola sono finalizzate a favorire crescenti livelli di osmosi tra le istituzioni comunitarie, nonché a rendere più incisivi i meccanismi di cooperazione rafforzata tra i singoli ordinamenti nazionali.

³¹ Cfr. NELSON - BELKIN - MIX, *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications*, CRS Report for Congress, 18 August 2011, pp. 4-5.

³² Cfr. CAFAGGI, *L'Istituto europeo di diritto: ripensando fondamenti e percorsi dell'integrazione giuridica europea*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, n. 2, p. 499.

³³ Si cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Verso un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita. Coordinamento ex ante delle grandi riforme di politica economica previste*, COM(2013) 166 def., Bruxelles, 20 marzo 2013; Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Verso un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita. Creazione di uno strumento di convergenza e di competitività*, COM(2013) 165 def., Bruxelles, 20 marzo 2013.

Si vedano, altresì, le riflessioni di SIGNORINI, *Comunicazioni della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla creazione di uno strumento di convergenza e di competitività e sul coordinamento ex ante delle grandi riforme di politica economica*, Audizione presso la Commissione V della Camera dei Deputati, Roma, 25 giugno 2013, pp. 8-9, ove si precisa che «le Comunicazioni della Commissione si iscrivono pienamente in una logica che ha come obiettivo finale la creazione di un'unione di bilancio, oltre che economica e monetaria e, in prospettiva, di una unione politica».

Ciò posto, si individuano nuove forme di coordinamento tra gli Stati membri su questioni di *interesse comune* quali l'azione di supervisione sulle banche, l'esercizio del potere monetario e la sorveglianza sui programmi di risanamento dei bilanci nazionali. Tale assunto trova conferma nell'accordo raggiunto dai ministri delle finanze dei paesi membri - al Consiglio Ecofin del 27 giugno 2013 - sulla bozza di direttiva che istituisce un *framework* normativo per il risanamento degli enti creditizi in stato di insolvenza³⁴.

Se ne deduce un segnale di apertura verso forme di maggiore condivisione sulle problematiche relative al corretto funzionamento dei mercati; da qui la prospettiva di porre in essere modalità congiunte in grado di assicurare uniformità delle posizioni ed omogeneità delle linee decisionali. In tale ordine logico, si colloca anche la recente proposta presentata dalla Commissione (luglio 2013) per la costituzione di un 'Meccanismo unico di risoluzione delle crisi per l'Unione bancaria', organismo cui spetta il compito di rafforzare i criteri prudenziali della vigilanza per le banche in difficoltà³⁵.

Trattasi di una soluzione disciplinare che completa il quadro del meccanismo di supervisione unica sugli istituti bancari dell'Eurozona, che fa capo alla BCE; progetto, quest'ultimo, avviato con le comunicazioni della Commissione "Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria" (settembre 2012)³⁶ e "Piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita" (novembre 2012)³⁷ e poi proseguito con il regolamento (definito nel settembre 2013) che

³⁴ Si cfr. COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Council agrees position on bank resolution*, Brussels 27 June 2013.

³⁵ Si cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Commission proposes Single Resolution Mechanism for the Banking Union*, Press release, Bruxelles, 10 July 2013.

³⁶ Si cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria* (COM(2012) 510 final), Bruxelles, 12 settembre 2012.

³⁷ Si cfr. EUROPEAN COMMISSION, *A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate*, Bruxelles, 28 November 2012.

ne disciplina le concrete modalità esplicative³⁸.

E' evidente che gli interventi, per tal via attivati, danno impulso al consolidamento ovvero all'introduzione di strumentazioni necessarie ad attuare un maggiore coordinamento degli assetti regolamentari; donde l'intento di perseguire nuove strategie di sviluppo nella realizzazione del «progetto europeo», in linea con gli impegni di stabilità e sostenibilità della *governance* economica³⁹. Si delinea la possibilità di dar vita ad un clima di rinnovamento culturale nel quale deve ritenersi indispensabile la volontà di tutti i paesi nel compiere processi *virtuosi* che garantiscano modalità di collaborazione più coese ed una cooperazione intergovernativa più intensa⁴⁰.

4. La necessità di innovare la disciplina concernente gli interventi disponibili nell'UE (per i programmi di salvataggio degli istituti dell'area euro) coincide con il perseguimento dei traguardi fissati dalla Commissione nella comunicazione «*Europa 2020*», nella quale si evidenzia l'opportunità di realizzare una «crescita intelligente, sostenibile e solidale»⁴¹.

A fronte di tale obiettivo rileva il diffuso convincimento che, solamente operando per il benessere comune, si costruisce una *unione politica* europea nella quale trova compendio una situazione di *tendenziale parità* tra gli Stati aderenti⁴². Significative, al riguardo, appaiono le considerazioni formulate da un

³⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea*, Torino, 2013, pp. 33 ss.

³⁹ Cfr. PEREZ, *La nuova governance economica europea: il meccanismo di stabilità e il Fiscal Compact*, in *Giornale dir. amm.*, 2012, n. 5, pp. 461 ss.

⁴⁰ Cfr. EUROPEAN COUNCIL, *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, Bruxelles, 26 June 2012, p. 2, ove si precisa che «national policies cannot be decided in isolation if their effects quickly propagate to the euro area as a whole ... such national policies must reflect fully the realities of being in a monetary union; maintaining an appropriate level of competitiveness, coordination and convergence to ensure sustainable growth without large imbalances is essential».

⁴¹ Si cfr. Comunicazione della Commissione, *Europa 2020. Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, COM(2010) 2020 def., Bruxelles, 3 marzo 2010.

⁴² Si veda in merito l'editoriale intitolato *L'Europa a piccoli passi verso l'unione politica*, ap-

acuto studioso secondo cui «in Europa la unione politica deve sostituire quella semplicemente economica; ciò potrà avvenire attraverso la necessaria ripresa di una solidarietà intra-europea, quest'ultima intesa non soltanto come virtù morale ... ma quale esistenza di una comunità naturale di interessi e valori»⁴³.

Tale assunto coincide con la tendenza ad una rivalutazione dei principi di *unità ed uniformità* della regolamentazione finanziaria; si è in presenza di una posizione culturale che induce a ritenere l'esistenza, nello spirito dell'Unione, di una forte propensione ad attribuire al regime della cooperazione la valenza di formula costitutiva di una nuova realtà istituzionale.

Si evidenzia, dunque, un significativo cambiamento della logica ordinatoria finora vigente, nella quale al presente si stanno con forza delineando orientamenti volti a riequilibrare e stabilizzare il sistema⁴⁴. Va da sé che la prospettiva di una revisione delle formule regolamentari del governo dell'economia non può essere disancorata dal mantenimento di efficaci meccanismi sanzionatori ed adeguati presidi di contrasto agli eventi di crisi⁴⁵.

Da qui il particolare rilievo ascrivito al processo di costruzione di un modello disciplinare che abbia come traguardo finale la realizzazione di una "costituzione economica europea".

parso su *Repubblica.it* del 30 novembre 2012, ove si sottolinea che «la crisi dell'euro-zona ha già stimolato un certo progresso in direzione dell'unione politica europea sulla base di un rafforzamento della solidarietà e della supervisione esercitata da parte delle istituzioni della Ue, come il meccanismo europeo di stabilità e il Fiscal Compact».

⁴³ Si vedano le riflessioni formulate da HABERMAS in occasione della lezione su "*Democracy, Solidarity and the European Crisis*", tenuta a Lovanio il 26 aprile 2013; considerazioni, poi, riprese da S. Maffettone nell'editoriale '*Equilibrio spezzato*', apparso sul *Il Sole24Ore* del 4 agosto 2013, p. 27.

⁴⁴ Cfr. SPAGNUOLO, *Attualità, tendenze e prospettive della politica di coesione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2010, n. 3, p. 845 ss. Si vedano, inoltre, le considerazioni di VERDUN, *Regulation and Cooperation in Economic and Monetary Policy*, in AA.VV., *Innovative Governance in the European Union. The Politics of Multilevel Policymaking*, a cura di Tömmel e Verdun, Lynne Rienner, 2010, pp. 75 ss.

⁴⁵ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali*, in *Bollettino mensile*, marzo 2011, pp. 124-126.

E' questa la strada da seguire per la creazione di un «disegno» compiuto di integrazione ed armonizzazione; obiettivo cui necessariamente deve corrispondere il cedimento della sovranità nazionale ed il superamento di *individualismi* che, tuttavia, ancora permangono nei paesi appartenenti all'UE.

Andrea Miglionico

*Assegnista di Ricerca in Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Roma «La Sapienza»*