



Bruxelles, 28.11.2012
COM(2012) 777 final

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE

**Un piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita
Avvio del dibattito europeo**

PIANO PER UN'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA AUTENTICA E APPROFONDITA

Avvio del dibattito europeo

1. Fondamenti, aspirazioni e benefici dell'UEM

Nella lettera del trattato, l'Unione europea si prefigge di promuovere la pace, i suoi valori e il benessere dei suoi popoli. L'Unione si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove la coesione economica, sociale e territoriale, e la solidarietà tra gli Stati membri. L'Unione istituisce un'Unione economica e monetaria (UEM) la cui moneta è l'euro (articolo 3 del TUE).

Tappe fondamentali dell'integrazione europea, la creazione dell'UEM e l'introduzione dell'euro sono tra le realizzazioni più ambiziose dell'Unione europea, e l'euro è uno dei suoi simboli più riconoscibili, tanto nell'UE che nel resto del mondo. I fondatori dell'UEM hanno riposto nella moneta unica grandi aspettative economiche e politiche, alcune diventate realtà, altre ancora da realizzare.

Seconda valuta di riserva al mondo, l'euro occupa un ruolo centrale nell'economia mondiale, anche come moneta di conto internazionale. Permettendo raffronti immediati tra i pezzi di merci e servizi dei vari paesi, l'euro ha contribuito all'apertura del mercato interno agli oltre 330 milioni di cittadini che vivono nella zona euro. Eliminando il rischio di cambio e i costi delle transazioni in valuta estera, l'euro permette peraltro di distribuire meglio le risorse e garantisce la piena trasparenza dei prezzi di beni e servizi tra un paese all'altro. In un mondo elettronicamente interconnesso, queste condizioni di parità del mercato unico sono una potente leva della crescita. L'euro agevola innegabilmente gli scambi tra i paesi della zona euro e promuove gli investimenti materiali e finanziari tra gli Stati membri. La sua stabilità attira investimenti nella zona euro. Questi benefici in termini di scambi e investimenti sostengono la crescita e l'occupazione. Nel periodo di incertezze e turbolenze finanziarie, la messa a disposizione di liquidità da parte dell'Eurosistema ha permesso di far fronte alle difficoltà del mercato interbancario. La zona euro, formata attualmente da 17 Stati membri e destinata ad allargarsi, è una costruzione dinamica e aperta. Nonostante la crisi, l'adesione alla zona euro rimane una prospettiva allettante, come dimostrano l'adesione della Slovacchia a gennaio 2009 e quella dell'Estonia a gennaio 2011.

Carenze dell'assetto originario dell'UEM e rispetto delle regole

Quando nel 2008 è scoppiata la crisi finanziaria, alcuni Stati membri della zona euro avevano accumulato elevati livelli di debito pubblico e privato, perdite di competitività e squilibri

macroeconomici, che li hanno resi particolarmente vulnerabili quando la crisi è esplosa, causando effetti di contagio notevoli all'interno della zona euro quando la crisi si è trasformata in crisi del debito sovrano. L'accumularsi di questi fattori di vulnerabilità è attribuibile in parte allo scarso rispetto e alla limitata osservanza delle regole dell'UEM definite dal patto di stabilità e crescita. Queste vulnerabilità sono però in buona parte imputabili alle carenze che sin dall'origine caratterizzano l'assetto istituzionale dell'UEM, in particolare all'assenza di uno strumento in grado di compensare sistematicamente gli squilibri macroeconomici.

Unica nel suo genere tra le moderne unioni monetarie, l'UEM comporta, da un lato, una politica monetaria centralizzata e, dall'altro, competenze decentralizzate per gran parte delle politiche, anche se vincolate nel caso delle politiche di bilancio. A differenza di altre unioni monetarie, l'UEM non ha una funzione centralizzata per la politica fiscale e non ha capacità fiscale (bilancio federale)¹. Sin dall'introduzione dell'euro, la crescente interdipendenza tra gli Stati membri della zona euro ha messo decisamente l'accento sulla necessità di politiche economiche e di bilancio sane. Il patto di stabilità e crescita² ha stabilito le norme per coordinare le politiche di bilancio e ha previsto provvedimenti nei confronti degli Stati membri che non le rispettano, partendo dal presupposto che questo coordinamento sarebbe bastato a garantire la solidità delle politiche nazionali. Ma già nel 2008 la relazione della Commissione UEM@10³ individuava una serie di modifiche all'assetto dell'UEM, che la crisi ha reso viepiù necessarie.

Dal 2008 è emersa una serie di problemi nella zona euro:

a) il patto di stabilità e crescita, rispettato in maniera insufficiente dagli Stati membri, mancava di solidi meccanismi in grado di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Se da un lato l'applicazione del braccio preventivo del patto di stabilità e crescita, che impone agli Stati membri di mantenere una posizione di bilancio sottostante solida, è risultata troppo debole, dall'altro gli stessi Stati non hanno approfittato dei periodi di costante crescita per realizzare politiche di bilancio ambiziose. Allo stesso tempo, il braccio correttivo del patto di stabilità e crescita non ha reso operativo nella pratica il criterio del debito stabilito dal trattato. Risultato: scostamenti di bilancio nei periodi di congiuntura positiva e incapacità dei paesi altamente indebitati di ridurre il livello del debito;

¹ Per "fiscale" si intende nel testo "di bilancio".

² Il quadro delle politiche dell'UEM è definito da una serie di disposizioni specifiche del trattato che a) istituiscono la Banca centrale europea (BCE) quale autorità monetaria indipendente della zona euro; b) elaborano un *corpus* di norme che disciplinano la condotta delle politiche di bilancio nazionali (procedura per i disavanzi eccessivi, divieto di facilitazione creditizia e di accesso privilegiato e il cosiddetto principio del "non salvataggio finanziario"); c) disciplinano più in generale la sorveglianza delle politiche economiche negli Stati membri.

³ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0238:FIN:IT:PDF>

b) il coordinamento delle politiche economiche nazionali non legato ai bilanci, affidato a strumenti non vincolanti (pressioni dei pari e raccomandazioni), ha avuto scarso impatto sull'operato dei singoli Stati membri della zona euro. Il dispositivo si è rivelato inadeguato a colmare il divario in termini di competitività e crescita che andava allargandosi tra gli Stati membri. Sono stati peraltro sottovalutati gli effetti di ricaduta negativa dei provvedimenti nazionali all'interno della zona euro e i responsabili delle politiche economiche nazionali non hanno tenuto in debito conto il contesto europeo nel quale operano le economie, il tutto avvalorato dall'assenza generalizzata di rischi connessi ad un eccesso di liquidità dell'economia mondiale;

c) i mercati finanziari svolgono un importante ruolo di incentivo al risanamento sostenibile delle finanze pubbliche perché il tasso di finanziamento del debito pubblico rispecchia il livello di esposizione al rischio di inadempimento. Alla fine degli anni '90, man mano che a livello mondiale diminuiva la pressione inflazionistica, si è assistito a una crescita rapida e sostenuta dell'offerta di moneta da parte delle banche centrali, mentre il settore finanziario adottava nuovi approcci al trasferimento del rischio; queste circostanze hanno portato a un eccesso di liquidità generalizzata, a una ricerca capillare di rendimento e, in fine, a un grave disallineamento tra prezzo e rischio delle attività pubbliche e private. Parallelamente, con l'introduzione dell'euro, la Banca centrale europea (BCE) ha fatto affidamento sui titoli di Stato per le operazioni di mercato aperto, conferendo loro lo status di "qualità elevatissima" richiesto per le garanzie alla banca centrale. Si è così prodotta una forte convergenza dei rendimenti che ha notevolmente limitato la disciplina di mercato, sebbene i paesi vantassero risultati di bilancio diversi. Questa circostanza spiega anche il forte aumento di investimenti in titoli di Stato da parte delle banche. Le economie della zona euro in fase di espansione ciclica e con tassi di inflazione relativamente elevati si sono trovate a beneficiare di tassi reali di interesse bassi, se non addirittura negativi. In alcuni paesi la forte espansione del credito che ne è risultata ha alimentato bolle immobiliari di notevole portata;

d) l'avvio dell'UEM ha dato una forte accelerazione al ritmo dell'integrazione finanziaria, che, sebbene abbia offerto la possibilità di diversificare i portafogli, ha anche reso più veloce la trasmissione degli *shock* oltre frontiera. Sebbene i mercati diventassero sempre più integrati, la vigilanza prudenziale e la gestione delle crisi sono rimaste prevalentemente di competenza nazionale. Questa asimmetria tra mercati finanziari integrati, da un lato, e un'architettura di stabilità finanziaria ancora segmentata a livello nazionale, dall'altro, ha reso inadeguato il coordinamento tra le autorità competenti in tutte le fasi della crisi in corso. L'assenza nel settore finanziario di regole comuni e di autorità di vigilanza e di risoluzione competenti per l'intera zona euro è stato uno dei principali problemi incontrati in risposta alla crisi. La mancanza di un quadro integrato a livello di Unione e di un meccanismo che permettesse di trovare una risposta comune a rischi indotti dal settore bancario in molti o in tutti gli Stati membri ha innescato una serie di potenti spirali negative e controproducenti tra sistema bancario e emittenti sovrani dei paesi vulnerabili. Queste spirali hanno alimentato la crisi del debito, invertendo il flusso di capitali. Alcuni Stati membri si sono così trovati nell'incapacità di accedere al mercato finanziario e il rischio di contagio si è esteso all'intera

zona euro. In questo contesto l'assenza di un meccanismo efficace che garantisca agli Stati membri in difficoltà la liquidità necessaria, riducendo il rischio di contagio e tutelando la stabilità finanziaria della zona euro, ha reso oltremodo evidente l'inadeguatezza delle modalità di gestione della crisi.

L'Unione, pur avendo risposto con determinazione a queste grandi sfide, è ora chiamata ad approfondire l'Unione economica e monetaria. Il presente piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita descrive gli elementi e le tappe necessari per un'Unione bancaria, economica, fiscale e politica a pieno titolo.

2. Le misure fin qui adottate: una risposta alla crisi

In risposta alla crisi, la Commissione ha assunto un ruolo guida tutelando il mercato unico dalle emergenti tendenze protezionistiche e dalla frammentazione lungo le frontiere nazionali, soprattutto nel settore bancario, riformando la *governance* economica dell'UEM per colmare le carenze della sorveglianza economica, presentando importanti proposte legislative per avviare la riforma della sorveglianza del settore finanziario, garantendo il controllo e il coordinamento del salvataggio delle banche a livello dell'Unione e sostenendo in prima linea l'economia reale nel quadro del piano europeo di ripresa economica.

La velocità con cui queste iniziative sono andate avanti e le proposte legislative sono state adottate deve molto al sostegno deciso del Parlamento europeo. Nel 2010 gli Stati membri hanno raggiunto un rapido consenso sulle proposte della Commissione grazie alla *task force* istituita dal presidente del Consiglio europeo per rafforzare la *governance* economica. Il susseguirsi di riunioni del Consiglio europeo ha portato a impegni e decisioni importanti assunti dagli Stati membri per far fronte alla crisi.

Tutti gli Stati membri della zona euro e la maggior parte degli Stati membri dell'Unione si sono impegnati a integrare negli ordinamenti nazionali le disposizioni e i principi dell'Unione sulla sorveglianza di bilancio sanciti dal trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (TSCG) firmato a marzo 2012 da tutti i paesi dell'Unione, ad eccezione della Repubblica ceca e del Regno Unito. La creazione di un *firewall* finanziario nella zona euro e le successive decisioni di estenderne le dimensioni, di ampliare la flessibilità delle operazioni e di renderlo permanente hanno rafforzato notevolmente la capacità di gestione della crisi.

2.1 Sorveglianza di bilancio

La Commissione ha presentato una strategia per il rafforzamento della *governance* economica in Europa nelle sue comunicazioni del 12 maggio e del 30 giugno 2010⁴, seguite da un pacchetto di proposte legislative adottato dalla Commissione il 29 settembre 2010.

Il processo legislativo è andato avanti rapidamente grazie all'efficiente collaborazione interistituzionale, e il quadro europeo di sorveglianza economica e di bilancio è stato rivisto nel dicembre 2011 con l'adozione di un pacchetto di sei proposte legislative (“six-pack”) volto ad ovviare alle carenze evidenziate dalla crisi economica e finanziaria, composto da tre regolamenti che rafforzano il quadro europeo di sorveglianza di bilancio (il patto di stabilità e crescita), due regolamenti che introducono una nuova procedura di sorveglianza degli squilibri macroeconomici e una direttiva che impone standard minimi per i quadri di bilancio nazionali degli Stati membri.

Il pacchetto legislativo ha potenziato radicalmente il braccio preventivo del patto di stabilità e crescita, introducendo una norma di spesa che ancora l'aumento della spesa al tasso di crescita a medio termine del PIL potenziale. La normativa ha inoltre introdotto la possibilità di infliggere sanzioni nelle prime fasi del processo. Da ora in poi, i paesi la cui posizione di bilancio non è abbastanza forte dovranno costituire un deposito fruttifero pari allo 0,2% del PIL. La nuova normativa prevede anche un'azione più energica per correggere errori politici rilevanti nel quadro del braccio correttivo del patto di stabilità e crescita e una nuova norma quantificata che impone agli Stati membri che superano la soglia del debito prevista dal trattato di Maastricht di ridurre rapidamente l'eccesso. Ora la procedura per i disavanzi eccessivi può essere avviata sia in caso di evoluzione negativa del debito pubblico che in caso di disavanzo pubblico elevato. L'introduzione della regola della maggioranza qualificata invertita rafforza notevolmente il peso della Commissione nelle decisioni relative alle sanzioni contro gli Stati membri della zona euro. Mentre in passato queste decisioni dovevano essere appoggiate da una maggioranza qualificata in Consiglio, in futuro la maggioranza qualificata sarebbe necessaria per bloccare le sanzioni proposte dalla Commissione.

Il *six-pack* include anche una direttiva che definisce i requisiti minimi che i quadri di bilancio nazionali degli Stati membri devono rispettare per conformarsi alle norme UE. L'idea di garantire che i processi decisionali nazionali siano finalizzati all'attuazione di politiche conformi ai requisiti europei è parte integrante anche del trattato intergovernativo sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria (TSCG). Gli Stati membri della zona euro firmatari del trattato si sono impegnati a integrare direttamente i principi alla base del patto di stabilità e crescita nell'ordinamento giuridico nazionale attraverso disposizioni vincolanti e permanenti che comprenderanno un

⁴ Cfr. le comunicazioni della Commissione del 12 maggio 2010 (COM (2010) 250 definitivo) e del 30 giugno 2010 (COM(2010) 367 definitivo) e le sue proposte legislative contenute nel “six pack” del 29 settembre 2010 (COM (2010) 522-527 definitivo).

meccanismo nazionale di correzione posto sotto il controllo di un organo di controllo indipendente per garantire la conformità con gli obiettivi di bilancio del braccio preventivo del patto. Pur essendo intergovernativo, il TSCG prevede l'integrazione delle sue disposizioni nel diritto dell'Unione entro 5 anni. La Commissione sta già lavorando con il Parlamento europeo e il Consiglio per integrare alcuni elementi del TSCG nel diritto UE applicabile agli Stati membri della zona euro attraverso le proposte legislative denominate “two-pack”, attualmente sottoposte al processo decisionale dell'UE.

Il *two-pack*, che è composto da due regolamenti, è stato proposto dalla Commissione nel novembre 2011 e mira a rafforzare ulteriormente il coordinamento e la sorveglianza di bilancio per una prevenzione più mirata e un'azione correttiva più efficace in caso di deviazioni dai requisiti in materia di politica di bilancio derivanti dal patto di stabilità e crescita. Tutti gli Stati membri della zona euro presenteranno, prima dell'adozione in parlamento, i loro progetti di piani di bilancio per l'anno successivo alla Commissione e ai loro partner della zona euro secondo un calendario comune. Il *two-pack* rafforza altresì le procedure di controllo e sorveglianza per gli Stati membri che hanno gravi problemi di stabilità finanziaria o che ricevono assistenza finanziaria.

2.2 Sorveglianza delle politiche economiche

Una delle principali carenze delle modalità di sorveglianza esistenti prima della crisi era la mancanza di una sorveglianza sistematica dell'andamento degli squilibri macroeconomici e della competitività. Questi sviluppi venivano analizzati nelle relazioni della Commissione sui singoli Stati membri, compresi i pareri sui programmi di stabilità e di convergenza, e, ogni due anni, nelle analisi informali della competitività nella zona euro, ma non esisteva uno strumento formale per un'analisi sistematica e una verifica del seguito dato attraverso raccomandazioni politiche concrete. Per ovviare a questa lacuna il *six-pack* ha introdotto una nuova procedura per gli squilibri macroeconomici: un nuovo meccanismo di sorveglianza per prevenire gli squilibri macroeconomici nonché individuare le eventuali divergenze in termini di competitività e consentirne la tempestiva correzione. Il meccanismo si basa su un sistema di allerta che utilizza un quadro di valutazione composto da indicatori e studi approfonditi sui singoli paesi per individuare gli squilibri e avviare, all'occorrenza, la nuova procedura per gli squilibri eccessivi. La nuova procedura è completata da disposizioni per assicurarne il rispetto, sotto forma di sanzioni finanziarie per gli Stati membri della zona euro che non si conformano alla procedura per i disavanzi eccessivi.

Anche le diverse componenti della sorveglianza economica, di bilancio e strutturale sono state pienamente integrate grazie ai cambiamenti introdotti dall'inizio della crisi che hanno dato vita al semestre europeo. In passato queste componenti venivano valutate separatamente, mentre adesso sono oggetto di una sorveglianza parallela nei primi sei mesi di ogni anno civile, il che consente agli Stati membri di integrare nei sei mesi successivi gli orientamenti specifici per paese nella procedura nazionale di bilancio. Gli Stati membri ricevono una consulenza sulle politiche prima di finalizzare il loro progetto di bilancio per l'anno successivo.

2.3 Regolamentazione e vigilanza finanziarie

Negli ultimi quattro anni l'Unione europea ha preso misure decisive in materia di regolamentazione e vigilanza finanziarie, ed è in fase di attuazione un importante e ambizioso programma di riforme finanziarie. L'obiettivo è rendere gli istituti e i mercati finanziari, che sono stati al centro della crisi, più stabili, competitivi e resilienti. Il presidente della Commissione ha chiesto a Jacques de Larosière, ex direttore generale del FMI e governatore della Banque de France, di presentare una relazione globale sulle misure appropriate. Basandosi sulla relazione di de Larosière la Commissione ha proposto un ampio programma di riforma della regolamentazione finanziaria.

La quarta direttiva e il regolamento sui requisiti patrimoniali attualmente all'esame propongono requisiti prudenziali più rigorosi per le banche. Per la prima volta i requisiti di adeguatezza patrimoniale sono inseriti in un regolamento e non in una direttiva. L'adozione del regolamento sui requisiti patrimoniali sarà un notevole passo avanti verso il completamento del *corpus* unico di norme per gli istituti finanziari nell'Unione europea. L'UE è intervenuta anche in materia di *governance* introducendo norme vincolanti sulle prassi remunerative per evitare l'assunzione eccessiva di rischi da parte delle banche.

L'UE ha reso più rigorosa la vigilanza dei mercati finanziari istituendo un sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) composto da tre autorità europee di vigilanza (AEV): l'Autorità bancaria europea (ABE), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (AEAP) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), e, in qualità di organo di controllo macroprudenziale, il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS). Le tre autorità di vigilanza europee collaborano con le autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri per garantire regole armonizzate e un'applicazione rigorosa e uniforme dei nuovi requisiti. Il CERS vigila sulle minacce alla stabilità dell'intero sistema finanziario in modo da ovviare per tempo alle eventuali carenze.

Le agenzie di rating del credito, che hanno avuto un ruolo importante nello scoppio della crisi, sono oggetto di una stretta vigilanza da parte dell'AESFEM. La normativa adottata nel 2012 garantirà che tutti i derivati OTC standardizzati siano liquidati da controparti centrali, riducendo in tal modo il rischio di inadempimento delle controparti. Inoltre, una volta adottata la normativa proposta dalla Commissione, tutti i derivati standardizzati e sufficientemente liquidi saranno negoziati su piattaforme regolamentate. La questione delle vendite allo scoperto è già stata trattata con l'adozione di una normativa volta ad aumentare la trasparenza.

2.4 Meccanismi di risoluzione delle crisi

La creazione di un meccanismo di risoluzione delle crisi tale da ovviare alla fragilità del mercato finanziario e da attenuare i rischi di contagio fra gli Stati membri è stata un elemento fondamentale della strategia di risoluzione della crisi. Su iniziativa della Commissione, nel maggio 2010 sono stati istituiti due meccanismi temporanei di risoluzione delle crisi: il

meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) e lo *European Financial Stability Facility* (EFSF). IL MESF è uno strumento di sostegno finanziario alimentato dalle risorse del bilancio dell'UE, a disposizione di tutti i 27 Stati membri dell'Unione europea e basato sui trattati vigenti. L'EFSF è una società di proprietà degli Stati membri della zona euro con sede in Lussemburgo, il cui funzionamento è disciplinato da un accordo intergovernativo. La capacità di prestito dell'EFSF è coperta unicamente dalle garanzie degli Stati membri partecipanti e accessibile solo agli Stati membri della zona euro.

Di fronte all'ulteriore aggravamento della crisi, gli Stati membri della zona euro hanno reso i meccanismi di sostegno esistenti più solidi e flessibili, decidendo infine di creare un meccanismo permanente di risoluzione delle crisi per tutelare meglio la stabilità finanziaria della zona euro e dei suoi Stati membri. L'8 ottobre 2012 è stato quindi inaugurato il meccanismo europeo di stabilità (MES), la protezione finanziaria permanente della zona euro, che ora è pienamente operativo in quanto il relativo trattato è stato ratificato da tutti gli Stati membri della zona euro. Il MES è l'istituzione finanziaria internazionale con il capitale più elevato al mondo e il più grande *firewall* regionale al mondo (500 miliardi di euro). La sua creazione è una tappa fondamentale per garantire alla zona euro la capacità necessaria per il salvataggio degli Stati membri in difficoltà finanziarie a causa di inadempimento. Il 27 novembre 2012 la Corte di giustizia ha confermato che il trattato sul MES, nella sua forma attuale, è in linea con il diritto dell'Unione europea⁵.

La BCE ha avuto un ruolo determinante nella risposta della zona euro alla crisi economica e finanziaria. In primo luogo, il tasso di rifinanziamento ufficiale è stato ridotto quasi a zero in reazione al rallentamento dell'economia. In secondo luogo, la BCE ha adottato una serie di misure per contrastare gli effetti della crisi sul funzionamento dei mercati finanziari quando l'attività del mercato interbancario si è quasi arrestata. Uno dei primi effetti di queste misure è stato il prosciugamento dei finanziamenti all'ingrosso per le banche, in un contesto di preoccupazione circa la qualità delle attività inserite in bilancio. La BCE ha risposto estendendo l'accesso delle banche alle operazioni di politica monetaria attraverso l'allentamento delle norme sulle garanzie reali sia per le normali operazioni di rifinanziamento che per il sostegno di emergenza alla liquidità. Nel maggio 2010 l'Eurosistema ha varato il *Securities Market Programme* (SMP), il programma di acquisto di titoli pubblici nell'ambito di interventi limitati e sterilizzati. Poiché l'accentuarsi dei problemi di finanziamento nella seconda metà del 2011 minacciava la stabilità finanziaria in tutta la zona euro, la BCE ha consentito alle banche di accedere a operazioni di rifinanziamento eccezionalmente a lungo termine, con durata fino a tre anni (mentre la durata massima prevista dalle procedure normali è di tre mesi). Le tre operazioni di rifinanziamento a lungo termine hanno avuto un'incidenza considerevole sul sentimento degli investitori, allentando

⁵ Sentenza del 27 novembre 2012 nella causa C-370/12 Pringle. La Corte ha inoltre confermato che la decisione 2011/199 del Consiglio europeo, che modifica l'articolo 136 del TFUE, era valida e che gli Stati membri potevano procedere alla conclusione e alla ratifica del trattato MES prima dell'entrata in vigore della decisione.

considerevolmente le pressioni sui mercati finanziari. Sebbene l'accesso ai finanziamenti all'ingrosso rimanga problematico per molte banche, di recente vi sono stati segni di un graduale ammorbidimento su questi mercati, specialmente per le banche di maggiori dimensioni.

L'estendersi della crisi ai mercati del debito sovrano e l'innescarsi di circoli viziosi tra banche e emittenti sovrani ha accentuato la frammentazione del sistema finanziario della zona euro e creato il cosiddetto "rischio di ridenominazione", collegato ai timori circa la reversibilità dell'euro. La BCE ha adottato una decisione quale base per effettuare operazioni monetarie definitive sui mercati secondari dei titoli sovrani nel rispetto di condizioni rigorose ed effettive⁶. L'obiettivo è salvaguardare la corretta trasmissione della politica della BCE all'economia reale in tutta la zona euro e garantire l'unicità della politica monetaria. Le operazioni si svolgerebbero in stretta conformità con il mandato della BCE riguardante il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine. Le operazioni monetarie definitive sono subordinate a condizioni rigorose ed effettive legate a un adeguato programma dello *European Financial Stability Facility*/meccanismo europeo di stabilità (EFSF/MES). Fintanto che le condizioni legate al programma vengono rispettate, il Consiglio direttivo della BCE può prevedere operazioni monetarie definitive se giustificate dal punto di vista della politica monetaria. Esse cesseranno una volta raggiunti gli obiettivi o in caso di non conformità al programma di aggiustamento macroeconomico o al programma precauzionale. La liquidità creata attraverso le operazioni monetarie definitive sarà totalmente sterilizzata. L'annuncio del programma relativo alle operazioni monetarie definitive, che sostituisce il programma di acquisto di titoli pubblici, di portata più limitata, ha avuto nuovamente una notevole incidenza sul sentimento degli investitori, provocando un calo significativo del rendimento dei titoli sovrani negli Stati membri vulnerabili.

L'UEM è stata riveduta, ma il lavoro non è ancora finito

Tutte le misure adottate finora costituiscono una risposta forte alla crisi, specialmente se le si confronta con quello che era considerato politicamente fattibile solo qualche anno fa. Ci è voluto tempo per introdurre molte di queste misure, ad esempio gli strumenti riveduti per il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio o il *firewall* finanziario permanente. Alcune di esse, inoltre, dovranno dimostrarsi efficaci per qualche tempo prima di avere effetti positivi sulla fiducia. Questo è l'unico motivo per il quale, nonostante una risposta forte, non è stato possibile impedire che la crisi del debito sovrano si trasformasse in una crisi della fiducia che minaccia di rimettere in discussione l'integrità della stessa zona euro.

⁶ Comunicato stampa della BCE del 6 settembre 2012 sulle caratteristiche tecniche delle operazioni monetarie definitive: http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

Quanto precede è dovuto anche al divario fra la brusca accelerazione dell'integrazione finanziaria nell'UEM e i progressi relativamente lenti dell'integrazione della regolamentazione e della vigilanza finanziarie a livello di UE.

L'assenza di istituzioni sovranazionali forti incaricate della vigilanza bancaria a livello di UE ha reso la gestione della crisi molto più difficile e costosa per il contribuente. Cosa ancora più grave, in assenza di queste istituzioni la crisi della fiducia, associata alla mancanza di una *governance* appropriata del settore finanziario (architettura per la regolamentazione, la vigilanza e la risoluzione), e la conseguente risposta delle autorità pubbliche, basata sull'interesse nazionale, hanno nuovamente provocato una frammentazione dei mercati finanziari, perché la valutazione del rischio basata sulle obbligazioni di riferimento nazionali ha fatto sì che gli Stati membri della zona euro applicassero condizioni di finanziamento diverse alle imprese e alle famiglie, annullando molti benefici dell'integrazione finanziaria europea.

Questo ha ulteriormente frenato la crescita in alcuni Stati membri, perché le condizioni di credito sono state rese più rigide nei settori già caratterizzati da un rallentamento dell'attività, il che ha ulteriormente accentuato il circolo vizioso tra banche e emittenti sovrani negli Stati membri interessati, limitandone ulteriormente la capacità di sormontare la crisi e incidendo, in ultima istanza, sia sulla loro capacità di rifinanziarsi sui mercati che sul potenziale bisogno di assistenza finanziaria. Per contro, le condizioni di credito sono state ulteriormente alleggerite negli Stati membri in cui l'attività era già relativamente forte.

Di conseguenza, la mancanza di istituzioni forti e integrate a livello di UE ha invertito il processo di integrazione e imposto condizioni diverse a imprese e famiglie a seconda che fossero situate da una parte o dall'altra del confine tra due Stati membri della zona euro. Imprese quasi identiche situate a pochi chilometri sui due diversi lati del confine potrebbero non essere più in grado di finanziare investimenti a condizioni paragonabili. Su un lato del confine si potrebbero registrare una stasi degli investimenti e un aumento della disoccupazione, perché i prestiti non vengono concessi a condizioni accettabili. Sull'altro, in contemporanea, i costi degli investimenti e la disoccupazione potrebbero scendere a livelli estremamente bassi. Lo stesso vale per le condizioni di finanziamento concesse alle famiglie. Questi sviluppi divergenti, che non sono collegati né ai fondamentali economici né alle necessità dei cittadini e delle imprese, possono compromettere l'intero progetto di integrazione europea.

Il circolo vizioso tra emittenti sovrani e banche e la concomitante riframmentazione dei mercati finanziari dell'UE hanno finito col creare un rischio di ridenominazione, ossia la scommessa da parte dei partecipanti al mercato finanziario che questi sviluppi avrebbero minacciato, a termine, l'esistenza della moneta unica.

Anacronisticamente, a più di 50 anni dalla fondazione dell'Unione europea la crisi di fiducia sembra ripristinare il potere frenante delle frontiere nazionali, rimettere in discussione il

mercato unico e minacciare i risultati ottenuti finora e le aspirazioni, non ancora realizzate, legate all'Unione economica e monetaria. Questo minaccia anche il modello di economia di mercato sociale dell'Unione europea.

L'esperienza acquisita dal 2008 ad oggi nel contesto delle crisi economica, finanziaria e del debito sovrano ha dato luogo a una profonda revisione della *governance* economica dell'Unione economica e monetaria, da cui sono scaturite misure senza precedenti. Questa revisione ha reso l'UEM molto più forte di quanto non fosse all'inizio della crisi. La crisi ha evidenziato chiaramente come l'interdipendenza tra le nostre economie sia aumentata dalla creazione dell'UEM e dimostrato, senza ombra di dubbio, che il successo o il fallimento dell'UEM sarà un successo o un fallimento per tutte le parti interessate.

La minaccia insita nella crisi di fiducia è tuttavia molto più fondamentale e richiede quindi una risposta molto più fondamentale. Una risposta che sia in grado di assicurare sul fatto che le realizzazioni del mercato unico e della moneta unica non andranno perse e che quelle ancora in corso saranno completate e mantenute a vantaggio dei cittadini e delle imprese.

Per essere efficace e credibile, la risposta deve ovviare anzitutto alle pressanti difficoltà concrete incontrate attualmente da cittadini, imprese e Stati membri. Un'Unione bancaria potrebbe porre fine alla disintegrazione del mercato finanziario dell'UE, garantire condizioni di finanziamento ragionevolmente simili per le famiglie e le imprese in tutta l'UE, contribuire a spezzare il circolo vizioso tra Stati membri e banche e impedire che le divergenze tra i cicli economici si accentuino artificialmente nella zona euro. In secondo luogo, la risposta deve definire la visione di un'UEM più integrata da realizzare in futuro. In terzo luogo, la risposta deve delineare un percorso chiaro e realistico per raggiungere l'ambizioso obiettivo finale, in base a un deciso impegno delle istituzioni e degli Stati membri dell'Unione europea.

3. Le prossime fasi: combinare una notevole ambizione con una tempistica appropriata

L'UEM si trova di fronte ad una sfida fondamentale, specie per quanto riguarda la zona euro, e deve essere rafforzata per garantire il futuro benessere economico e sociale. Il Consiglio europeo del giugno 2012 ha invitato il presidente del Consiglio europeo a presentare, in stretta collaborazione con il presidente della Commissione, il presidente dell'Eurogruppo e il presidente della BCE, una tabella di marcia specifica e circoscritta nel tempo per la realizzazione di un'autentica UEM. Una relazione intermedia è stata presentata al Consiglio europeo di ottobre e la relazione finale è prevista a dicembre. Il 20 novembre il Parlamento europeo ha adottato la relazione dal titolo "Verso un'autentica Unione economica e monetaria", in cui esprime la sua preferenza per un'UEM più integrata. Il presente piano contiene la proposta della Commissione per quanto riguarda le prossime fasi.

È necessaria una visione globale relativa a un'UEM autentica e approfondita, che favorisca un'architettura solida e stabile in campo finanziario, fiscale, economico e politico a sostegno

della stabilità e della prosperità. In questa UEM autentica e approfondita, tutte le scelte fondamentali degli Stati membri a livello di politica economica e fiscale devono essere oggetto di maggiore coordinamento, approvazione e sorveglianza a livello europeo. Queste politiche devono riguardare anche la fiscalità, l'occupazione e altri settori di fondamentale importanza per il funzionamento dell'UEM. Un'UEM di questo tipo presuppone inoltre una capacità fiscale autonoma e sufficiente, che assicuri un effettivo sostegno alle scelte politiche derivanti dal processo di coordinamento. Una congrua quota delle decisioni riguardanti le entrate, le spese e l'emissione di debito deve essere oggetto di un processo decisionale e di un'attuazione congiunti a livello dell'UEM.

È evidente che l'attuale UEM non può essere completata da un giorno all'altro trasformandola in una versione approfondita e totalmente integrata, specialmente in considerazione del notevole trasferimento supplementare di poteri politici dal livello nazionale a quello europeo. Per far sì che l'UEM garantisca permanentemente stabilità, sostenibilità e benessere ai cittadini, occorre prendere già a breve termine (nei prossimi 6-12 mesi) misure decisive volte al conseguimento di questo obiettivo, seguite da altre misure a medio e a lungo termine. Ciascuna di queste misure deve basarsi sulle altre e costituirne il proseguimento.

Le prossime fasi devono svolgersi in modo equilibrato, associando misure volte a rafforzare la responsabilità e la disciplina economica con una maggiore solidarietà e un sostegno finanziario più consistente. Questo equilibrio va garantito in parallelo e in ciascuna fase dello sviluppo dell'UEM. Alla maggiore integrazione della regolamentazione finanziaria, delle politiche fiscali ed economiche e degli strumenti corrispondenti deve fare riscontro un'integrazione politica equivalente, a garanzia della legittimità e della responsabilità democratiche.

Il presente capitolo definisce le misure e le azioni necessarie a breve, medio e lungo termine per arrivare, su base permanente, a un'UEM autentica e approfondita: da un maggior coordinamento delle politiche alla capacità fiscale e ad un maggior numero di decisioni comuni sulle entrate pubbliche, sulla spesa pubblica e sull'emissione di debito pubblico.

Alcuni strumenti possono essere adottati nei limiti dei vigenti trattati, mentre altri richiederanno la modifica dei trattati e l'attribuzione di nuove competenze all'Unione. Sono quindi possibili progressi rapidi sui primi, che dovrebbero essere completati, al massimo, a medio termine, mentre i secondi potranno essere avviati solo a medio termine e completati a lungo termine. Deve essere comunque sempre chiara l'impostazione olistica dell'intero processo, nel quale ogni fase si basa su quella precedente.

A breve termine (nei prossimi 6-18 mesi), sebbene la priorità immediata debba essere la piena utilizzazione dei nuovi strumenti di *governance* economica introdotti dal *six-pack* e la rapida adozione delle attuali proposte della Commissione, come il *two-pack* e il meccanismo di vigilanza unico, si può fare di più mediante atti di diritto derivato, specie per quanto riguarda il coordinamento delle politiche economiche e il sostegno alle riforme strutturali

necessarie per correggere gli squilibri e migliorare la competitività. Una volta presa una decisione sul prossimo quadro finanziario pluriennale per l'UE, la creazione nel bilancio dell'Unione di uno strumento finanziario per sostenere il riequilibrio, l'aggiustamento e, di conseguenza, la crescita delle economie dell'UEM costituirebbe la fase iniziale per la costituzione di una capacità fiscale rafforzata, parallelamente alla maggiore integrazione dei meccanismi per il coordinamento delle politiche. La prossima fase del coordinamento delle politiche fiscali ed economiche e la fase iniziale corrispondente della creazione di una capacità fiscale potrebbero essere riunite in uno “strumento di convergenza e di competitività”. Dopo l'adozione del meccanismo di vigilanza unico sarà proposto un meccanismo di risoluzione unico per le banche.

A medio termine (18 mesi-5 anni) occorre rafforzare ulteriormente il coordinamento di bilancio (compresa la possibilità di chiedere la revisione di un bilancio nazionale in linea con gli impegni europei), estendere il coordinamento delle politiche in materia di fiscalità e di occupazione e creare una vera capacità fiscale autonoma dell'UEM per sostenere l'attuazione delle scelte politiche derivanti dal maggiore coordinamento. Alcuni di questi elementi richiederanno la modifica dei trattati.

Il problema della riduzione dei debiti pubblici che superano ampiamente i criteri del patto di stabilità e crescita potrebbe essere risolto mediante la creazione di un fondo di rimborso. Per promuovere l'integrazione dei mercati finanziari della zona euro e in particolare per stabilizzare i volatili mercati del debito pubblico una possibile soluzione sarebbe l'emissione comune da parte degli Stati membri della zona euro di titoli del debito pubblico a breve termine di durata fino a 1-2 anni. Entrambe queste possibilità richiederebbero la modifica dei trattati.

A più lungo termine (oltre 5 anni), sulla base di un'adeguata condivisione di sovranità, responsabilità e solidarietà al livello europeo, dovrebbe essere possibile creare un bilancio autonomo della zona euro, che assicuri all'UEM la capacità fiscale per sostenere gli Stati membri colpiti da shock. Un quadro di *governance* economica e fiscale veramente integrato potrebbe inoltre consentire l'emissione comune di debito pubblico, che migliorerebbe il funzionamento dei mercati e l'attuazione della politica monetaria. Come indicato nel libro verde della Commissione del 23 novembre 2011 sulla fattibilità dell'introduzione di obbligazioni di stabilità (*stability bond*)⁷, l'emissione congiunta di obbligazioni potrebbe dotare i governi di nuovi mezzi per finanziare il loro debito nonché offrire ai risparmiatori e agli istituti finanziari possibilità di investimenti sicuri e liquidi e un mercato obbligazionario integrato della zona euro che sia comparabile, per dimensioni e liquidità, al mercato delle obbligazioni in dollari statunitensi.

⁷ COM(2011)818.

L'ulteriore e progressiva integrazione della zona euro verso un'Unione bancaria, fiscale ed economica a tutti gli effetti richiederà misure parallele finalizzate a un'Unione politica con una maggiore legittimità e responsabilità democratiche.

I progressi compiuti in termini di integrazione dovranno inoltre riflettersi all'esterno, in particolare attraverso misure finalizzate a una rappresentanza economica esterna unica della zona euro.

Riquadro n. 1: Principi giuridici di base

Per garantire la sostenibilità della moneta comune, bisogna poter approfondire l'UEM in modo più rapido e globale rispetto all'UE considerata nel suo insieme, pur tutelando l'integrità dell'Unione in senso lato.

Questo è possibile nel rispetto dei seguenti principi:

in primo luogo, l'approfondimento dell'UEM deve basarsi sul quadro istituzionale e giuridico dei trattati per motivi di legittimità, di equità tra Stati membri e di efficienza. La zona euro è frutto dei trattati e deve essere approfondita nell'ambito dei trattati, in modo da evitare una frammentazione del quadro giuridico che indebolirebbe l'Unione e metterebbe in discussione l'importanza capitale del diritto UE per la dinamica dell'integrazione. Solo le norme decisionali UE garantiscono un'efficienza totale, perché si basano sulla maggioranza qualificata, anziché sul gravoso obbligo dell'unanimità, e su un quadro democratico solido.

Le soluzioni intergovernative, pertanto, vanno prese in considerazione solo a titolo eccezionale e transitorio, nei casi in cui una soluzione UE richiederebbe una modifica dei trattati, e fino all'entrata in vigore della modifica. Queste soluzioni devono inoltre essere strutturate in modo da rispettare il diritto e la *governance* dell'UE, evitando di sollevare nuovi problemi di responsabilità.

In secondo luogo, l'approfondimento dell'UEM deve sfruttare principalmente e integralmente il potenziale degli strumenti a livello di UE, senza che ciò pregiudichi l'adozione di misure specifiche per la zona euro. Il semestre europeo, l'*acquis* sul mercato interno e il sostegno alla competitività e alla coesione attraverso il bilancio UE rappresentano un valido punto di partenza per sviluppare un quadro giuridico e finanziario globale per il coordinamento economico, l'integrazione e la convergenza reale. Anche gli sforzi in atto per rendere più efficaci queste politiche, come le condizioni macroeconomiche cui è subordinata la concessione dei fondi strutturali o il nuovo approccio alla *governance* del mercato unico, contribuiranno a rafforzare l'UEM.

Al tempo stesso, devono essere creati strumenti supplementari di coordinamento finanziario, fiscale e strutturale o di sostegno specifici per la zona euro, ove ciò sia necessario e a complemento dei fondamenti dell'Unione. Il trattato di Lisbona ha fornito un'utile base

giuridica (articolo 136 del TFUE) per approfondire l'integrazione della zona euro, che è già stata ampiamente utilizzata per il *six-pack* e, successivamente, per il *two-pack*.

Quando ciò sia giuridicamente possibile, le misure della zona euro devono essere aperte alla partecipazione degli altri Stati membri. Di fatto, sebbene i trattati prevedano che un certo numero di norme si applichi esclusivamente agli Stati membri della zona euro, l'attuale configurazione della zona euro è solo temporanea, perché a norma dei trattati tutti gli Stati membri tranne due (Danimarca e Regno Unito) sono destinati a diventare membri a tutti gli effetti dell'UEM.

In terzo luogo, per progredire verso un'autentica UEM bisogna anzitutto sfruttare integralmente le possibilità offerte dai trattati nella loro vigente formulazione, attraverso l'adozione di atti di diritto derivato. La modifica dei trattati deve essere presa in considerazione solo ove il quadro vigente non consenta di intraprendere un'azione indispensabile per migliorare il funzionamento dell'UEM. Le eventuali modifiche vanno preparate con cura, in modo da garantire la titolarità politica e democratica necessaria perché il processo di ratifica si svolga senza intoppi.

3.1 A breve termine (nei prossimi 6-18 mesi): misure possibili mediante atti di diritto secondario dell'UE per progredire verso l'Unione bancaria, migliorare il coordinamento delle politiche, prendere una decisione sul prossimo quadro finanziario pluriennale e creare uno “strumento di convergenza e di competitività”

L'approfondimento dell'UEM deve ovviare alle conseguenze di un accumulo eccessivo di debito pubblico e privato, riducendo gli squilibri associati creatisi nell'economia europea. L'aggiustamento si sta però dimostrando un processo lungo e difficile, con restrizioni alla concessione di credito, pressioni sulle finanze pubbliche e una crescita debole nel settore privato dato che le imprese e le famiglie sono occupate a risanare i bilanci.

L'impegno a rispettare la disciplina di bilancio è fondamentale per tutelare la stabilità della zona euro e una tappa obbligata verso un quadro di bilancio integrato a tutti gli effetti. Questo garantirà politiche di bilancio sane a livello nazionale e europeo contribuendo quindi alla crescita sostenibile e alla stabilità macroeconomica. La prima priorità deve essere la piena utilizzazione dei nuovi strumenti di *governance* economica e la rapida adozione delle proposte attuali. Parallelamente, i progressi verso un'Unione bancaria devono iniziare con l'adozione e l'attuazione delle proposte relative alla regolamentazione e alla vigilanza finanziarie, in particolare la proposta relativa a un meccanismo di vigilanza unico per la zona euro e gli Stati membri che desiderano farne parte.

Il buon funzionamento dell'UEM presuppone un ulteriore rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche. Il peso dell'obiettivo di crescita e di aggiustamento nella zona euro è in contrasto con la mancanza di un forte coordinamento politico in materia di riforme

strutturali. La dimostrata esistenza di forti esternalità transnazionali impone di migliorare la gestione delle politiche economiche nella zona euro. Il buon funzionamento dell'UEM presuppone che gli Stati membri della zona euro definiscano insieme una politica economica nel cui ambito, basandosi sugli attuali meccanismi di coordinamento delle politiche economiche, intraprenderanno le azioni e le misure necessarie in tutti i settori di fondamentale importanza per il buon funzionamento della zona euro. Occorre in particolare istituire una procedura per discutere *ex ante* di tutte le principali riforme della politica economica, attuando in parallelo la fase iniziale della costruzione di una capacità fiscale per l'UEM che consenta di fornire un sostegno finanziario mirato agli Stati membri con problemi di aggiustamento.

Ricordando l'importanza che rivestono finanze pubbliche sane, riforme strutturali e investimenti mirati per una crescita sostenibile, il 28-29 giugno 2012 i capi di Stato o di governo hanno firmato il patto per la crescita e l'occupazione, che dimostra la loro volontà di stimolare la creazione di posti di lavoro parallelamente al loro impegno a risanare le finanze pubbliche. La Commissione sta anche valutando l'incidenza delle forti restrizioni di bilancio sulla spesa pubblica a favore della crescita e sugli investimenti pubblici. In tale contesto, la zona euro deve garantire che gli investimenti siano mantenuti a livelli sufficienti per creare condizioni generali favorevoli all'aumento della competitività e contribuire alla crescita e all'occupazione.

Tutte le iniziative esposte in questa sezione possono essere adottate entro tempi brevi e nei limiti dei trattati vigenti.

3.1.1 Piena attuazione del semestre europeo e del *six-pack* e rapida approvazione e attuazione del *two-pack*

Il completamento e la piena attuazione dell'attuale quadro di *governance* economica devono essere una priorità assoluta.

L'introduzione del semestre europeo e il pacchetto legislativo “*six-pack*” hanno integrato gli insegnamenti fondamentali tratti dalla crisi prevedendo una riforma del patto di stabilità e crescita, l'istituzione della procedura per gli squilibri macroeconomici e l'introduzione di standard minimi per i quadri di bilancio nazionali. Il semestre europeo e il *six-pack* rappresentano una svolta fondamentale in termini di coordinamento delle politiche economiche che promette un'attuazione più efficace delle politiche a livello nazionale, in particolare negli Stati membri della zona euro, e il conseguente miglior funzionamento dell'UEM, contribuendo quindi a ripristinare la fiducia. Ora la promessa deve essere mantenuta utilizzando appieno, e in modo rigoroso, i nuovi strumenti già creati.

Il proposto pacchetto legislativo *two-pack* deve essere approvato senza ulteriori indugi dai colegislatori, perché si possa progredire verso un'UEM autentica e approfondita. Dato che il *two-pack* contiene strumenti importanti per rafforzare la sorveglianza di bilancio e gestire meglio le situazioni di instabilità finanziaria negli Stati membri, la sua rapida adozione e la

sua successiva attuazione dovrebbero rafforzare la fiducia nell'impegno delle istituzioni UE a completare la revisione della *governance* economica.

3.1.2 Regolamentazione e vigilanza finanziaria: *corpus* unico di norme e proposte relative al meccanismo di vigilanza unico

Il vertice della zona euro tenutosi il 29 giugno 2012 ha segnato un punto di svolta nell'approccio alla crisi. Ha riconosciuto che “*è imperativo spezzare il circolo vizioso tra banche e debito sovrano*” che sta indebolendo le finanze dei paesi della zona euro al punto da minacciare l'esistenza stessa dell'UEM. In particolare, il consenso raggiunto sulla necessità di creare un meccanismo di vigilanza unico è basato sulla convinzione che occorre superare la frammentazione finanziaria e che la centralizzazione della vigilanza bancaria è necessaria per assicurare che tutti i paesi della zona euro possano avere piena fiducia nella qualità e nell'imparzialità della vigilanza bancaria.

In effetti, una vera Unione economica e monetaria deve prevedere la responsabilità condivisa delle politiche relative al settore bancario e dell'intervento in caso di crisi. Questo è l'unico modo per spezzare efficacemente il circolo vizioso che collega le finanze pubbliche degli Stati membri e la solidità delle loro banche, e per limitare gli effetti di ricaduta negativi a livello transfrontaliero.

Un quadro finanziario integrato, che nel tempo evolva in una piena Unione bancaria, darebbe un contributo determinante, offrendo un insieme integrato di strumenti per controllare e contenere più efficacemente i rischi che pesano sul sistema finanziario. Ciò consentirebbe di porre un freno alla frammentazione finanziaria, ridurrebbe considerevolmente la necessità di intervento pubblico, contribuirebbe al riequilibrio e in tal modo migliorerebbe le prospettive di crescita. Gli strumenti sono integrati, perché il loro impatto sarebbe minore se uno dei relativi componenti fosse debole. Ci vorrà tempo per sviluppare alcune parti necessarie del sistema, ma questo non deve ritardare la rapida attuazione degli elementi che possono creare benefici immediati.

Nella comunicazione del 12 settembre 2012 la Commissione ha delineato la visione di un'Unione bancaria in graduale dispiegamento⁸. Il presidente del Consiglio europeo, il presidente della Commissione, il presidente dell'Eurogruppo e il presidente della BCE hanno dato il loro sostegno a questa visione in linea di principio⁹. Il Consiglio europeo del

⁸ Cfr. la comunicazione della Commissione dal titolo “Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria”, in cui la Commissione delinea la sua visione complessiva della realizzazione dell'Unione bancaria, comprensiva del *corpus* unico di norme, della tutela comune dei depositi e di un meccanismo di risoluzione unico per il settore bancario (COM (2012) 510).

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-510_it.pdf

⁹ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/132809.pdf.

18 ottobre 2012 ha confermato che “[d]obbiamo procedere verso un quadro finanziario integrato, per quanto possibile aperto a tutti gli Stati membri che desiderano prendervi parte.”¹⁰ Nella relazione “Verso un’autentica Unione economica e monetaria” del novembre 2011 il Parlamento europeo ha chiesto che le proposte della Commissione in materia siano adottate il prima possibile.

Il primo, fondamentale passo su questa strada sarà il meccanismo di vigilanza unico, che deve essere successivamente completato da un meccanismo di risoluzione unico (cfr. 3.2.1).

Il meccanismo di vigilanza unico deve assicurare la piena condivisione delle informazioni tra autorità di vigilanza in merito alle banche, strumenti comuni di prevenzione e un’azione comune per affrontare i problemi in una fase quanto più possibile precoce. Per ripristinare la fiducia tra banche, investitori e autorità pubbliche nazionali, occorre anche prevedere che la vigilanza sia effettuata in modo rigoroso e secondo criteri oggettivi, senza margini di tolleranza a livello regolamentare.

Il 12 settembre 2012 la Commissione ha presentato le proposte legislative per la creazione del meccanismo di vigilanza unico, composto dalla BCE e dalle autorità nazionali di vigilanza¹¹, e intese a modificare il regolamento del 2010 istitutivo dell’Autorità bancaria europea, in modo da adeguarlo alla creazione del meccanismo di vigilanza unico e garantire un equilibrio nelle strutture decisionali dell’Autorità tra Stati membri della zona euro e Stati membri che non vi appartengono¹².

Il meccanismo di vigilanza unico proposto dalla Commissione si basa sul trasferimento a livello europeo di specifici compiti fondamentali di vigilanza delle banche situate negli Stati membri della zona euro e delle banche stabilite in Stati membri non appartenenti alla zona euro che decidono di aderire all’Unione bancaria. Ai sensi di questo nuovo quadro, la BCE sarà responsabile della vigilanza di tutte le banche nell’ambito dell’Unione bancaria, alle quali applicherà il *corpus* unico di norme applicabili in tutto il mercato unico. Il quadro proposto dalla Commissione garantisce una vigilanza efficace e uniforme in tutti gli Stati membri partecipanti, per la quale farà appello alle competenze specifiche delle autorità di vigilanza nazionali. È di fondamentale importanza che i negoziati sul meccanismo di vigilanza unico siano completati prima della fine dell’anno, e che l’attuazione prenda avvio all’inizio del 2013. A integrazione, l’Autorità bancaria europea (ABE) sarà adeguata al nuovo quadro di vigilanza bancaria, al fine di garantire l’integrità del mercato unico.

¹⁰ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/132986.pdf

¹¹ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_it.pdf

¹² http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-512_it.pdf

In tal modo verrà aperta la strada al ricorso, ove opportuno e a condizione che sia stato raggiunto un accordo in materia, al meccanismo europeo di stabilità (MES) come sostegno pubblico per ricapitalizzare direttamente le banche, conformemente alle conclusioni del Consiglio europeo del 19 ottobre 2012. Spezzando il circolo vizioso tra banche e rispettivi emittenti sovrani, ciò consentirà di rafforzare ulteriormente la zona euro.

La fiducia dei depositanti e dei partecipanti al mercato è di fondamentale importanza per risolvere le crisi bancarie. Per ottenere un livello di fiducia del pubblico paragonabile alle migliori autorità di risoluzione al mondo, occorrerà creare un sistema di risoluzione unico credibile associato ad un forte sostegno finanziario. Nel breve termine tale responsabilità resta a livello nazionale. Ma una volta che sarà stato creato, e conformemente ai pertinenti orientamenti, è necessario che il MES possa concedere un sostegno mutualizzato per ricapitalizzare direttamente le banche che non riescono a raccogliere fondi sul mercato e che non possono essere salvate dallo Stato membro d'origine senza mettere a repentaglio la sostenibilità delle sue finanze pubbliche.

Un quadro finanziario integrato, comprendente un meccanismo di vigilanza unico e successivamente un meccanismo di risoluzione unico, deve basarsi su un *corpus* unico di norme. Pertanto, è essenziale concludere con urgenza i negoziati sulle proposte della Commissione che stabiliscono un nuovo quadro normativo in materia di vigilanza prudenziale delle banche, di garanzia dei depositi bancari e di risanamento e risoluzione delle crisi delle banche.

3.1.3 Un meccanismo di risoluzione unico

Un'Unione bancaria efficace ha bisogno non solo di un meccanismo di vigilanza unico, che consenta una vigilanza di elevata qualità in tutti gli Stati membri, ma anche di un meccanismo di risoluzione unico per le banche in difficoltà. Lo ha riconosciuto il 19 ottobre 2012 il Consiglio europeo, che ha dichiarato di *“prende[re] atto dell'intenzione della Commissione di proporre un unico meccanismo di risoluzione per gli Stati membri che partecipano al meccanismo di vigilanza unico dopo l'adozione della proposta di direttiva sul risanamento e la risoluzione delle crisi bancarie e della proposta di direttiva sul sistema di garanzia dei depositi.”*

Pertanto, dopo l'adozione del meccanismo di vigilanza unico la Commissione presenterà una proposta relativa al meccanismo di risoluzione unico per la ristrutturazione e la risoluzione delle crisi delle banche negli Stati membri partecipanti all'Unione bancaria. Il meccanismo sarà articolato attorno ad una distinta autorità europea di risoluzione, la quale gestirà la risoluzione delle crisi bancarie e coordinerà in particolare l'applicazione degli strumenti di risoluzione. Il meccanismo sarà più efficace di una rete di autorità nazionali di risoluzione, in particolare per quanto riguarda i gruppi bancari transfrontalieri, per i quali, in tempi di crisi, velocità e coordinamento sono fondamentali per ridurre al minimo i costi e ripristinare la fiducia. Un tale meccanismo consentirebbe anche notevoli economie di scala, ed eviterebbe le esternalità negative che potrebbero derivare da decisioni puramente nazionali.

Ogni intervento del meccanismo di risoluzione unico dovrà basarsi sui seguenti principi:

- la necessità di interventi di risoluzione dovrebbe essere ridotta al minimo, grazie a rigorose norme prudenziali comuni e ad un migliore coordinamento della vigilanza nell'ambito del meccanismo di vigilanza unico;
- quando l'intervento del meccanismo di risoluzione unico si rende necessario, gli azionisti e i creditori dovrebbero sostenere i costi della risoluzione prima della concessione di qualsiasi finanziamento esterno, conformemente alla proposta della Commissione sul risanamento e la risoluzione delle crisi delle banche;
- ogni risorsa aggiuntiva necessaria per finanziare il processo di ristrutturazione dovrebbe essere fornita da meccanismi finanziati dal settore bancario, invece di utilizzare il denaro dei contribuenti.

Le prossime proposte della Commissione per un meccanismo di risoluzione unico saranno basate su tali principi.

La Commissione ritiene che il meccanismo di risoluzione unico, al pari di un efficace meccanismo di vigilanza unico, può essere creato mediante atti di diritto derivato senza modificare i trattati in vigore.

3.1.4 Una rapida decisione in merito al prossimo quadro finanziario pluriennale (QFP)

La proposta della Commissione relativa al quadro finanziario pluriennale 2014-2020 è determinante per promuovere gli investimenti, la crescita e l'occupazione a livello di UE. La proposta prevede inoltre di collegare più sistematicamente i finanziamenti erogati nell'ambito della politica di coesione, della politica di sviluppo rurale e della politica europea per gli affari marittimi e la pesca alle varie procedure di *governance* economica. Il quadro strategico comune (che comprende i seguenti "fondi del QSC": Fondo europeo di sviluppo regionale, Fondo sociale europeo, Fondo di coesione, Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca) crea un forte collegamento fra questi fondi e i programmi nazionali di riforma, i programmi di stabilità e di convergenza elaborati dagli Stati membri e le raccomandazioni specifiche per paese adottate dal Consiglio per ciascuno Stato membro.

Il QFP sarà attuato attraverso contratti/accordi fra gli Stati membri e la Commissione, soggetti a condizioni macroeconomiche rigorose. Secondo la proposta della Commissione, le condizioni macroeconomiche vengono applicate in due modi:

1. riprogrammazione, nel caso di modifiche dei contratti di partenariato e dei pertinenti programmi a sostegno delle raccomandazioni del Consiglio o per ovviare a un

disavanzo eccessivo, a squilibri macroeconomici o ad altre difficoltà socioeconomiche o per massimizzare l'impatto dei fondi del QSC in termini di crescita e di competitività per gli Stati membri che ricevono assistenza finanziaria dall'UE. Se uno Stato membro non risponde in modo soddisfacente alla richiesta, la Commissione può sospendere, parzialmente o interamente, i pagamenti per i programmi in questione;

2. sospensione, quando uno Stato membro non adotta azioni correttive nell'ambito delle procedure di *governance* economica. In tal caso la Commissione sospende, parzialmente o interamente, i pagamenti e gli impegni per i programmi in questione.

I contratti di partenariato e i programmi operativi garantiranno che gli investimenti programmati cofinanziati dai fondi del QSC contribuiscano efficacemente ad affrontare i problemi strutturali degli Stati membri. Nel caso delle raccomandazioni del Consiglio a norma degli articoli 121 e 148 del trattato e del braccio correttivo della procedura per gli squilibri macroeconomici, si procederà alla riprogrammazione per le raccomandazioni pertinenti per i fondi del QSC e connesse ai problemi strutturali che possono essere affrontati attraverso strategie di investimento pluriennali. Queste raccomandazioni riguardano tra l'altro:

- riforme volte a migliorare il funzionamento del mercato del lavoro e a conciliare meglio l'offerta e la domanda di competenze;
- misure a sostegno della competitività, come il miglioramento dei sistemi di istruzione o la promozione della R&S, dell'innovazione e delle infrastrutture;
- misure per migliorare la qualità dell'amministrazione, come il miglioramento della capacità amministrativa e delle statistiche.

La tempestiva adozione del QFP e della normativa settoriale pertinente, in particolare il “regolamento recante disposizioni comuni” per i fondi del QSC, permetterà di rafforzare rapidamente gli incentivi e il sostegno per le riforme strutturali negli Stati membri.

3.1.5 Coordinamento *ex ante* delle grandi riforme e creazione dello “strumento di convergenza e di competitività”

Che le politiche economiche degli Stati membri siano una questione di interesse comune è stato messo in drammatica evidenza dall'esperienza della crisi, in particolare nella zona euro. La lentezza nell'attuazione di importanti riforme strutturali per lunghi periodi di tempo, o la mancanza di tale attuazione, ha acuito i problemi di competitività, e ha compromesso la capacità di aggiustamento degli Stati membri, in alcuni casi in misura significativa, contribuendo ad accrescerne la vulnerabilità. I costi a breve termine, siano essi politici o economici, agiscono spesso da deterrente all'attuazione delle riforme, anche quando i benefici a medio e a lungo termine sono consistenti. Gli effetti di ricaduta potenzialmente

considerevoli associati alle riforme strutturali nella zona euro giustificano il ricorso a strumenti specifici, come è già stato fatto con il meccanismo di controllo del rispetto della normativa introdotto dal *six-pack*. Alla luce di queste considerazioni, il vigente quadro della *governance* economica della zona euro dovrebbe essere ulteriormente rafforzato, assicurando un maggiore coordinamento *ex ante* dei grandi progetti di riforma e, dopo la decisione sul prossimo quadro finanziario pluriennale, con la creazione dello “strumento di convergenza e di competitività” per fornire sostegno all’attuazione tempestiva delle riforme strutturali (cfr. allegato 1 per una descrizione più dettagliata dell’impianto previsto). Lo strumento combinerebbe approfondimento dell’integrazione della politica economica e sostegno finanziario, e quindi rispetterebbe il principio secondo cui i passi verso una maggiore responsabilità e un’accresciuta disciplina economica vanno associati ad una maggiore solidarietà. In una prossima proposta la Commissione definirà le precise condizioni dello strumento.

Coordinamento ex ante delle grandi riforme

Il vigente quadro dell’UE in materia di sorveglianza economica costituisce già una base del coordinamento delle politiche economiche. Questo quadro non prevede però il coordinamento *ex ante* sistematico tra gli Stati membri dei piani nazionali relativi alle grandi riforme di politica economica. La discussione e il coordinamento *ex ante* dei grandi piani di riforma, come previsto all’articolo 11 del trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* (TSCG) consentirebbero alla Commissione e agli Stati membri di valutare i potenziali effetti di ricaduta dei provvedimenti nazionali e di formulare commenti sui piani prima dell’adozione definitiva delle decisioni a livello nazionale. In una prossima proposta la Commissione proporrà un quadro per il coordinamento *ex ante* delle grandi riforme strutturali nell’ambito del semestre europeo.

Lo “strumento di convergenza e di competitività”: accordi contrattuali e sostegno finanziario

La proposta relativa allo “strumento di convergenza e di competitività” includerebbe accordi contrattuali corredati da un sostegno finanziario.

L’attuazione delle riforme strutturali negli Stati membri della zona euro sarebbe agevolata dalla conclusione di accordi contrattuali tra di loro e con la Commissione. Questo nuovo sistema si baserebbe sul vigente quadro di sorveglianza UE, vale a dire la procedura per la prevenzione e la correzione degli squilibri macroeconomici¹³. Gli accordi sarebbero negoziati tra i singoli Stati membri e la Commissione, discussi nell’Eurogruppo e conclusi dalla Commissione con lo Stato membro. Sarebbero obbligatori per gli Stati membri della zona euro soggetti alla procedura per gli squilibri eccessivi, e il piano di azione correttivo che essi

¹³ Regolamento (EU) n. 1176/2011.

sono tenuti a presentare nel quadro della procedura costituirebbe la base dell'accordo da negoziare con la Commissione. Per gli Stati membri della zona euro soggetti ad un'azione preventiva in relazione ai loro squilibri macroeconomici, la partecipazione sarebbe volontaria e comporterebbe la presentazione di un piano di azione analogo a quello previsto ai sensi della procedura per gli squilibri eccessivi.

Gli accordi sarebbero pertanto sempre basati sulle raccomandazioni specifiche per paese formulate nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, che di norma si concentrano sul miglioramento della capacità di aggiustamento, sull'incremento della competitività e sulla promozione della stabilità finanziaria, ossia fattori fondamentali per il buon funzionamento dell'UEM. La procedura per gli squilibri macroeconomici fissa, pertanto, un filtro adeguato per le grandi riforme, che possono essere accompagnate da un sostegno finanziario giustificato dalle esternalità ad esse associate in un'Unione monetaria.

Il piano di azione presentato dallo Stato membro sarebbe in seguito valutato dalla Commissione, e il pacchetto definitivo di riforme e di misure e i tempi della loro attuazione sarebbero decisi con un accordo, il quale definirebbe le misure specifiche che lo Stato membro si impegna ad attuare dopo aver ottenuto, se del caso, l'approvazione del parlamento nazionale secondo le procedure nazionali. Questo sistema di accordi negoziati migliorerebbe la qualità del dialogo tra la Commissione e gli Stati membri, e rafforzerebbe l'impegno degli Stati membri a realizzare le riforme e a farle proprie.

Le riforme stabilite negli accordi contrattuali beneficerebbero di un sostegno finanziario, a complemento degli obblighi di disciplina finanziaria introdotti dal *six-pack*. Tale sostegno dovrebbe consentire di giungere all'adozione e all'attuazione tempestive della riforma, in quanto permetterebbe di eliminare, o almeno di ridurre, i disincentivi politici ed economici. Promuovendo le riforme strutturali per rafforzare la capacità di aggiustamento di uno Stato membro, lo "strumento di convergenza e competitività" migliorerebbe la capacità dell'economia di assorbire gli *shock* asimmetrici, potenziando il funzionamento del mercato.

Il sostegno finanziario sarebbe concesso soltanto per pacchetti di riforme concordati e che siano importanti sia per lo Stato membro in questione che per il buon funzionamento dell'UEM. Esso andrebbe a sostenere gli sforzi dello Stato membro e fornirebbe un aiuto in particolare nei casi in cui gli squilibri emergano nonostante la piena conformità alle raccomandazioni specifiche che gli sono state indirizzate in precedenza.

Il sostegno finanziario avrebbe chiaramente la valenza di un segnale, a riconoscimento sia del costo della riforma per lo Stato membro in questione che dei benefici derivanti dalle riforme nazionali al resto della zona euro, grazie alle esternalità transfrontaliere positive (che, tuttavia, potrebbero rivelarsi insufficienti per dare slancio alle riforme degli Stati membri). Qualora la Commissione constatasse a posteriori che lo Stato membro non ha rispettato pienamente il contratto, il sostegno finanziario potrebbe essere ritirato.

Il sostegno finanziario dovrebbe essere concepito come un'allocazione complessiva da utilizzare a sostegno delle misure di finanziamento di riforme difficili. Ad esempio, l'impatto a breve termine delle riforme miranti a rafforzare la flessibilità del mercato del lavoro potrebbe essere accompagnato da programmi di formazione finanziati in parte mediante il sostegno fornito nel quadro dello "strumento per la convergenza e la competitività". L'uso del sostegno finanziario sarebbe definito nel quadro dell'accordo contrattuale concluso tra lo Stato membro in questione e la Commissione.

Per sostenere questo meccanismo di sostegno finanziario potrebbe essere creato un apposito strumento finanziario, in linea di principio nell'ambito del bilancio UE.

Lo strumento sarebbe istituito mediante un atto di diritto derivato. Potrebbe essere concepito come parte integrante della procedura per gli squilibri macroeconomici, rafforzata dagli accordi contrattuali e dal sostegno finanziario descritti in precedenza, e quindi essere basato sull'articolo 136 del TFUE. In alternativa si potrebbe prevedere il ricorso all'articolo 352 del TFUE, se necessario mediante cooperazione rafforzata (associata ad una decisione ai sensi dell'articolo 332 del TFUE sull'inclusione della spesa nel bilancio UE).

I contributi finanziari necessari per lo strumento potrebbero essere basati su un impegno degli Stati membri della zona euro o su un obbligo giuridico in tal senso sancito nella normativa UE sulle risorse proprie. I contributi sarebbero inseriti nel bilancio UE come entrate con destinazione specifica. Essendo finanziato mediante entrate con destinazione specifica, lo strumento non sarebbe soggetto ai massimali fissati nel regolamento che stabilisce il quadro finanziario pluriennale. Solo gli Stati membri contribuenti potrebbero concludere un accordo contrattuale con la Commissione e beneficiare del sostegno finanziario. Il sostegno offerto dallo strumento di convergenza e di competitività sarebbe coerente e compatibile con il sostegno proveniente dai fondi strutturali, in particolare il fondo sociale europeo. Il volume dello strumento potrebbe rimanere limitato nella fase iniziale per poi aumentare a medio termine, purché il meccanismo di sostegno si riveli efficace a promuovere il riequilibrio, l'aggiustamento e, pertanto, la crescita sostenibile nella zona euro.

Nelle prossime proposte la Commissione definirà le condizioni precise dello "strumento di convergenza e di competitività" basato sugli accordi contrattuali e sul sostegno finanziario.

3.1.6 Promuovere gli investimenti nella zona euro

Le riforme strutturali sostenute, prima, dal quadro finanziario pluriennale e, poi, dallo strumento di convergenza e di competitività saranno centrali per accrescere il potenziale di crescita a medio termine e la capacità di adeguamento agli *shock* degli Stati membri della zona euro. Un risanamento credibile e favorevole alla crescita, che renda più efficienti i sistemi tributari e migliori la qualità della spesa pubblica, contribuirà a stimolare la crescita. Come raccomandano le analisi annuali della crescita del 2012 e del 2013, gli Stati membri

dovranno impegnarsi in particolare a mantenere un ritmo adeguato di risanamento di bilancio, tutelando al tempo stesso gli investimenti necessari per raggiungere gli obiettivi della strategia Europa 2020 per la crescita e l'occupazione.

Il quadro di bilancio dell'Unione permette di equilibrare la necessità in investimenti pubblici produttivi con gli obiettivi della disciplina di bilancio.

Gli investimenti pubblici rientrano tra i fattori significativi presi in considerazione dalla Commissione nella relazione di cui all'articolo 126, paragrafo 3, del TFUE, che valuta la posizione di bilancio di uno Stato membro e precede l'avvio della procedura per i disavanzi eccessivi¹⁴. Con la recente riforma del patto di stabilità e crescita, l'importanza di fattori significativi come gli investimenti pubblici è notevolmente aumentata ai fini della valutazione. A determinate condizioni, la procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di uno Stato membro può non essere avviata in considerazione dei fattori significativi¹⁵; questi stessi fattori vanno inoltre presi in considerazione nel formulare le raccomandazioni sulla correzione del disavanzo eccessivo e sul percorso di riduzione del disavanzo.

Nel braccio preventivo del patto di stabilità e crescita, gli investimenti pubblici sono presi in considerazione nel nuovo parametro di riferimento per la spesa, utilizzato, insieme al saldo strutturale, per valutare i progressi verso l'obiettivo di bilancio a medio termine. Nello specifico la formazione lorda di capitale fisso dell'amministrazione pubblica è un valore medio calcolato su una serie di anni in modo da evitare che picchi di investimento in un determinato anno penalizzino gli Stati membri¹⁶.

La Commissione vaglierà altri metodi, nell'ambito del braccio preventivo, per tener conto dei programmi di investimento in sede di valutazione dei programmi di stabilità e convergenza. In particolare, a determinate condizioni, programmi di investimenti pubblici straordinari con un impatto certo sulla stabilità delle finanze pubbliche possono essere considerati una deviazione temporanea dall'obiettivo di bilancio a medio termine o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo¹⁷. Questo metodo potrebbe applicarsi, ad esempio, ai progetti

¹⁴ L'articolo 126, paragrafo 3, TFUE precisa infatti: "La relazione della Commissione tiene conto anche dell'eventuale differenza tra il disavanzo pubblico e la spesa pubblica per gli investimenti e tiene conto di tutti gli altri fattori significativi (...)".

¹⁵ In primo luogo la procedura può non essere avviata se lo Stato membro, pur avendo violato il criterio del disavanzo, ha un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al valore di riferimento. In secondo luogo la violazione del parametro di riferimento per la riduzione del debito porta all'avvio della procedura solo dopo aver considerato i fattori significativi.

¹⁶ Nel valutare il rispetto del parametro di riferimento per la spesa, non viene peraltro tenuto conto della spesa per i programmi dell'Unione, e quindi anche della spesa per investimenti, se interamente compensata dalle entrate di finanziamenti dell'UE.

¹⁷ Il patto di stabilità e crescita prevede disposizioni specifiche in merito. Regolamento (CE) n. 1466/97, articolo 5, paragrafo 1: "Nel definire il percorso di avvicinamento all'obiettivo di bilancio a medio termine per gli Stati

pubblici di investimento cofinanziati dall'Unione, coerentemente con il quadro relativo alle condizioni macroeconomiche.

Se da un lato andrà elaborato un quadro vero e proprio che renda operative queste condizioni (in particolare in termini di requisiti di informazione/definizione), il trattamento specifico degli investimenti pubblici dovrà permettere dall'altro unicamente una deviazione temporanea dall'obiettivo di bilancio a medio termine o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo. La Commissione pubblicherà una comunicazione sul percorso adeguato verso l'obiettivo di bilancio a medio termine nella primavera del 2013.

Disposizioni specifiche sui progetti di investimento non vanno confuse con la "regola aurea", che introduce una deroga permanente per tutti gli investimenti pubblici, perché un tale approccio indiscriminato potrebbe mettere facilmente in pericolo l'obiettivo principale del patto di stabilità e crescita e compromettere la sostenibilità del debito pubblico.

3.1.7 Rappresentanza esterna della zona euro

Partendo dai progressi realizzati nella *governance* economica della zona euro, occorrerà rafforzare e consolidare la sua rappresentanza esterna, obiettivo perfettamente realizzabile sulla base dei trattati in vigore (articolo 17 del TUE e articolo 138 del TFUE).

Questo rafforzamento è necessario per garantire alla zona euro una rappresentanza proporzionata al proprio peso economico e che rifletta i cambiamenti in corso nella *governance* economica interna. La zona euro deve poter svolgere un ruolo più attivo in seno alle istituzioni e ai consessi multilaterali e nei dialoghi bilaterali con i partner strategici in modo da esprimersi in maniera univoca sulle questioni di politica economica e di bilancio della zona euro, sulla sorveglianza macroeconomica, sulle politiche del tasso di cambio e sulla stabilità finanziaria.

Per raggiungere questi obiettivi bisognerà concordare una tabella di marcia mirata a semplificare e, se possibile, a unificare la rappresentanza esterna della zona euro nelle organizzazioni e nei consessi economici e finanziari internazionali.

membri che non l'hanno ancora raggiunto e nel consentire una deviazione temporanea da tale obiettivo per gli Stati membri che l'hanno già conseguito, a condizione che sia mantenuto un opportuno margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento per il disavanzo e che si preveda che la posizione di bilancio ritorni all'obiettivo a medio termine entro il periodo coperto dal programma, il Consiglio e la Commissione tengono conto soltanto dell'attuazione di importanti riforme strutturali idonee a generare benefici finanziari diretti a lungo termine, compreso il rafforzamento del potenziale di crescita sostenibile, e che pertanto abbiano un impatto quantificabile sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche.".

L'attenzione è rivolta soprattutto al Fondo monetario internazionale (FMI) che, grazie all'erogazione di prestiti e alla funzione di sorveglianza, è una colonna portante della *governance* economica mondiale. La crisi ha dimostrato quanto sia importante che la zona euro si esprima con una voce sola, soprattutto sui programmi, sulle modalità di finanziamento e sulla strategia di risoluzione della crisi dell'FMI. In tal senso occorrerà potenziare i meccanismi di coordinamento della zona euro tra Bruxelles e Washington sulle questioni riguardanti l'UEM in modo da riflettere i cambiamenti della *governance* interna dell'Unione economica e monetaria e dare coerenza e incisività al messaggio.

La rappresentanza della zona euro in seno all'FMI va rafforzata in due tempi. In un primo tempo occorrerà riorganizzare i raggruppamenti dei paesi in seno all'FMI in modo da creare raggruppamenti della zona euro, estesi eventualmente anche ai futuri Stati membri dell'euro. Parallelamente bisognerà chiedere per la zona euro¹⁸ lo status di osservatore in seno al consiglio esecutivo del Fondo.

Queste misure dovrebbero permettere, in un secondo tempo, di chiedere un seggio unico per la zona euro in seno agli organi dell'FMI (consiglio esecutivo e comitato monetario e finanziario internazionale). La Commissione presenterà a tempo debito proposte formali, ai sensi dell'articolo 138, paragrafo 2, del TFUE, per stabilire una posizione unitaria sul riconoscimento dello status di osservatore della zona euro in seno consiglio esecutivo dell'FMI e successivamente per ottenere un seggio unico. In forza dell'articolo 138 del TFUE, la Commissione è l'istituzione deputata a rappresentare la zona euro in seno all'FMI, affiancata dalla Banca centrale europea per le questioni di politica monetaria. La rappresentanza esterna della zona euro è ripresa in dettaglio all'allegato 2.

3.2 A medio termine: maggiore integrazione della politica economica e di bilancio e passi verso una vera capacità fiscale

A medio termine occorrerebbe rafforzare ulteriormente il coordinamento di bilancio (compresa la possibilità di richiedere modifiche dei bilanci nazionali o di porre il veto), estendere il coordinamento rafforzato alle politiche in materia di fiscalità e di occupazione e creare una vera capacità fiscale autonoma dell'UEM per sostenere l'attuazione delle scelte politiche derivanti dal maggiore coordinamento. Alcuni di questi elementi richiederanno la modifica dei trattati.

Il problema della riduzione dei debiti pubblici che superano ampiamente i criteri del patto di stabilità e crescita potrebbe essere risolto mediante la creazione di un fondo di rimborso. Per promuovere l'integrazione dei mercati finanziari della zona euro e in particolare per stabilizzare i volatili mercati del debito pubblico, una possibile soluzione sarebbe l'emissione

¹⁸ Ovvero l'Unione europea in rappresentanza degli Stati membri della zona euro, conformemente ai trattati.

comune da parte degli Stati membri della zona euro di titoli del debito pubblico a breve termine con durata fino a 1-2 anni. Entrambe queste possibilità richiederebbero la modifica dei trattati¹⁹.

3.2.1 Rafforzamento dell'integrazione economica e di bilancio che richiederebbe una modifica del trattato

La revisione della *governance* economica e di bilancio che la zona euro realizzerà con l'adozione del *two-pack* e la disponibilità dello strumento di convergenza e di competitività rappresenterebbero passi avanti importanti nel garantire non solo la disciplina di bilancio ma anche la competitività economica.

Tuttavia, per muoversi verso una maggiore mutualizzazione dei rischi finanziari sarebbe necessario fare un ulteriore passo avanti nel coordinamento della politica di bilancio, garantendo che in determinate situazioni la politica di bilancio nazionale sia soggetta ad un controllo collettivo.

In particolare, con le innovazioni introdotte dal *two-pack*, in special modo la possibilità di un parere della Commissione sui documenti programmatici di bilancio e, in casi estremi, la possibilità di chiedere un nuovo documento programmatico in caso di grave violazione degli obblighi degli Stati membri ai sensi del patto di stabilità e crescita, si è raggiunto il limite delle possibilità offerte dai trattati in materia di coordinamento e di intervento dell'UE nella procedura di bilancio nazionale. Con il *two-pack*, una volta adottato, l'UE avrà esaurito i limiti della propria competenza legislativa in materia.

Ulteriori passi avanti in termini di controllo della politica nazionale di bilancio, ad esempio con l'istituzione di un diritto europeo di esigere la revisione dei bilanci nazionali in linea con gli impegni europei, richiederebbero una modifica del trattato.

Potrebbero essere prese in considerazione le seguenti possibilità (elenco non esaustivo):

- in primo luogo, un obbligo a carico dello Stato membro di rivedere il suo (progetto di) bilancio nazionale se l'UE lo esige in caso di deviazione dagli obblighi in materia di disciplina di bilancio precedentemente fissati a livello UE. A tale scopo bisognerebbe modificare la natura non vincolante del parere sui bilanci nazionali prevista dal *two-pack*, rendendolo vincolante;
- in secondo luogo, sulla base della procedura di controllo e di coordinamento più rigorosa prevista dal *two-pack*, in talune situazioni di particolare gravità, da definire, il diritto di imporre, in linea con gli impegni europei, la revisione di singole decisioni di esecuzione

¹⁹ Cfr. sentenza del 27 novembre 2012 nella causa C-370/12, Pringle, punti 137 e 138.

del bilancio che comportino una grave deviazione dal percorso di risanamento del bilancio fissato a livello UE;

- in terzo luogo, la chiara competenza dell'UE ad armonizzare le legislazioni nazionali in materia di bilancio (in linea con il trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria (TSCG)²⁰) e ad adire la Corte di giustizia in caso di inosservanza.

Per quanto riguarda la politica economica, la politica fiscale può sostenere il coordinamento delle politiche economiche e contribuire al risanamento del bilancio e alla crescita. Sulla base dell'esperienza acquisita con il dibattito strutturato sulle questioni di politica fiscale, che verte principalmente sui settori in cui si possono prevedere attività più ambiziose, in futuro si potrebbe prevedere, in sede di modifica del trattato, la possibilità di legiferare sul rafforzamento del coordinamento in materia nella zona euro. Un altro ambito di importanza analoga, in cui potrebbero essere presi in considerazione progressi di tale sorta, è rappresentato dal mercato del lavoro, data l'importanza ai fini della capacità di aggiustamento e della crescita nella zona euro di mercati del lavoro ben funzionanti e in particolare della mobilità dei lavoratori.

Dovrebbero essere rafforzati il coordinamento e la sorveglianza delle politiche sociali e del lavoro nel quadro della *governance* dell'UEM, e occorrerebbe promuovere la convergenza in questi settori. Si potrebbero rafforzare i vigenti indirizzi di massima per le politiche economiche e gli orientamenti in materia di occupazione, fondendoli in un unico strumento.

Queste modifiche creerebbero la base sulla quale sviluppare una vera capacità fiscale per la zona euro, che permetta di sostenere le riforme strutturali su ampia scala e che consenta forme di mutualizzazione del debito, per facilitare la soluzione dei problemi legati al debito elevato e alla segmentazione finanziaria, che sono tra i lasciti della crisi.

3.2.2 Una vera capacità fiscale per la zona euro

Un'apposita capacità fiscale della zona euro dovrebbe essere creata sulla base dell'esperienza del coordinamento *ex ante* sistematico delle grandi riforme strutturali e dello strumento di convergenza e competitività. Dovrebbe essere autonoma, nel senso che le relative entrate dovrebbero basarsi esclusivamente su risorse proprie, e potrebbe eventualmente ricorrere a

²⁰ In ogni caso, il contenuto del trattato verrebbe incorporato nel diritto dell'Unione, come previsto dall'articolo 16 dello stesso trattato.

prestiti. Dovrebbe essere efficace e fornire risorse sufficienti per sostenere le grandi riforme strutturali in una grande economia in difficoltà.

Questa vera capacità fiscale per la zona euro potrebbe essere inizialmente sviluppata mediante atti di diritto derivato, come indicato nella sezione 3.1.3. Tuttavia, al suo potenziamento gioverebbe la previsione di nuove apposite norme nel trattato, che si renderebbero necessarie per consentire il ricorso a prestiti.

3.2.3 Un fondo di rimborso

Un quadro di *governance* economica e fiscale chiaramente rafforzato consentirebbe di risolvere il problema della riduzione dei debiti pubblici che superano ampiamente i criteri del patto di stabilità e crescita, mediante la creazione di un fondo di rimborso subordinato a condizioni rigorose.

La proposta iniziale di un fondo europeo di rimborso come strumento immediato di risoluzione delle crisi è stata elaborata dal consiglio tedesco degli esperti economici come parte di un'ampia strategia di riduzione del debito nella zona euro.

Al fine di limitare l'azzardo morale e assicurare la stabilità della struttura e il rimborso dei pagamenti, il consiglio tedesco degli esperti economici ha proposto vari strumenti di vigilanza e di stabilizzazione: 1) condizioni rigorose, analoghe alle norme approvate nell'ambito dei programmi EFSF/MES; 2) pagamento immediato di penalità in caso di inosservanza delle norme; 3) controllo rigoroso da parte di un'istituzione specializzata (ad es. la Corte di giustizia europea); 4) stop immediato al trasferimento del debito al fondo durante la fase di avviamento in caso di inosservanza delle norme; 5) impegno delle riserve internazionali degli Stati membri (in valuta o in oro) come garanzia a fronte delle loro passività e/o destinazione di imposte (eventualmente di nuova istituzione) a copertura del servizio del debito (ad esempio le entrate IVA) per limitare il rischio di passività.

La Commissione concorda sul fatto che un quadro economico e di bilancio forte è il presupposto per l'istituzione di un fondo di rimborso efficace. Il rafforzamento del potere di intervento nella definizione e nell'attuazione delle politiche di bilancio nazionali, nonché una sorveglianza rafforzata di tali politiche sarebbero giustificati, come illustrato nella precedente sezione. Per dare credibilità ai piani di aggiustamento occorrerebbe fissare appropriate condizioni di bilancio quando uno Stato membro aderisce al sistema. Il rigoroso rispetto del percorso di aggiustamento verso l'obiettivo a medio termine proposto dalla Commissione rappresenterebbe il minimo a tale riguardo.

Un fondo europeo di rimborso soggetto a tali condizioni rigorose (cfr. anche l'allegato 3) potrebbe pertanto costituire un'ancora per la riduzione credibile del debito pubblico,

consentendo di riportare il livello del debito pubblico al di sotto della soglia del 60% del PIL prevista dal trattato di Maastricht.

L'introduzione di un tale quadro potrebbe dare un ulteriore segnale della volontà e della capacità degli Stati membri della zona euro di ridurre il loro livello di debito e del loro impegno in tal senso. A sua volta ciò consentirebbe di ridurre i costi complessivi di finanziamento degli Stati membri con debito eccessivo. Assicurando il finanziamento della riduzione del "debito eccessivo" a costi sostenibili, in combinazione con incentivi e con il controllo costante della riduzione, esso potrebbe fornire agli Stati membri della zona euro la possibilità di orientare la riduzione del debito in modo da favorire gli investimenti in misure a sostegno della crescita. Inoltre, tale quadro potrebbe contribuire ad una riduzione del debito realizzata in modo trasparente e coordinato in tutta la zona euro, integrando in tal modo il coordinamento delle politiche di bilancio.

La creazione di un tale fondo di rimborso del debito potrebbe essere ipotizzabile solo nel contesto di una revisione dei vigenti trattati. Per ragioni di responsabilità, l'atto istitutivo di un tale fondo dovrebbe essere formulato con grande precisione giuridica, per quanto riguarda il debito massimo trasferibile, la durata massima dell'operazione e tutte le altre caratteristiche del fondo, per garantire la certezza del diritto sancita dalle costituzioni nazionali.

Un modello del fondo di rimborso del debito che assicuri un'adeguata responsabilità potrebbe pertanto essere concepito come segue: una nuova norma del trattato consentirebbe la creazione del fondo mediante decisione del Consiglio, adottata all'unanimità degli Stati membri della zona euro con l'accordo del Parlamento europeo e soggetta a ratifica da parte degli Stati membri ai sensi delle rispettive norme costituzionali. La decisione stabilirebbe il volume massimo, la durata e le condizioni di partecipazione al fondo. Un organismo europeo di gestione del debito in seno alla Commissione, responsabile nei confronti del Parlamento europeo, gestirebbe i fondi conformemente alle norme fissate nella decisione del Consiglio.

3.2.4 Euro-BOT (*eurobills*)

Un importante effetto della crisi è stata la rivalutazione del rischio di credito sovrano nell'ambito della zona euro. Dopo oltre un decennio durante il quale gli Stati membri hanno potuto contrarre prestiti a condizioni quasi identiche, i mercati hanno cominciato nuovamente a differenziare i premi di rischio in funzione del paese. I titoli di Stato emessi dagli Stati membri più deboli della zona euro sono stati scambiati con rendimenti notevolmente superiori, con conseguenze negative per la sostenibilità delle finanze pubbliche per gli emittenti sovrani in questione nonché per la solvibilità degli istituti finanziari detentori dei titoli di Stato. Questa segmentazione del rischio di credito, insieme alla preferenza per i prodotti nazionali che caratterizza gli istituti finanziari, si è rivelata un potente fattore di frammentazione finanziaria nella zona euro. Le banche sovraesposte nei confronti degli emittenti sovrani più deboli hanno sempre più difficoltà a rifinanziarsi, e le condizioni del

credito per il settore privato sono ora molto diverse in funzione dell'ubicazione del richiedente. Allo stesso tempo la segmentazione del mercato finanziario ostacola la trasmissione della politica monetaria, e ogni alleggerimento a livello centrale non si traduce in un adeguato miglioramento delle condizioni del credito lì dove sarebbe più giustificato.

Alla luce di questa situazione vi sono argomenti forti a favore della creazione di un nuovo strumento sovrano della zona euro. Una soluzione possibile per favorire l'integrazione dei mercati finanziari della zona euro e in particolare per stabilizzare i volatili mercati del debito pubblico sono gli "euro-BOT". L'emissione comune da parte degli Stati membri della zona euro di titoli di debito a breve termine con durata fino a 1-2 anni rappresenterebbe uno strumento forte contro l'attuale frammentazione, che ridurrebbe il circolo vizioso tra banche ed emittenti sovrani, limitando allo stesso tempo l'azzardo morale. Inoltre, contribuirebbe anche a ripristinare l'adeguata trasmissione della politica monetaria. Gli "euro-BOT" potrebbero sostituire gradualmente l'attuale debito a breve termine senza aumentare l'importo complessivo del debito nazionale a breve termine della zona euro.

Gli "euro-BOT" potrebbero contribuire al completamento dei mercati finanziari europei mediante la creazione di un grande mercato mobiliare integrato a breve termine nella zona euro. Data l'importanza dei titoli a breve termine per la gestione della tesoreria e proprio in virtù della loro natura a breve termine, questi titoli beneficiano di norma di una qualità del credito particolarmente elevata. Allo stesso tempo, la natura a breve termine delle obbligazioni e il loro carattere rotativo consentono di adeguare rapidamente i regimi di finanziamento alla condotta nazionale del bilancio, fornendo in tal modo incentivi alla disciplina di bilancio.

L'emissione comune rafforzerebbe la stabilità finanziaria nella misura in cui assicurerebbe una pronta disponibilità di liquidità a breve termine per tutti gli Stati membri della zona euro. Creerebbe inoltre un pool di attività sicure in tutta la zona euro che faciliterebbe notevolmente la gestione della liquidità degli istituti finanziari, riducendo la loro preferenza, spesso marcata, per i prodotti nazionali, rivelatasi estremamente negativa nelle situazioni di crisi. Gli "euro-BOT" contribuirebbero in larga misura anche alla gestione della politica monetaria nella zona euro, dato che i canali di trasmissione verrebbero rafforzati e armonizzati. Gli "euro-BOT" sarebbero così pienamente compatibili e complementari rispetto al concetto di fondo di rimborso.

Dato il loro carattere di strumenti finanziari che richiedono garanzie in solido da parte degli Stati membri partecipanti, lo sviluppo di tali strumenti richiede una modifica dei trattati. Gli "euro-BOT" non possono sostituire il miglioramento della *governance* economica e della disciplina di bilancio. L'attuazione di un tale strumento di debito comune richiederebbe un più stretto coordinamento ed una maggiore sorveglianza della gestione del debito degli Stati membri, al fine di assicurare politiche di bilancio nazionali sostenibili ed efficienti. Questa funzione di controllo e di gestione potrebbe essere svolta da un "Tesoro" dell'UEM in seno alla Commissione.

3.3 Una visione a più lungo termine per l'UEM

A lungo termine l'Unione europea evolverebbe verso una piena Unione bancaria, una piena Unione fiscale e una piena Unione economica, che richiedono tutte, come quarto elemento, un grado adeguato di legittimità e di responsabilità democratiche del processo decisionale. Per una tale evoluzione sarà necessaria una grande riforma del trattato.

3.3.1 Una piena Unione bancaria

Nel lungo periodo, la logica di mirare ad una piena Unione bancaria per tutte le banche è inoppugnabile. La vigilanza diretta della BCE, che applicherà il *corpus* unico di norme e le norme sviluppate dall'ABE, garantisce una vigilanza di qualità uniformemente elevata in tutta la zona euro. Associando a ciò gli strumenti di politica macroprudenziale a livello della zona euro, si avrà un sistema efficace per controllare e contenere i rischi micro- e macroprudenziali nel sistema finanziario.

Tale sistema, assieme ad un sistema comune di risoluzione delle crisi bancarie, combinato a efficaci e solidi sistemi di garanzia dei depositi in tutti gli Stati membri, consentirà di ridare per lungo tempo al settore bancario basi solide e contribuirà a preservare la fiducia nella stabilità duratura della zona euro. Al fine di accrescere la fiducia del pubblico, sarà inoltre necessario mettere in atto un sostegno finanziario credibile ed efficace, che in ultima istanza potrebbe essere facilitato dallo sviluppo di un'attività sicura della zona euro.

In quanto combina tutti questi elementi, una piena Unione bancaria costituisce una parte fondamentale di una visione a lungo termine di integrazione economica e fiscale²¹.

3.3.2 Una piena Unione economica e fiscale

Una piena Unione economica e fiscale costituirebbe il completamento dell'UEM. Alla fine del processo, questa Unione si presenterebbe come un'Unione politica con un'adeguata condivisione di sovranità, con un bilancio centrale, come capacità fiscale propria e come mezzo per imporre decisioni economiche e di bilancio ai suoi membri in circostanze specifiche e ben definite. L'entità di tale bilancio centrale dipenderà dalla profondità dell'integrazione desiderata e dalla volontà di attuare le modifiche politiche necessarie. Tale profondo grado di integrazione creerebbe le condizioni per l'emissione comune di titoli di

²¹ Cfr. la comunicazione della Commissione dal titolo "Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria", in cui la Commissione delinea la sua visione complessiva della realizzazione dell'Unione bancaria, comprensiva del *corpus* unico di norme, della tutela comune dei depositi e di un meccanismo di risoluzione unico per il settore bancario (COM (2012) 510).

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-510_it.pdf

debito mediante le obbligazioni di stabilità (*stability bonds*) come previsto nel libro verde della Commissione del 2011.

L'assenza di un bilancio centrale con funzione di stabilizzazione è stata da tempo indicata come potenziale debolezza della zona euro rispetto ad altre unioni monetarie di successo.

Un bilancio centrale che offra una capacità fiscale con funzione di stabilizzazione

L'attuale architettura dell'UEM si basa su politiche di bilancio nazionali decentralizzate soggette ad un quadro regolamentato. In questo contesto la funzione di stabilizzazione della politica di bilancio si ritiene già esercitata a livello nazionale, nei limiti delle disposizioni del trattato e del patto di stabilità e crescita. In effetti, la visione tradizionale delle modalità di funzionamento dell'UEM assegna alle politiche di bilancio nazionali il compito di rispondere agli shock che colpiscono specificamente un paese, e alla politica monetaria il compito di garantire la stabilità dei prezzi e in tal modo stabilizzare le condizioni macroeconomiche nell'UEM. Inoltre gli stabilizzatori automatici nazionali rappresentano un significativo potenziale di stabilizzazione nei paesi dell'UEM, date le dimensioni relativamente rilevanti dei *welfare state*.

Sulla base della capacità fiscale uno strumento di stabilizzazione a livello dell'UEM, inteso a sostenere l'adeguamento agli shock asimmetrici, facilitando una più forte integrazione e convergenza economiche ed evitando la messa in atto di flussi di trasferimenti a lungo termine, potrebbe diventare una delle componenti di un'autentica UEM. Un tale meccanismo dovrebbe essere strettamente mirato ad affrontare le asimmetrie a breve termine e gli andamenti ciclici, al fine di evitare trasferimenti permanenti lungo tutto il ciclo. Deve essere di sostegno alle riforme strutturali e soggetto a rigorose condizioni politiche per evitare l'azzardo morale.

Uno strumento comune dedicato alla stabilizzazione macroeconomica costituirebbe un sistema di garanzia, in quanto consentirebbe di mettere in comune i rischi di *shock* economici degli Stati membri, riducendo in tal modo le fluttuazioni del reddito nazionale. In secondo luogo, potrebbe contribuire a migliorare la condotta delle politiche di bilancio nazionali per tutta la durata del ciclo. In particolare, potrebbe incoraggiare le restrizioni di bilancio durante i periodi di boom economico, pur prevedendo un margine supplementare di manovra per attuare una politica di bilancio di sostegno nei momenti di crisi. Nel complesso, uno strumento condiviso potrebbe generare benefici netti in termini di potere di stabilizzazione, rispetto al regime attuale.

A seconda della configurazione, il meccanismo potrebbe concentrarsi sugli *shock* asimmetrici o comprendere anche gli *shock* comuni alla zona euro. Tuttavia, questo secondo approccio, seppur più ampio, richiederebbe salvaguardie più forti per mantenere la credibilità di bilancio, dato che il più grande potere di stabilizzazione in caso di *shock* comuni sfavorevoli potrebbe essere ottenuto solo aumentando efficacemente il flusso complessivo dei prestiti della zona euro in tali periodi, e pertanto dovrebbe essere finanziato da avanzi superiori nei

periodi favorevoli. Nell'ambito di tale approccio, il bilancio centrale dovrebbe probabilmente essere dotato della capacità di assumere prestiti e di emettere obbligazioni. Inoltre, la politica monetaria resterebbe lo strumento principale per far fronte agli *shock* comuni.

Nella formulazione più semplice, un regime di stabilizzazione inteso a stabilizzare gli *shock* asimmetrici potrebbe richiedere pagamenti monetari netti negativi nei periodi di congiuntura favorevole e positivi nei periodi di congiuntura sfavorevole. Ad esempio, in un regime semplice i contributi netti e i pagamenti netti dei paesi sarebbero determinati in funzione del rispettivo divario tra prodotto effettivo e potenziale (rispetto alla media). Non verrebbero imposti ulteriori requisiti in merito all'uso dei pagamenti ricevuti dal fondo.

In alternativa, i regimi possono esigere che i pagamenti del fondo siano destinati a scopi definiti, con effetti anticiclici (ad esempio nel sistema statunitense di indennità di disoccupazione, nel quale un fondo federale rimborsa il 50% delle indennità di disoccupazione superiori alla durata standard fino ad un massimo stabilito, a condizione che il tasso di disoccupazione abbia raggiunto un certo livello e continui ad aumentare). Sebbene la destinazione dei trasferimenti potrebbe accrescere il potere di stabilizzazione, non può essere completamente evitato il rischio che i governi annullino l'impatto dei trasferimenti attraverso misure fiscali aventi effetto opposto.

I meccanismi dovrebbero funzionare in maniera tale da evitare "trasferimenti permanenti" tra paesi. In altre parole, dovrebbero essere concepiti in modo da evitare che per un periodo di tempo troppo lungo un paese possa essere contribuente o beneficiario netto del meccanismo. Una condizione necessaria è che le differenze tra paesi nei trasferimenti netti al meccanismo non dipendano dalle differenze assolute di reddito ma piuttosto dalle differenze tra le posizioni del ciclo. Le differenze nel livello di reddito possono persistere per decenni, mentre le posizioni del ciclo relative possono cambiare di segno nel corso di un decennio. Si tratta di trovare un compromesso tra la misura in cui i trasferimenti devono essere temporanei e la misura in cui potrebbero essere compensati gli *shock* asimmetrici di lunga durata che incidono sulla domanda (ad esempio, i deflussi di capitali associati alla riduzione dell'indebitamento)²².

Considerazioni istituzionali

Le modifiche dei trattati necessarie per creare le basi giuridiche di una capacità fiscale con funzione di stabilizzazione dovrebbero:

²² Alcune analisi esistenti valutano econometricamente il contributo degli attuali meccanismi di trasferimento negli Stati federali all'assorbimento degli *shock* asimmetrici. Ad esempio, le stime sulla capacità di stabilizzazione dei trasferimenti tra gli Stati federati americani variano dal 10% al 30% degli *shock* compensati da trasferimenti negli Stati Uniti.

- introdurre una base giuridica esplicita che permetta di istituire un fondo capace di servire obiettivi più ampi di quelli attualmente previsti dall'articolo 136 del TFUE, anche ai fini della stabilizzazione macroeconomica;
- introdurre una corrispondente procedura specifica di bilancio e per le risorse proprie;
- introdurre a livello di Unione un nuovo potere impositivo o un potere di generare entrate indebitandosi sui mercati (opzione attualmente vietata dagli articoli 310 e 311 del TFUE);
- introdurre una struttura simile a un "Tesoro" dell'UEM in seno alla Commissione;
- permettere infine a altri Stati membri che lo desiderino di aderire liberamente a questa capacità fiscale, come tappa preparatoria all'adesione alla zona euro.

Per realizzare un'UEM autentica e approfondita occorrono misure graduali, basate su quanto sarà stato realizzato nel breve e medio termine e che conducano man mano ad un'ulteriore integrazione, secondo un approccio imperniato sui singoli casi e sulle singole politiche. In tal modo, partendo da un più stretto coordinamento delle politiche economiche e di bilancio e da strumenti di sostegno finanziario che permettano di realizzare priorità politiche decise in comune, si potrebbe arrivare a un bilancio centrale con meccanismi di stabilizzazione comuni, con l'integrazione nel trattato del meccanismo europeo di stabilità e con la graduale emissione comune di titoli del debito sovrano.

Per progredire verso un'UEM autentica e approfondita è necessario istituire nel medio termine una struttura simile a "Tesoro" dell'UEM in seno alla Commissione che organizzi le politiche condivise avviate grazie alla capacità fiscale comune, nella misura in cui comportino l'impiego di risorse comuni e/o l'assunzione comune di prestiti. Questa struttura, che incarna la nuova autorità di bilancio e gestirà le risorse comuni, dovrà essere guidata da un membro importante della Commissione, quale il Vicepresidente responsabile per gli Affari economici e finanziari e per l'euro, adeguatamente coordinato con il commissario responsabile per il Bilancio, e dovrà essere sostenuta da appropriate strutture collegiali.

I trattati in vigore non escludono la possibilità di integrare il meccanismo europeo di stabilità nell'Unione europea, operazione realizzabile con decisione ex articolo 352 del TFUE e modificando la decisione sulle risorse proprie dell'Unione; tuttavia, data l'importanza politica e finanziaria della misura e degli adeguamenti giuridici che essa comporta, questa strada non risulterebbe necessariamente meno impervia della modifica dei trattati. La modifica dei trattati permetterebbe inoltre di introdurre procedure decisionali su misura.

Le varie tappe illustrate sopra implicano tutte un maggior trasferimento di sovranità, e quindi competenze più estese a livello europeo. Questo processo deve andare quindi di pari passo con una maggiore integrazione politica che garantisca la legittimità, la responsabilità e il controllo democratici.

4. L'Unione politica: legittimità e responsabilità democratiche e rafforzamento della *governance* di un'UEM autentica e approfondita

4.1. Principi generali

Qualsiasi intervento in materia di legittimità democratica, quale pietra angolare di un'UEM autentica, deve rispettare due principi fondamentali: primo, nei sistemi di *governance* multilivello, deve essere assicurata la responsabilità al livello al quale è adottata la decisione esecutiva interessata, tenendo però in debito conto anche il livello su cui incide la decisione; secondo, nello sviluppo dell'UEM, come nel processo di integrazione europea in generale, il livello di responsabilità democratica deve rimanere commisurato al grado di trasferimento della sovranità dagli Stati membri all'Unione europea. Ciò vale tanto per le nuove competenze di sorveglianza di bilancio e di politica economica quanto per le nuove regole dell'Unione sulla solidarietà tra gli Stati membri. In sintesi: l'ulteriore condivisione delle prerogative finanziarie presuppone una commisurata integrazione politica. La presente sezione individua una serie, non esaustiva, di percorsi preliminari per il lavoro futuro.

Dal primo principio ne consegue che il Parlamento europeo ha il ruolo precipuo di garantire la legittimità democratica di tutte le decisioni prese a livello dell'Unione, in particolare dalla Commissione. Il potenziamento del ruolo delle istituzioni dell'Unione deve andare quindi di pari passo con un adeguato coinvolgimento del Parlamento europeo nelle procedure dell'UE. Al tempo stesso, indipendentemente dall'assetto definitivo dell'UEM, il ruolo dei parlamenti nazionali continuerà a essere determinante per la legittimità dell'operato degli Stati membri in sede di Consiglio europeo e di Consiglio e dell'attuazione delle politiche economiche e di bilancio in ambito nazionale, sebbene soggette a un maggiore coordinamento a livello dell'Unione. Anche la cooperazione tra il Parlamento europeo e i parlamenti nazionali è preziosa perché rafforza la comprensione reciproca e il sentimento di appartenenza comune all'UEM quale sistema di *governance* multilivello. Sono quindi auspicabili misure concrete che rafforzino questa cooperazione, conformemente alle disposizioni del protocollo n. 1 dei trattati dell'Unione e all'articolo 13 del trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* nell'Unione economica e monetaria. La cooperazione interparlamentare di per sé non conferisce però alle decisioni dell'Unione la legittimità democratica che solo un'assemblea parlamentare rappresentativa con diritto di voto può garantire, e in tal senso il Parlamento europeo è e rimane l'unica assemblea parlamentare dell'Unione e dell'euro.

Il secondo principio, secondo cui il livello di responsabilità deve essere commisurato al trasferimento di sovranità e alla solidarietà all'interno di un'Unione politica, porta a due considerazioni generali.

Anzitutto la questione della responsabilità ha implicazioni essenzialmente diverse se riferita all'azione a breve termine, realizzabile mediante atti di diritto derivato dell'Unione, o se riferita alle fasi successive, che implicano la modifica dei trattati. Il trattato di Lisbona perfeziona il modello di democrazia sovranazionale unico dell'Unione e, in linea di principio,

definisce un adeguato livello di legittimità democratica per le attuali competenze dell'UE. Quindi finché l'UEM potrà svilupparsi partendo da questa base giuridica, sarebbe improprio evocare problemi insormontabili di legittimità. Di converso le discussioni sulle modifiche del trattato a medio e lungo termine previste nelle sezioni 3.2 e 3.3 implicano una riflessione sull'adeguamento del modello di legittimità democratica dell'UE.

In secondo luogo, se l'azione intergovernativa della zona euro andasse molto oltre le pratiche attuali sorgerebbero comunque gravi problemi di responsabilità e di governance. Tale sarebbe il caso se l'azione intergovernativa venisse utilizzata per influenzare l'attuazione delle politiche economiche degli Stati membri. In un'ipotesi del genere sorgerebbero innanzitutto problemi di compatibilità con il diritto primario dell'Unione in questo settore. Come la Corte di giustizia ha confermato, il trattato conferisce all'Unione il compito di coordinare le politiche economiche degli Stati membri; il meccanismo europeo di stabilità (MES) è conforme ai trattati proprio perché non ha ad oggetto il coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri, bensì rappresenta un meccanismo di finanziamento, e perché prevede disposizioni specifiche in forza delle quali la condizionalità prevista dal trattato MES – che non costituisce uno strumento di coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri – garantisce la conformità delle attività del MES con le misure di coordinamento adottate dall'Unione. In più l'azione intergovernativa può affidare alle istituzioni dell'Unione, come la Commissione o la Banca centrale europea, solo compiti limitati, come il coordinamento di un'azione comune o la gestione di un'assistenza finanziaria, da svolgere a nome degli Stati membri, a condizione che tali compiti non snaturino le attribuzioni che i trattati conferiscono a tali istituzioni²³. Ad ogni modo non è chiaro dove si situi la responsabilità nei confronti del Parlamento di un livello intergovernativo europeo che cerca di influenzare le politiche economiche dei singoli Stati membri della zona euro.

Nella misura in cui si manifesti la necessità di rafforzare le strutture di *governance* nell'ambito di un'UEM approfondita, queste vanno definite, in modo efficace e legittimo, nell'alveo istituzionale dell'Unione e in linea con il metodo comunitario.

4.2 Ottimizzare la responsabilità e la governance nel breve termine

Alla luce dei suddetti principi, la discussione su come assicurare una responsabilità democratica e una *governance* ottimali senza modificare il trattato deve concentrarsi su misure concrete, destinate in particolare a favorire il dibattito parlamentare durante il semestre europeo.

Il punto di partenza in tal senso è il dialogo economico, recentemente istituito dal *six-pack*, che prevede discussioni tra il Parlamento europeo, da un lato, e Consiglio, Commissione, Consiglio europeo e Eurogruppo, dall'altro. Si potrebbe pertanto prevedere che il Parlamento

²³ Sentenza della Corte di giustizia nella causa C-3070/12, *Pringle*, punti 109 – 111 e 158 – 162.

europeo partecipi alle discussioni sull'analisi annuale della crescita della Commissione, in particolare con due dibattiti in Parlamento in momenti chiave del semestre europeo, uno prima che il Consiglio europeo discuta l'analisi annuale della crescita e l'altro prima che il Consiglio adotti le raccomandazioni specifiche per paese. Questa modifica potrebbe essere introdotta da un accordo interistituzionale tra Parlamento europeo, Consiglio e Commissione. La Commissione e il Consiglio potrebbero partecipare inoltre a riunioni interparlamentari tra i rappresentanti del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali da tenersi nel semestre europeo. Per facilitare il compito dei parlamenti nazionali, i membri della Commissione potrebbero poi, su richiesta dei primi, partecipare ai dibattiti parlamentari nazionali sulle raccomandazioni specifiche per paese dell'Unione.

Occorre rafforzare nella pratica l'applicazione del principio "rispetto o spiegazione" secondo cui il Consiglio è pubblicamente responsabile – sostanzialmente nei confronti del Parlamento europeo – per qualsiasi modifica che introduce alle proposte di sorveglianza economica della Commissione, come le raccomandazioni specifiche per paese.

In un'UEM approfondita, il Parlamento dovrebbe essere poi coinvolto più direttamente nella scelta delle priorità pluriennali dell'Unione, definite dagli orientamenti integrati del Consiglio (indirizzi di massima per le politiche economiche e orientamenti in materia di occupazione).

Il Parlamento europeo deve essere informato regolarmente sull'elaborazione e sull'attuazione dei programmi di aggiustamento relativi agli Stati membri che ricevono assistenza finanziaria, come previsto dal *two-pack*. Si fa presente che queste condizioni di politica economica imposte agli Stati membri interessati si accompagnano al coordinamento della politica economica nell'ambito dell'Unione.

Dal canto suo il Parlamento europeo ha facoltà di adeguare la propria organizzazione interna in funzione di un'UEM più forte, istituendo per esempio una commissione speciale per le questioni riguardanti l'euro, preposta al controllo e all'iter decisionale della zona euro.

Senza modificare il trattato possono essere prese peraltro anche altre misure pratiche in grado di migliorare il funzionamento dell'Eurogruppo e la relativa struttura preparatoria, in linea con la dichiarazione del vertice euro del 26 ottobre 2011.

Ultimo argomento, questa volta non specifico all'UEM: è possibile adottare una serie di misure molto importanti per favorire l'affermarsi di una vera e propria sfera politica europea. La più importante consiste nel rimettere ai partiti politici, nell'ambito delle elezioni europee del 2014, la nomina dei candidati alla presidenza della Commissione. Vi sono poi una serie di misure pragmatiche attuabili nell'ambito della normativa elettorale dell'Unione attualmente in vigore. Andrebbe infine adottata rapidamente la proposta di regolamento presentata di recente dalla Commissione sullo statuto dei partiti politici europei.

4.3 Questioni da esaminare in caso di modifica del trattato

Nel contesto di una riforma del trattato che attribuisca ulteriori poteri sovranazionali all'UE, andrebbero esaminate le seguenti misure per assicurare una responsabilità democratica proporzionalmente maggiore.

In primo luogo, per ragioni di visibilità, trasparenza e legittimità, gli attuali indirizzi di massima per le politiche economiche e gli orientamenti in materia di occupazione (attualmente presentati insieme come “orientamenti integrati”, ma aventi due distinte basi giuridiche) dovrebbero essere fusi in un unico strumento, che fissi le priorità pluriennali dell'Unione, e soprattutto, è opportuno che tale strumento sia adottato mediante procedura legislativa ordinaria in codecisione da Parlamento europeo e Consiglio.

In secondo luogo, per essere adeguatamente legittimato, un nuovo potere di imporre la revisione del bilancio nazionale in linea con gli impegni europei, se ritenuto necessario, dovrebbe essere previsto da un atto legislativo adottato in codecisione. Questa soluzione, che assicura il massimo di legittimità democratica, è giustificata, dato che i bilanci annuali degli Stati membri sono anch'essi adottati dai rispettivi parlamenti, e hanno in generale carattere legislativo. Per garantire un rapido processo decisionale, la modifica del trattato dovrebbe creare una nuova procedura legislativa speciale che comporti una sola lettura.

L'integrazione del MES nel quadro dell'UE, come auspicato nel presente piano, permetterebbe di assoggettarlo ad un adeguato controllo del Parlamento europeo.

Si potrebbe anche considerare la possibilità di adattamenti istituzionali.

Inoltre si potrebbero attribuire taluni speciali poteri decisionali ad una “commissione dell'euro” del Parlamento europeo, poteri che andrebbero oltre quelli conferiti ad altre commissioni, ad esempio un peso maggiore nelle fasi parlamentari preparatorie o anche la possibilità di svolgere determinate funzioni o di adottare determinati atti al posto della plenaria.

All'interno della Commissione, le misure intese a rafforzare ancora di più rispetto a oggi²⁴ la posizione del Vicepresidente per gli Affari economici e monetari e l'euro richiederebbero adattamenti al principio di collegialità e, di conseguenza, modifiche del trattato. Potrebbero essere contemplate solo a lungo termine per dare una direzione politica e per accrescere la responsabilità democratica di una struttura analoga ad un "Tesoro" dell'UEM in seno alla Commissione. Al riguardo, potrebbe essere istituito un rapporto speciale di fiducia e di controllo tra il Vicepresidente per gli Affari economici e monetari e la "commissione dell'euro" del Parlamento europeo. Tuttavia, la relativa configurazione dovrà essere oggetto di attente riflessioni. Il principio di collegialità si applica alle decisioni in tutti i settori politici di competenza della Commissione, dalla concorrenza alla politica di coesione. Esso rappresenta un sistema di controlli ed equilibri interni collettivi, che contribuiscono ad accrescere la legittimità dell'azione della Commissione.

Da alcune parti è stato anche chiesto un ulteriore rafforzamento dell'Eurogruppo, cui dovrebbe essere attribuita la competenza in merito alle decisioni riguardanti la zona euro e i suoi Stati membri. Sarebbe necessaria una modifica del trattato, dato che il carattere puramente informale dell'Eurogruppo, come stabilito nel protocollo n. 14, ne fa semplice forum di discussione, privo di competenze decisionali. Ciò detto, i vigenti trattati, agli articoli 136 e 138 del TFUE, hanno già creato il modello secondo il quale il Consiglio adotta decisioni con il voto dei soli Stati membri della zona euro. Nel presente piano, la Commissione sottolinea l'importanza di creare ulteriori basi giuridiche nei trattati sulla base di questo modello. La principale differenza pratica tra esso ed un Eurogruppo dotato di poteri decisionali consisterebbe nel fatto che, nel secondo caso, i delegati degli Stati membri non appartenenti alla zona euro sarebbero esclusi non solo dal voto ma anche dalle deliberazioni e dal lavoro preparatorio svolto a livelli inferiori rispetto alle riunioni dei ministri. La Commissione non ritiene che una tale situazione sia auspicabile, perché in realtà ciò condurrebbe alla creazione di un "Consiglio della zona euro" come istituzione separata, senza tenere in adeguata considerazione la convergenza tra gli attuali e i futuri membri della zona euro.

²⁴ Va ricordato che, nell'ottobre e nel novembre 2011 la posizione del commissario per gli Affari economici e monetari è stata già notevolmente rafforzata da diversi atti adottati entro i limiti fissati dalle vigenti norme dei trattati, al fine di garantire l'indipendenza, l'obiettività e l'efficienza nell'esercizio da parte della Commissione delle competenze di coordinamento, di sorveglianza e di controllo del rispetto delle norme nel settore della *governance* economica dell'Unione e della zona euro. In particolare, a seguito di una modifica del regolamento interno della Commissione, le decisioni della Commissione in materia sono adottate su proposta del Vicepresidente responsabile per gli Affari economici e monetari e per l'euro secondo una speciale procedura scritta, il che consente una gestione più obiettiva ed efficace del processo decisionale. Il Vicepresidente è anche autorizzato ad adottare, di concerto con il Presidente, decisioni per conto della Commissione in diversi settori disciplinati dal *six-pack* e in relazione ai programmi di aggiustamento economico nel quadro del MESF, dell'EFSF e del MES. Infine, tutte le iniziative della Commissione che hanno un potenziale impatto sulla crescita, la competitività e la stabilità economica richiedono la preventiva consultazione dei servizi del Vicepresidente.

Inoltre, un punto specifico da affrontare mediante modifica del trattato sarebbe il rafforzamento della responsabilità democratica della BCE nella sua veste di autorità di vigilanza delle banche, in particolare consentendo il normale controllo di bilancio da parte del Parlamento europeo su tale attività. Allo stesso tempo, si potrebbe modificare l'articolo 127, paragrafo 6, del TFUE, per rendere applicabile la procedura legislativa ordinaria e per eliminare alcune delle restrizioni giuridiche che esso impone attualmente sulla configurazione del meccanismo di vigilanza unico (ad es., sancire la possibilità di partecipazione diretta e irrevocabile al meccanismo di vigilanza unico da parte degli Stati membri non appartenenti alla zona euro, al di là del modello della "stretta cooperazione"; concedere agli Stati membri non appartenenti alla zona euro partecipanti al meccanismo di vigilanza unico pieni e uguali poteri nelle decisioni della BCE e andare oltre nella separazione interna della struttura decisionale in materia di politica monetaria e di vigilanza). Potrebbe essere presa in considerazione una modifica del trattato che crei uno status speciale per le agenzie nel settore della regolamentazione finanziaria, che ne rafforzi il carattere sovranazionale e la responsabilità democratica. Ciò non solo consentirebbe di accrescere in misura significativa l'efficacia delle autorità europee di vigilanza, ma permetterebbe di facilitare la costituzione e il funzionamento del meccanismo di risoluzione unico che dovrà essere creato.

Un ulteriore strumento per rafforzare la legittimità dell'UE sarebbe anche l'estensione delle competenze della Corte di giustizia, sopprimendo l'articolo 126, paragrafo 10, del TFUE, e ammettendo così procedure di infrazione per gli Stati membri o creando nuove procedure e competenze speciali, sebbene non bisogna dimenticare che alcune delle questioni non si prestano ad un ricorso giurisdizionale completo.

Qualora la riforma del trattato andasse oltre le questioni relative all'UEM, dovrebbe includere l'obiettivo di generalizzare la procedura legislativa ordinaria, ossia di rendere applicabile la procedura di codecisione del Parlamento europeo e del Consiglio, con voto a maggioranza qualificata, per i casi restanti ai quali si applica ancora la procedura legislativa speciale.

Infine, l'esigenza di garantire un'adeguata responsabilità democratica si porrebbe nel caso in cui il trattato venga modificato per consentire la mutualizzazione dell'emissione di debito sovrano coperta da una garanzia in solido di tutti gli Stati membri della zona euro. Il sottostante problema di responsabilità risiede nel fatto che una tale garanzia in solido, se reclamata dai creditori, potrebbe provocare un notevole onere finanziario a carico delle finanze di un singolo Stato membro, per le quali è responsabile il Parlamento dello Stato in questione, benché l'onere sia il risultato di decisioni politiche che sono state prese nel tempo da uno o più altri Stati membri sotto la responsabilità dei rispettivi parlamenti. Finché all'UE non saranno attribuiti ampi poteri di determinare la politica economica nella zona euro e finché il Parlamento europeo non sarà responsabile delle decisioni sulle risorse di un consistente bilancio centrale, questo fondamentale problema della responsabilità non potrà essere risolto semplicemente affidando la gestione del debito sovrano mutualizzato ad un esecutivo UE, per quanto responsabile nei confronti del Parlamento europeo.

Al contrario, il problema non si porrebbe più in una vera Unione economica e fiscale che disponga di un consistente bilancio centrale che derivi le sue risorse, per la parte dovuta, da un potere impositivo mirato e autonomo e dalla possibilità di emettere debito sovrano proprio dell'UE, contestualmente alla condivisione su ampia scala della sovranità sulla condotta della politica economica a livello UE. Il Parlamento europeo godrebbe in tal caso di poteri rafforzati di co-legiferare su tale imposizione autonoma ed eserciterebbe il necessario controllo democratico su tutte le decisioni prese dall'UE. Gli Stati membri non sarebbero responsabili in solido per il debito sovrano degli altri, ma al massimo per il debito sovrano dell'UE.

Se il trattato venisse modificato in modo da consentire, come passo intermedio, l'emissione di "euro-BOT" a breve termine, combinata al rafforzamento dei poteri di *governance* economica, bisognerebbe elaborare un modello di responsabilità basato sia sul livello nazionale che su quello UE. Il Parlamento europeo consentirebbe di garantire la necessaria responsabilità per le decisioni relative alla gestione degli "euro-BOT" che dovrebbero essere adottate da un "Tesoro" dell'UEM in seno alla Commissione. Tuttavia, anche il Consiglio dovrebbe adottare decisioni, all'unanimità degli Stati membri della zona euro con il consenso del Parlamento europeo, per l'istituzione iniziale e per i successivi rinnovi periodici del meccanismo degli "euro-BOT". Gli Stati membri potrebbero garantire, in conformità dei rispettivi sistemi costituzionali nazionali, per il tramite dei rispettivi parlamenti nazionali, il grado di responsabilità che essi ritengono necessario per acconsentire alle decisioni di istituzione e di rinnovo.

La proposta di un fondo di rimborso del debito solleva questioni di diversa natura legate alla responsabilità. La concezione di un modello che assicuri l'adeguata responsabilità del fondo di rimborso del debito presuppone che la relativa base giuridica possa essere formulata con grande precisione giuridica per quanto riguarda il debito massimo trasferibile, la durata massima dell'operazione e tutte le altre caratteristiche, al fine di assicurare la certezza del diritto sancita dagli ordinamenti costituzionali nazionali. Se questo potesse essere assicurato, si potrebbe immaginare allora una nuova base giuridica nel trattato che consentisse la creazione del fondo mediante decisione del Consiglio, adottata all'unanimità degli Stati membri della zona euro con il consenso del Parlamento europeo e soggetta a ratifica da parte degli Stati membri conformemente alle rispettive norme costituzionali. Tale decisione stabilirebbe il volume massimo, la durata e le condizioni precise della partecipazione al fondo. La Commissione, che è chiamata a render conto al Parlamento europeo, gestirebbe poi il fondo conformemente alle norme precise fissate nella decisione del Consiglio.

ALLEGATO 1 – Lo strumento di convergenza e di competitività

I passi avanti verso un'autentica UEM nel settore del coordinamento delle politiche economiche dovrebbero basarsi sul sistema vigente e sul contestuale ulteriore rafforzamento del processo. A tale scopo sarebbe fondamentale che le riforme venissero fatte proprie a livello nazionale, parallelamente al progressivo aumento dell'intrusività degli orientamenti della zona euro, nei casi in cui gli Stati membri non adottino misure adeguate. Effetti di ricaduta con portata più ampia nell'ambito dell'Unione monetaria impongono una procedura più rigorosa di coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri della zona euro. Sulla base dei vigenti trattati il legislatore potrebbe pertanto creare un quadro integrato per la sorveglianza delle politiche economiche costituito da due elementi: 1) un meccanismo di coordinamento *ex ante* sistematico di tutti i grandi progetti di riforma degli Stati membri nel quadro del semestre europeo, previsto dall'articolo 11 del TSCG; 2) lo strumento di convergenza e di competitività nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, basato su accordi contrattuali tra Commissione e Stati membri della zona euro, associato alla possibilità di un sostegno finanziario.

Tale quadro verrebbe a integrare la procedura per gli squilibri macroeconomici e il vigente quadro per la sorveglianza della situazione di bilancio degli Stati membri (il patto di stabilità e crescita). Il suo obiettivo sarebbe duplice: in primo luogo, rafforzerebbe le procedure esistenti, in particolare potenziando il coordinamento *ex ante* delle grandi riforme economiche; in secondo luogo, rafforzerebbe il dialogo con gli Stati membri della zona euro per accrescere l'appropriazione delle riforme a livello nazionale attraverso l'introduzione di accordi contrattuali che saranno conclusi tra la Commissione e gli Stati membri. Sarebbe associato ad un apposito sistema di sostegno finanziario, che rappresenta la fase iniziale della creazione di una capacità fiscale dell'UEM. Gli accordi contrattuali e il sostegno finanziario dovrebbero essere raggruppati nello strumento di convergenza e di competitività per l'UEM.

Nelle prossime proposte la Commissione definirà le condizioni dettagliate sia per il meccanismo di coordinamento *ex ante* delle riforme che per lo strumento di convergenza e di competitività basato su accordi contrattuali associati ad un sostegno finanziario. Le proposte della Commissione mireranno inoltre a semplificare le attuali procedure create nel corso del tempo (semestre europeo, programmi nazionali di riforma, procedura per gli squilibri macroeconomici, ecc.).

La procedura prevista si svilupperebbe come segue

Le innovazioni del semestre europeo consisterebbero nell'introduzione di un coordinamento *ex ante* sistematico delle grandi riforme economiche; in un'intensificazione del dialogo con

gli Stati membri; nell'introduzione di accordi contrattuali, che verranno conclusi tra la Commissione e gli Stati membri della zona euro e nel sostegno finanziario legato all'esecuzione degli accordi contrattuali.

1. La Commissione pubblica l'analisi annuale della crescita ed una proposta di orientamenti integrati (indirizzi di massima per le politiche economiche e orientamenti in materia di occupazione). Questi indicherebbero le priorità e gli obiettivi (quantificati o no) per l'anno successivo, sia per le politiche degli Stati membri che a livello di UE. Le misure a livello di UE potrebbero includere proposte concrete, sulle quali i legislatori dovranno agire una volta approvate e varate. Il Parlamento europeo verrebbe consultato (attualmente la consultazione è obbligatoria unicamente per gli orientamenti in materia di occupazione; verrebbe concluso un accordo politico per consultare il Parlamento europeo sull'intero pacchetto di orientamenti). In parallelo, la Commissione presenta la relazione sul meccanismo di allerta che indica gli Stati membri che si ritiene presentino squilibri e che saranno quindi oggetto di esame approfondito (per valutare se gli squilibri esistono e, in caso affermativo, se siano eccessivi).
2. Sulla base degli orientamenti ogni Stato membri della zona euro presenta un programma nazionale di riforma: un documento unico contenente proposte di misure politiche fondamentali per migliorare la crescita e la competitività, e un programma di stabilità, in cui figurano i piani di bilancio a medio termine.
3. La Commissione valuta i programmi e presenta la sua valutazione in una serie di documenti di lavoro dei suoi servizi, che evidenziano anche i problemi che ancora sussistono. Tali documenti verrebbero pubblicati prima di quanto avviene attualmente per consentire un dialogo sull'analisi. In parallelo la Commissione redige una valutazione orizzontale delle proposte relative alle grandi riforme economiche nei paesi della zona euro. Tale documento orizzontale e le sue conclusioni sono discussi in seno all'Eurogruppo e al Consiglio ECOFIN in vista del coordinamento *ex ante* sistematico dei grandi piani di riforma.
4. Successivamente, la Commissione presenta una proposta di raccomandazioni specifiche per paese, che illustra le specifiche misure politiche concordate nonché il calendario previsto per l'attuazione. In parallelo, per gli Stati membri con squilibri eccessivi, la Commissione presenta una raccomandazione che stabilisce l'esistenza di uno squilibrio eccessivo e raccomanda allo Stato membro in questione l'adozione di misure correttive. Grazie al processo di dialogo informale sull'analisi delle politiche, le raccomandazioni specifiche per paese saranno più precise e puntuali. Le raccomandazioni specifiche per paese si concentrerebbero su un numero limitato di

elementi fondamentali relativi alla crescita e all'aggiustamento delle debolezze dello Stato membro interessato. L'attenzione e la specificità maggiori potrebbero dare un maggiore impulso agli sforzi di riforma degli Stati membri.

5. Dopo l'adozione delle raccomandazioni specifiche per paese, incluse le raccomandazioni del Consiglio nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, gli Stati membri soggetti al braccio preventivo e al braccio correttivo presentano (su base volontaria nel primo e su base obbligatoria nel secondo), una proposta di accordo contrattuale, comprendente i provvedimenti politici specifici che intendono attuare e il relativo calendario, sulla base delle predette raccomandazioni. Per gli Stati membri soggetti al braccio correttivo della procedura per gli squilibri macroeconomici, il piano di azione correttivo corrisponderebbe agli accordi contrattuali da concludere con la Commissione. Per gli Stati membri soggetti al braccio preventivo della procedura per gli squilibri macroeconomici, gli accordi contrattuali consisterebbero in un piano di azione analogo a quello previsto nel quadro del braccio correttivo.

Per gli Stati membri soggetti al braccio correttivo, i negoziati relativi agli accordi contrattuali corrisponderebbero all'approvazione del piano di azione correttivo, e, pertanto, si applicherebbero gli articoli da 8 a 12 del regolamento (UE) n. 1176/2011.

Anche per gli Stati membri soggetti al braccio preventivo dovrebbero applicarsi una procedura e tempi analoghi, tra l'altro anche per quanto riguarda il controllo e la valutazione dell'attuazione delle misure previste negli accordi contrattuali. Non si applicano tuttavia sanzioni.

Ogni anno gli Stati membri presenterebbero, con il programma nazionale di riforma, una relazione sui progressi nell'esecuzione del rispettivo accordo contrattuale.

6. Gli accordi contrattuali sarebbero accompagnati da un sostegno finanziario. Sarebbero correlati alle raccomandazioni specifiche per paese formulate nel quadro della procedura per gli squilibri macroeconomici, incentrata sul rafforzamento della capacità di aggiustamento e della competitività degli Stati membri, ossia ambiti in cui le riforme avrebbero notevoli ricadute positive in altri Stati membri, e sono quindi necessarie per garantire il buon funzionamento dell'UEM.

Il sostegno finanziario consisterebbe in un importo forfetario che verrebbe attribuito con l'accordo contrattuale, senza destinarlo a riforme specifiche. La definizione e l'uso degli importi e delle modalità di erogazione (che può prevedere più di una rata)

dipenderanno dalle condizioni (misure e/o riforme che gli Stati membri devono attuare) e andrebbero altresì specificate nell'accordo contrattuale.

Oltre alle sanzioni e alla relativa procedura applicabile agli Stati membri soggetti al braccio correttivo (come previsto dal regolamento (UE) n. 1174/2011), gli accordi contrattuali avrebbero forza esecutiva, dato che la Commissione può rivolgere avvertimenti (conformemente all'articolo 121, paragrafo 4, del TFUE), se uno Stato membro non rispetta l'accordo contrattuale. Gli avvertimenti, che la Commissione può emanare in modo autonomo, potrebbero comprendere un invito agli Stati membri a correggere la deviazione, con l'indicazione dei relativi tempi. Qualora l'invito non venisse rispettato, il sostegno finanziario potrebbe essere ritirato.

Il sostegno finanziario sarà finanziato da uno speciale fondo/strumento finanziario, come indicato nel testo del presente piano. Gli Stati membri della zona euro saranno tenuti a contribuire al fondo, sulla base di un coefficiente di contribuzione basato sul RNL.

Quando presenterà la sua proposta sul rafforzamento e la razionalizzazione delle attuali procedure, la Commissione tratterà anche il rischio di potenziali conseguenze indesiderate derivanti dall'introduzione di un tale sostegno finanziario, quali l'azzardo morale (ad esempio la ricompensa di risultati relativamente mediocri) e le perdite secche (riforme che sarebbero state comunque attuate anche senza incentivi supplementari).

ALLEGATO 2 - Rappresentanza esterna della zona euro

I progressi che verranno decisi verso un'ulteriore integrazione dovranno riflettersi sul versante esterno, garantendo all'Unione, e più nello specifico alla zona euro, una rappresentazione economica unitaria. Rafforzare la voce dell'Unione economica e monetaria rientra in pieno negli sforzi in corso mirati a migliorare la *governance* economica della zona euro.

Uno degli insegnamenti più importanti della crisi è che, di fronte a uno *shock* mondiale che richiede una risposta collettiva, ciò che permette di influenzare il tipo di risposte politiche che saranno adottate nelle istituzioni e nei consessi internazionali sono le dimensioni della zona euro. Negli ultimi anni l'Unione è diventata, soprattutto grazie all'euro, l'interlocutore naturale delle principali potenze economiche nelle discussioni sulla crescita mondiale, sull'assistenza finanziaria o sulla regolamentazione finanziaria. La zona euro non gode però di una *leadership* e di un'influenza commisurate al suo peso economico perché la sua rappresentanza in seno alle istituzioni e ai consessi finanziari internazionali è attualmente frammentata.

Per essere pienamente efficaci, gli sforzi mirati a rafforzare la *governance* economica della zona euro dovranno andare di pari passo con un'azione che conferisca maggiore unità e coerenza alla rappresentanza esterna della zona euro e che rifletta il rafforzamento significativo della *governance* economica interna.

Per permettere alla zona euro di svolgere un ruolo più attivo nelle istituzioni e nei consessi multilaterali, come anche nei dialoghi bilaterali con i partner strategici, occorre rafforzare la sua rappresentanza esterna²⁵ in modo da veicolare un messaggio coeso su questioni di politica economica e di bilancio, sulla sorveglianza macroeconomica, sulle politiche del tasso di cambio e sulla stabilità finanziaria.

Per raggiungere questi obiettivi bisognerà concordare una tabella di marcia mirata a semplificare e a unificare la rappresentanza esterna della zona euro nelle organizzazioni e nei consessi economici e finanziari internazionali.

L'attenzione è rivolta soprattutto al Fondo monetario internazionale (FMI) che, grazie all'erogazione di prestiti e alla funzione di sorveglianza, è una colonna portante della *governance* economica mondiale. Attualmente i 17 Stati membri della zona euro sono divisi in otto raggruppamenti e seggi, e ricoprono fino a cinque incarichi di direttore esecutivo, mentre la presenza delle istituzioni dell'Unione in seno all'FMI è molto limitata. La Banca

²⁵ Ovvero dell'Unione europea in rappresentanza degli Stati membri della zona euro, conformemente ai trattati.

centrale europea ha lo status di osservatore nel consiglio esecutivo e nel comitato monetario e finanziario internazionale mentre la Commissione europea ha lo status di osservatore solo nel comitato monetario e finanziario internazionale.

L'articolo 138, paragrafo 2, del TFUE prevede l'adozione di misure opportune per garantire una rappresentanza unificata nell'ambito delle istituzioni e conferenze finanziarie internazionali. Nell'intenzione dei costituenti, l'obiettivo del disposto era garantire agli Stati membri della zona euro, tramite l'Unione, una rappresentanza più forte e unificata in queste istituzioni e conferenze, dal momento che l'efficacia degli attuali accordi informali relativi alla rappresentanza della zona euro era stata ritenuta insoddisfacente²⁶.

È necessario potenziare l'infrastruttura di coordinamento della zona euro tra Bruxelles e Washington, migliorare il processo di coordinamento all'interno della zona euro e fare in modo che gli Stati membri siano tenuti a veicolare un messaggio comune. Bisogna inoltre riorganizzare i raggruppamenti in seno all'FMI in modo da creare raggruppamenti di paesi della zona euro, estesi eventualmente anche ai futuri Stati membri dell'euro. Parallelamente bisognerà chiedere per la zona euro lo status di osservatore in senso al consiglio esecutivo del Fondo. Tutto ciò rende necessari negoziati con l'FMI. Gli Stati membri della zona euro condividono una moneta unica, una politica monetaria unica e una politica dei tassi di cambio unica e le loro riserve estere sono gestite dal Sistema europeo di banche centrali. I recenti cambiamenti della *governance* della zona euro hanno modificato profondamente le modalità di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio a livello europeo. La Commissione europea è diventata un interlocutore naturale dell'FMI sulle questioni riguardanti la zona euro. Negli ultimi tempi la Commissione e la Banca centrale europea hanno collaborato fianco a fianco con l'FMI per negoziare i pacchetti di assistenza finanziaria per la zona euro e per gli Stati membri dell'Unione e collaborano in generale nell'ambito della sorveglianza. Dati questi presupposti il riconoscimento dello status di osservatore alla zona euro, rappresentata dalla Commissione europea, affiancata dalla BCE per le questioni di politica monetaria, è essenziale per rendere più fruttuosa la cooperazione tra l'FMI e le istituzioni che sono al centro della gestione quotidiana della zona euro.

Un seggio unico per la zona euro in seno all'FMI è un obiettivo di lungo termine da perseguire secondo un approccio graduale che permetta a tutti gli attori coinvolti di adottare le necessarie disposizioni istituzionali per accogliere questa modifica.

In termini concreti, la Commissione europea:

- presenterà una tabella di marcia per consolidare la rappresentanza della zona euro in seno all'FMI e ottenere nel tempo un seggio unico;

²⁶ Si vedano Convenzione europea, *Relazione finale del Gruppo VI "Governance economica"*, WG VI 17 del 21.10.2002, pag. 8, e *Relazione finale del Gruppo VII "Azione esterna"*, WG VII 17 del 16.12.2002, pag. 32.

- presenterà a tempo debito proposte formali, ai sensi dell'articolo 138, paragrafo 2, del TFUE, per stabilire una posizione unitaria sul riconoscimento dello status di osservatore della zona euro in seno al consiglio esecutivo dell'FMI e successivamente per un ottenere un seggio unico;
- presenterà una proposta per migliorare il coordinamento tra gli Stati membri in seno all'FMI sulle questioni riguardanti l'UEM;
- valuterà di sfruttare la possibilità offerta dall'articolo 138, paragrafo 1, del TFUE di proporre posizioni comuni sulle questioni che rivestono un interesse particolare per l'Unione economica e monetaria nell'ambito delle competenti istituzioni e conferenze finanziarie internazionali;
- promuoverà ulteriormente la rappresentanza della zona euro nell'ambito delle relazioni bilaterali con i principali partner economici. A tal fine potrebbe servire da modello il quadro delle discussioni con la Cina sulle questioni macroeconomiche e relative ai tassi di cambio (che vengono attualmente trattate da una delegazione per la zona euro²⁷).

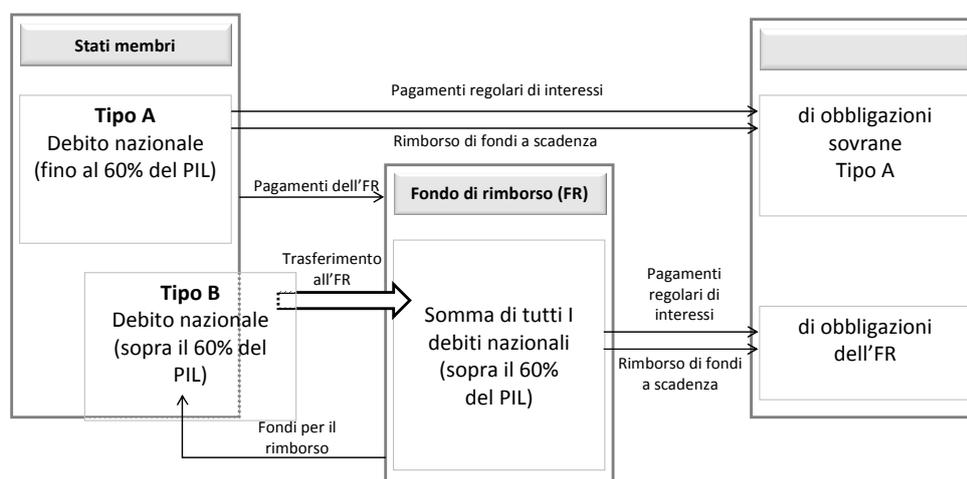
²⁷ La delegazione è composta dal commissario per gli Affari economici e monetari, dal presidente dell'Eurogruppo e dal presidente della Banca centrale europea.

ALLEGATO 3 – Un fondo europeo di rimborso

Il concetto di fondo di rimborso è stato avanzato per la prima volta nel 2011 dal consiglio tedesco degli esperti economici. L'idea alla base del fondo di rimborso è quella di istituire un quadro per riportare il debito pubblico degli Stati membri della zona euro a livelli sostenibili, riducendo i costi di finanziamento complessivi in cambio di impegni aggiuntivi a favore della *governance* di bilancio.

Come approccio di base, il debito pubblico degli Stati membri verrebbe diviso in due parti: 1) una parte pari al 60% del PIL, ossia la soglia fissata dal patto di stabilità e crescita, che resterebbe di responsabilità dei singoli Stati membri; e 2) una parte rappresentata dal debito pubblico superiore alla soglia del 60% del PIL, che verrebbe trasferita e messa in comune nel fondo di rimborso, e che quindi sarebbe di proprietà del fondo, anche se gli Stati membri sarebbero tenuti a rimborsare autonomamente il debito trasferito nel corso di uno specifico periodo di tempo (ad esempio: 25 anni). Il fondo di rimborso si autofinanzerebbe con l'emissione di obbligazioni proprie, il cui servizio sarebbe assicurato congiuntamente da tutti gli Stati membri partecipanti. Al fine di suscitare interesse per le obbligazioni del fondo di rimborso e per creare il relativo mercato, gli investitori chiederebbero garanzie sufficientemente forti sulla loro qualità creditizia. Pertanto, le obbligazioni del fondo di rimborso dovrebbero essere coperte da una garanzia in solido di tutti gli Stati membri della zona euro. La garanzia in solido sulle obbligazioni del fondo di rimborso si tradurrebbe in un costo relativamente basso di finanziamento per gli Stati membri partecipanti, il che alleggerirebbe l'onere complessivo del rispettivo servizio del debito. I tempi del rimborso per ogni Stato membro dovranno essere fissati con precisione e basarsi su una chiave di calcolo trasparente che specifichi la tipologia delle rate (uguali nel tempo o dipendenti dalla situazione economica, ad esempio in percentuale del PIL, il che consentirebbe di adeguare i versamenti annuali al ciclo economico). La struttura di un tale quadro è illustrata nella figura 1.

Figura 1. Struttura del fondo europeo di rimborso



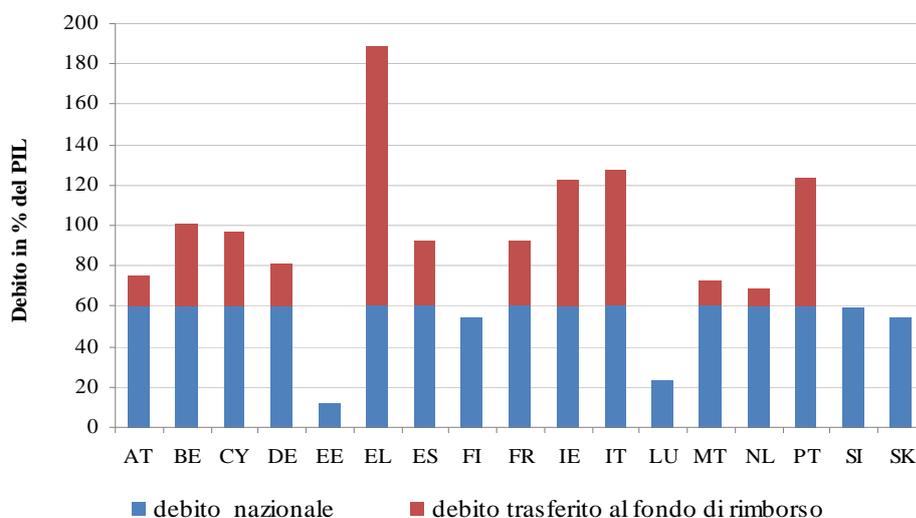
Un problema dell'azzardo morale è inerente all'approccio di un fondo di rimborso, in quanto la garanzia in solido e la riduzione dei costi di finanziamento che ne derivano per gli Stati membri potrebbero creare incentivi inattesi all'assunzione di ulteriori debiti. Il problema dell'azzardo morale dovrebbe essere risolto prevedendo l'assunzione da parte degli Stati membri di impegni supplementari in materia di *governance* economica. Come condizione

preliminare per la partecipazione al fondo di rimborso, verrebbe delineato un percorso di risanamento del bilancio e di riforme strutturali per ogni Stato membro, che obbligherebbe lo Stato membro a rimborsare in maniera autonoma i debiti trasferiti per un determinato periodo di tempo. Gli accordi di risanamento e di riforma, che sono una condizione essenziale di credibilità, potrebbero comprendere: i) un vincolo di destinazione specifica delle entrate fiscali per soddisfare le obbligazioni di pagamento nei confronti del fondo di rimborso; ii) il deposito di garanzie reali, iii) l'impegno vincolante a realizzare le riforme strutturali e le misure di risanamento precedentemente concordate. In caso di non conformità, il trasferimento del debito nazionale al fondo di rimborso potrebbe essere immediatamente interrotto.

Nella pratica, i rimborsi del debito in scadenza e il nuovo fabbisogno di finanziamento degli Stati membri partecipanti verrebbero finanziati con il denaro raccolto con la vendita di obbligazioni del fondo di rimborso²⁸ fino a quando le passività trasferite non raggiungano gli importi concordati. Sarà necessario un quadro giuridico/contratto chiaro e rigoroso che disciplini il trasferimento del debito, per definire in particolare: i) gli importi massimi da trasferire²⁹, ii) le modalità di rimborso, e iii) il rango superiore delle obbligazioni emesse dal fondo di rimborso rispetto alle obbligazioni nazionali.

A seguito del trasferimento al fondo di rimborso, il debito totale di un paese verrebbe diviso in due parti: il debito pubblico nazionale e le obbligazioni emesse dal fondo di rimborso³⁰ (cfr. figura 2).

Figura 2. Struttura del debito degli Stati membri nella struttura del fondo di rimborso



Fonte: Commissione europea previsioni di autunno 2012, previsioni dei dati sul debito per il 2013

²⁸ La gestione del fondo di rimborso sarebbe affidata ad un'istituzione apposita che verrebbe istituita in base al trattato, ossia un organo per la gestione del debito europeo in seno alla Commissione, responsabile nei confronti del Parlamento europeo.

²⁹ Il contratto dovrebbe anche specificare chiaramente che gli importi da trasferire concordati non sono aumentabili.

³⁰ Le dimensioni complessive del fondo di rimborso potrebbero ammontare a 3 000 miliardi di euro. Il calcolo è stato effettuato sulla base delle previsioni di autunno 2012 dei servizi della Commissione europea.

La creazione di un fondo di rimborso porrebbe diversi problemi. In primo luogo, sebbene l'intera zona euro trarrebbe beneficio dalla riduzione del rischio sovrano e del rischio sistemico, grazie alla riduzione dei livelli complessivi del debito e in particolare del livello del debito dei paesi più vulnerabili, gli Stati membri con qualità creditizia elevata sembrerebbero trarre benefici relativamente inferiori dal fondo. Pertanto, dovranno essere previsti incentivi alla partecipazione di questi Stati membri. In secondo luogo, una volta coperto dalla garanzia in solido il debito eccessivo si trasformerebbe in un'attività relativamente a basso rischio. Di conseguenza, l'effetto di disciplina del mercato risulterebbe fortemente indebolito. In effetti, la funzione di disciplina verrebbe trasferita interamente ai co-garanti. In terzo luogo, il fondo di rimborso è inteso come mezzo per ridurre i livelli del debito e gli Stati membri non dovrebbero avere incentivi a prolungare inutilmente la partecipazione al fondo di rimborso unicamente per beneficiare di bassi costi di finanziamento. Infine, dalla prospettiva del mercato, una durata limitata di questo meccanismo ridurrebbe la liquidità del mercato nel periodo finale del meccanismo. Ciò metterebbe in discussione la funzione e l'uso come parametro di riferimento delle obbligazioni emesse in comune, nonché la possibilità di creare mercati dei derivati adeguati. Dopo la scadenza dell'emissione comune, il mercato dei titoli di Stato della zona euro presenterebbe lo stesso basso grado di integrazione che attualmente, e non si avrebbe nessuno dei benefici potenziali dell'emissione comune.