



## Raccolta della giurisprudenza

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE  
MELCHIOR WATHELET  
presentate il 4 ottobre 2018<sup>1</sup>

### Causa C-493/17

**Heinrich Weiss,  
Jürgen Heraeus,  
Patrick Adenauer,  
Bernd Lucke,  
Hans-Olaf Henkel,  
Joachim Starbatty,  
Bernd Kölmel,  
Ulrike Trebesius,  
Peter Gauweiler,  
Johann Heinrich von Stein,  
Gunnar Heinsohn,  
Otto Michels,  
Reinhold von Eben-Worlée,  
Michael Göde,  
Dagmar Metzger,  
Karl-Heinz Hauptmann,  
Stefan Städter,  
Markus C. Kerber**

[domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale, Germania)]

«Rinvio pregiudiziale – Politica economica e monetaria – Decisione (UE) 2015/774 della Banca centrale europea (BCE) – Programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari – Validità – Articoli 119 e 127 TFUE – Attribuzioni della BCE e del Sistema europeo di banche centrali – Mantenimento della stabilità dei prezzi – Proporzionalità – Articolo 123 TFUE – Divieto di finanziamento monetario degli Stati membri dell'area dell'euro»

### Indice

I. Introduzione .....	3
II. Contesto normativo .....	4

<sup>1</sup> Lingua originale: il francese.

A. Trattato FUE.....	4
B. Protocollo sul SEBC e sulla BCE .....	6
C. Decisione 2015/774 .....	6
1. Testo consolidato della decisione 2015/774 .....	6
2. I considerando della decisione 2015/774 e delle decisioni che l'hanno modificata.....	8
a) I considerando della decisione 2015/774 .....	8
b) I considerando della decisione 2015/2101 .....	9
c) I considerando della decisione 2015/2464 .....	10
d) I considerando della decisione 2016/702 .....	10
e) I considerando della decisione 2017/100 .....	11
III. Fatti oggetto dei procedimenti principali.....	11
A. Le principali caratteristiche del PSPP .....	11
B. Procedimenti principali e decisione di rinvio .....	13
IV. Domanda di pronuncia pregiudiziale e procedimento dinanzi alla Corte .....	13
V. Analisi .....	15
A. Osservazione preliminare sulla versione della decisione 2015/774 pertinente.....	15
B. Sulla ricevibilità della domanda di pronuncia pregiudiziale .....	15
C. Sulla prima e sulla seconda questione pregiudiziale .....	18
1. L'ambito di analisi definito nella sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400) .....	18
2. Sull'applicazione dei principi al PSPP .....	19
a) Sulla mancanza di certezza degli operatori .....	19
1) Sull'adeguamento delle garanzie previste dalla decisione 2015/774 [prima questione pregiudiziale, ivi compresi punti sub a) e b)] .....	19
2) Sulla mancanza di incidenza della conservazione dei titoli sino alla loro scadenza e sull'acquisto di titoli a rendimento negativo [prima questione pregiudiziale sub c) e d)] .....	22
i) Sulla conservazione dei titoli sino alla loro scadenza .....	22
ii) Sull'acquisto di titoli a rendimento negativo .....	23
3) Sulla mancanza di incidenza della presunta determinabilità dei titoli che saranno acquistati sulla validità della decisione 2015/774 [prima questione pregiudiziale sub a) e seconda questione pregiudiziale].....	24

b) Sull'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.....	25
3. Conclusione sulla prima e sulla seconda questione .....	27
D. Sulle questioni terza e quarta .....	27
1. L'ambito di analisi definito nelle sentenze del 27 novembre 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400) .....	27
a) Sulla definizione della politica monetaria .....	27
b) Sul principio di proporzionalità e sulla portata del relativo controllo giurisdizionale .....	28
2. Sull'applicazione dei principi del PSPP .....	29
a) Sul rispetto del mandato della BCE .....	29
1) Sull'obiettivo e sugli strumenti utilizzati dal PSPP .....	29
2) Sugli effetti indiretti del PSPP .....	30
i) Riflessioni teoriche sui rapporti tra politica monetaria e politica economica e sulla portata del controllo giurisdizionale .....	30
ii) Sulle garanzie del PSPP che limitano le sue incidenze in termini di politica economica .....	32
b) Sulla proporzionalità del PSPP.....	33
1) Sull'idoneità del PSPP a conseguire gli obiettivi del SEBC e la sua necessità .....	33
2) Sulla proporzionalità stricto sensu del PSPP .....	36
3. Conclusione sulla terza e sulla quarta questione .....	39
VI. Conclusione.....	40

## I. Introduzione

1. La presente domanda di pronuncia pregiudiziale verte sulla validità della decisione (UE) 2015/774 della Banca centrale europea, del 4 marzo 2015, su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari<sup>2</sup>, come modificata dalla decisione (UE) 2015/2101 della Banca centrale europea, del 5 novembre 2015<sup>3</sup>, e dalla decisione (UE) 2016/702 della Banca centrale europea, del

<sup>2</sup> GU 2015, L 121, pag. 20.

<sup>3</sup> GU 2015, L 303, pag. 106.

18 aprile 2016<sup>4</sup> (in prosieguo: la «decisione 2015/774»), e sull'interpretazione dell'articolo 4, paragrafo 2, TUE, degli articoli 119, 123, 125 e 127 TFUE e degli articoli da 17 a 24 del Protocollo n. 4 sullo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea<sup>5</sup> (in prosieguo: il «Protocollo sul SEBC e sulla BCE»).

2. Tale domanda è stata presentata dal Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale, Germania) nell'ambito di una pluralità di ricorsi costituzionali riguardanti l'applicabilità, nella Repubblica federale di Germania, di varie decisioni della Banca centrale europea (BCE), il contributo fornito dalla Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania, Germania) all'attuazione di tali decisioni o la sua presunta inerzia dinanzi a queste ultime, nonché la presunta inerzia del Bundesregierung (governo federale, Germania) e del Deutscher Bundestag (camera bassa del Parlamento federale, Germania) dinanzi a tale contributo e alle medesime decisioni.

3. La sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), rientra inevitabilmente, in modo implicito, in questa nuova causa. Infatti, da un lato, la domanda di pronuncia pregiudiziale è presentata nuovamente alla Corte dal Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale) nell'ambito di un procedimento diretto ad accertare se un atto della BCE sia manifestamente ultra vires e contrario all'identità costituzionale tedesca. D'altro lato, gli atti di cui trattasi nella causa in esame e in quella che ha dato luogo alla sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), riguardano entrambi programmi della BCE cosiddetti «non convenzionali» che non rientrerebbero nella politica monetaria e violerebbero il divieto di finanziamento monetario sancito all'articolo 123 TFUE.

4. Tuttavia, la sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), verteva su un comunicato stampa della BCE che illustrava una decisione di autorizzazione di un programma di acquisto di titoli del debito pubblico emessi dagli Stati membri dell'area dell'euro, denominato «Outright Monetary Transactions» (operazioni definitive monetarie; in prosieguo: l'«OMT») che non era – e, a tutt'oggi, non è mai – stato attuato. Per contro, il programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari («public sector asset purchase programme»; in prosieguo: il «PSPP») di cui trattasi nella causa in esame non solo è stato formalmente adottato, ma è anche attuato da oltre tre anni. Inoltre, l'OMT e il PSPP presentano differenze oggettive riguardanti sia l'obiettivo dichiarato e le modalità tecniche previste sia gli importi in questione.

## II. Contesto normativo

### A. Trattato FUE

5. Le disposizioni pertinenti sono inserite, essenzialmente, nel titolo VIII della terza parte del Trattato FUE, intitolato «Politica economica e monetaria». Pertanto, ai sensi dell'articolo 119 TFUE:

«1. Ai fini enunciati all'articolo 3 del trattato sull'Unione europea, l'azione degli Stati membri e dell'Unione comprende, alle condizioni previste dai trattati, l'adozione di una politica economica che è fondata sullo stretto coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, condotta conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

4 GU 2016, L 121, pag. 24. Sebbene il giudice del rinvio non vi faccia riferimento nelle sue questioni, la decisione 2015/774 è stata anche modificata dalla decisione (UE) 2015/2464 della Banca centrale europea, del 16 dicembre 2015 (GU 2015, L 344, pag. 1), nonché dalla decisione (UE) 2017/100 della Banca centrale europea, dell'11 gennaio 2017 (GU 2017, L 16, p. 51).

5 GU 2012, C 326, pag. 230.

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

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

6. L'articolo 123, paragrafo 1, TFUE prevede, a sua volta, il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri nei seguenti termini:

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

7. Gli obiettivi e i compiti fondamentali della BCE sono definiti all'articolo 127 TFUE nei seguenti termini:

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

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

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

(...)».

## B. Protocollo sul SEBC e sulla BCE

8. Il Protocollo sul SEBC e sulla BCE elenca gli strumenti di politica monetaria di cui dispone la BCE. Tra questi strumenti rientrano le operazioni di mercato aperto e di credito. Dette operazioni sono definite nei seguenti termini all'articolo 18.1 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE:

«Al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di:

- operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in euro o in altre valute, nonché metalli preziosi,
- effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie».

## C. Decisione 2015/774

### 1. Testo consolidato della decisione 2015/774

9. La decisione della BCE al centro delle questioni pregiudiziali sollevate dal Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale) è la decisione 2015/774. A partire dalla data della sua adozione, il 4 marzo 2015, tale decisione è stata modificata dalle decisioni 2015/2101, 2015/2464, 2016/702, nonché dalla decisione 2017/100.

10. L'articolo 1 della decisione 2015/774, intitolato «Istituzione e ambito del PSPP», dispone quanto segue:

«L'Eurosistema istituisce il PSPP, nell'ambito del quale le banche centrali dell'Eurosistema acquistano sui mercati secondari titoli di debito negoziabili idonei, come definiti all'articolo 3, da controparti idonee, come definite all'articolo 7, sulla base di specifiche condizioni».

11. L'articolo 3 della decisione 2015/774, intitolato «Criteri di idoneità per i titoli di debito negoziabili», prevede quanto segue:

«1. Fatti salvi i requisiti indicati all'articolo 3, sono idonei per gli acquisti da parte delle banche centrali dell'Eurosistema nell'ambito del PSPP i titoli di debito negoziabili denominati in euro emessi da amministrazioni centrali, regionali o locali di uno Stato membro la cui moneta è l'euro, da agenzie riconosciute situate nell'area dell'euro, da organizzazioni internazionali situate nell'area dell'euro e da banche multilaterali di sviluppo situate nell'area dell'euro. In circostanze eccezionali, qualora non si riesca a raggiungere l'ammontare di acquisti programmato, il Consiglio direttivo può decidere di acquistare titoli di debito negoziabili emessi da altri soggetti situati nell'area dell'euro (...)

2. Per essere idonei nell'ambito del PSPP, i titoli di debito negoziabili soddisfano i criteri di idoneità delle attività negoziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, ai sensi della parte quarta dell'Indirizzo (UE) 2015/510 della Banca centrale europea (BCE/2014/60), salvi i seguenti requisiti:

- a) l'emittente o il garante dei titoli di debito negoziabili ha una valutazione di qualità creditizia corrispondente almeno a un grado di qualità di livello 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema (...)

(...)

- d) se la valutazione di qualità creditizia fornita da un'[agenzia esterna di valutazione del merito di credito] accettata all'emittente, al garante o all'emissione non corrisponde almeno a un grado di qualità di livello 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema, i titoli di debito negoziabili sono idonei solamente nel caso in cui siano emessi o integralmente garantiti dalle amministrazioni centrali di Stati membri dell'area dell'euro soggetti a un programma di assistenza finanziaria e in relazione ai quali l'applicazione delle soglie di qualità creditizia dell'Eurosistema sia sospesa da parte del Consiglio direttivo ai sensi dell'articolo 8 dell'Indirizzo BCE/2014/31;
- e) In caso di riesame di un programma di assistenza finanziaria in corso, l'idoneità ai fini degli acquisti nell'ambito del PSPP è sospesa e riprende solamente nell'ipotesi di un esito positivo del riesame.

3. Per essere idonei per gli acquisti nell'ambito del PSPP, i titoli di debito, ferme le caratteristiche di cui ai paragrafi 1 e 2, hanno una scadenza residua minima di 1 anno e massima di 30 anni al momento del loro acquisto da parte della pertinente banca centrale dell'Eurosistema. (...)

(...)

5. Sono consentiti acquisti di strumenti di debito negoziabili nominali con un tasso di rendimento a scadenza (o rendimento nel peggiore dei casi) negativo, che sia pari o superiore al tasso sui depositi presso la banca centrale. Sono consentiti acquisti di strumenti di debito negoziabili nominali con un tasso di rendimento a scadenza (o rendimento nel peggiore dei casi) negativo, che sia inferiore al tasso sui depositi presso la banca centrale, nella misura in cui essi si rendano necessari».

12. L'articolo 4, paragrafo 1, della decisione 2015/774, intitolato «Limiti all'esecuzione di acquisti», stabilisce quanto segue:

«Al fine di consentire la formazione di un prezzo di mercato per i titoli idonei, non sono permessi acquisti di titoli di nuova emissione o emessi in via continuativa (tapped security) e di strumenti di debito negoziabili con una scadenza residua che si collochino in prossimità, prima o dopo, della scadenza degli strumenti di debito negoziabili da emettere, per un periodo determinato dal Consiglio direttivo ("periodo di black-out"). Per le sindacazioni, il periodo di black-out in questione deve essere rispettato con la massima diligenza possibile prima dell'emissione».

13. L'articolo 5, paragrafi 1 e 2, della decisione 2015/774, intitolato «Limiti all'acquisto», così recita:

«1. Fatto salvo l'articolo 3, si applica nell'ambito del PSPP un limite relativo alla quota-parte di un'emissione, in base al numero internazionale di identificazione dei titoli (International Security Identification Number, codice ISIN), per i titoli di debito negoziabili che soddisfano i criteri indicati nell'articolo 3, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema. Il limite relativo alla quota-parte di un'emissione è il seguente:

- a) 50% per codice ISIN per i titoli di debito negoziabili idonei emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee;
- b) 33% per codice ISIN per altri titoli di debito negoziabili idonei, (...)

2. A tutti i titoli di debito negoziabili idonei nell'ambito del PSPP e con scadenze residue corrispondenti a quelle indicate nell'articolo 3, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema, si applicano i limiti aggregati di seguito indicati:

- a) 50% dei titoli in circolazione di un emittente che sia un'organizzazione internazionale o una banca multilaterale di sviluppo idonea; ovvero

b) 33% dei titoli in circolazione di un emittente diverso da un'organizzazione internazionale o da una banca multilaterale di sviluppo idonea».

14. L'articolo 6 della decisione 2015/774, intitolato «Allocazione dei portafogli», precisa quanto segue:

«1. Sul valore contabile totale degli acquisti di titoli di debito negoziabili idonei nell'ambito del PSPP, una quota pari al 10% è acquistata in titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee, e una quota pari al 90% di tale valore contabile è acquistata in titoli emessi da amministrazioni centrali, regionali o locali e agenzie riconosciute idonee (...). Tale allocazione è soggetta a revisione da parte del Consiglio direttivo. Gli acquisti di titoli di debito emessi da organizzazioni internazionali, banche multilaterali di sviluppo e amministrazioni regionali e locali idonee sono effettuati esclusivamente dalle [Banche centrali nazionali di uno Stato membro la cui moneta è l'euro (BCN)].

2. La quota riferita alle BCN del valore contabile degli acquisti di titoli di debito negoziabili idonei nell'ambito del PSPP è pari al 90%, e il restante 10% è acquistato dalla BCE. La distribuzione degli acquisti tra le giurisdizioni è effettuata secondo lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, come indicato dall'articolo 29 dello statuto del SEBC.

3. Le banche centrali dell'Eurosistema applicano un criterio di specializzazione per l'allocazione dei titoli di debito negoziabili da acquistare nell'ambito del PSPP. Il Consiglio direttivo autorizza deroghe ad hoc al criterio di specializzazione qualora considerazioni oggettive impediscano l'attuazione di tale criterio o rendano altrimenti consigliabili degli scostamenti, al fine di raggiungere gli obiettivi complessivi di politica monetaria del PSPP. In particolare, ciascuna BCN acquista titoli idonei degli emittenti della propria giurisdizione. I titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo idonee possono essere acquistati da tutte le BCN. La BCE acquista i titoli emessi da amministrazioni centrali e agenzie riconosciute di tutte le giurisdizioni».

15. Ai sensi dell'articolo 8 della decisione 2015/774, intitolato «Trasparenza»:

«1. L'Eurosistema rende pubblico con cadenza settimanale il valore contabile complessivo dei titoli detenuti nell'ambito del PSPP, nella nota alla propria situazione contabile consolidata settimanale.

2. L'Eurosistema rende pubblica con cadenza mensile la scadenza residua media ponderata, per residenza dell'emittente, delle proprie disponibilità nell'ambito del PSPP, distinguendo le organizzazioni internazionali e le banche multilaterali di sviluppo dagli altri emittenti.

3. Il valore contabile dei titoli detenuti nell'ambito del PSPP è pubblicato sul sito Internet della BCE, con cadenza settimanale, nella sezione relativa alle operazioni di mercato aperto».

## ***2. I considerando della decisione 2015/774 e delle decisioni che l'hanno modificata***

### ***a) I considerando della decisione 2015/774***

16. I considerando 2, 3 e 4 della decisione 2015/774 così recitano:

«(2) Il 4 settembre 2014 il Consiglio direttivo ha deciso di avviare un terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (di seguito, il "CBPP3") e un programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP). Insieme alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine introdotte nel settembre 2014, tali programmi di acquisto di attività sono intesi a migliorare ulteriormente la trasmissione della politica monetaria, facilitare l'erogazione del credito

all'economia dell'area dell'euro, rendere più accessibili le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese e contribuire a ricondurre i tassi di inflazione a livelli prossimi al 2%, in coerenza con l'obiettivo principale della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi.

- (3) Il 22 gennaio 2015 il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare gli acquisti di attività per includervi un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (di seguito il "PSPP"). Nell'ambito del PSPP le BCN, in proporzione alle rispettive quote nello schema di capitale della BCE, e la BCE possono effettuare acquisti definitivi di titoli di debito negoziabili idonei da controparti idonee sui mercati secondari. Tale decisione è stata presa come parte della politica monetaria unica, alla luce di una serie di fattori che hanno sensibilmente accresciuto il rischio di diminuzione nelle previsioni di medio termine sull'evoluzione dei prezzi, pregiudicando in tal modo il raggiungimento dell'obiettivo principale della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi. Tali fattori comprendono uno stimolo monetario derivante dalle misure di politica monetaria adottate che è risultato inferiore alle attese, una tendenza al ribasso nella maggior parte degli indicatori relativi all'inflazione effettiva e a quella attesa nell'area dell'euro – sia nelle misure al consumo che in quelle depurate dall'impatto delle componenti volatili, quali energia e prodotti alimentari – verso il raggiungimento di minimi storici, e un'accresciuta possibilità di effetti di secondo impatto sul processo di formazione di salari e prezzi, derivanti da un significativo declino dei prezzi del petrolio.
- (4) Il PSPP rappresenta una misura proporzionata per mitigare i rischi relativi alle previsioni sull'evoluzione dei prezzi, poiché allenterà ulteriormente le condizioni monetarie e finanziarie, comprese quelle relative alle condizioni di finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie dell'area dell'euro, sostenendo in tal modo i consumi aggregati e la spesa per investimenti nell'area dell'euro e contribuendo in ultima analisi ad un ritorno dei tassi di inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine. In un contesto in cui i tassi di interesse di riferimento della BCE sono ai loro limiti inferiori, e si valuta che i programmi di acquisto concentrati su attività del settore privato abbiano consentito di affrontare in misura tangibile, ma non sufficiente, i prevalenti rischi di deflazione per la stabilità dei prezzi, è necessario aggiungere alle misure di politica monetaria dell'Eurosistema il PSPP, come strumento caratterizzato da un elevato potenziale di trasmissione all'economia reale. Grazie al suo effetto di riequilibrio del portafoglio, l'ingente volume di acquisti del PSPP contribuirà a raggiungere il sottostante obiettivo di politica monetaria di indurre gli intermediari finanziari ad aumentare la fornitura di liquidità al mercato interbancario e quella di credito all'economia dell'area dell'euro».

***b) I considerando della decisione 2015/2101***

17. I considerando 2 e 3 della decisione 2015/2101 sono così redatti:

- «(2) Il 3 settembre 2015, il Consiglio direttivo ha deciso in linea di principio di innalzare il limite del PSPP relativo alla quota-parte di un'emissione dal 25% al 33%, per codice ISIN, salva la verifica caso per caso che la disponibilità di una quota pari al 33% per codice ISIN non conduca le banche centrali dell'Eurosistema a raggiungere la disponibilità di una quota di minoranza di blocco in situazioni di ristrutturazione ordinata del debito.
- (3) Il previsto innalzamento del limite relativo alla quota-parte di un'emissione, nell'ambito del PSPP, mira a promuovere una completa e regolare attuazione di tale programma di acquisto, consentendo nel contempo il regolare funzionamento dei mercati dei titoli di debito negoziabili idonei ed evitando di ostacolare ristrutturazioni ordinate del debito».

***c) I considerando della decisione 2015/2464***

18. I considerando da 2 a 5 della decisione 2015/2464 enunciano quanto segue:

- «(2) Il 3 dicembre 2015 il Consiglio direttivo ha deciso, in linea con il proprio compito di garantire la stabilità dei prezzi, di rivedere alcune caratteristiche progettuali del PSPP, per assicurare un duraturo aggiustamento nell'evoluzione dell'inflazione verso livelli che siano inferiori, ma prossimi, al 2% nel medio termine. Tali revisioni sono in linea con il mandato di politica monetaria del Consiglio direttivo e tengono debito conto degli aspetti relativi alla gestione del rischio.
- (3) Conseguentemente, al fine di conseguire gli obiettivi del PSPP, il Consiglio direttivo ha deciso di estendere il previsto orizzonte degli acquisti nell'ambito del PSPP fino alla fine di marzo 2017, o oltre, se necessario, e in ogni caso fino a che il Consiglio direttivo ravvisi un duraturo aggiustamento nell'evoluzione dell'inflazione che sia coerente con la sua finalità di raggiungere tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2% nel medio termine. Il Consiglio direttivo ha deciso di estendere il previsto orizzonte degli acquisti nell'ambito del CBPP3 e dell'ABSPP di conseguenza.
- (4) Il Consiglio direttivo ha altresì deciso che, al fine di incrementare la flessibilità del PSPP e con ciò sostenere la continua regolare attuazione degli acquisti almeno fino alla sua prevista data di scadenza, gli strumenti di debito negoziabili denominati in euro emessi da amministrazioni regionali e locali situate nell'area dell'euro saranno idonei per gli acquisti regolari nell'ambito del PSPP da parte delle banche centrali nazionali della giurisdizione in cui è situato il soggetto emittente.
- (5) Il Consiglio direttivo ha anche deciso di reinvestire i pagamenti del capitale dei titoli acquistati nell'ambito dell'APP quando i titoli sottostanti giungono a scadenza, per tutto il tempo necessario, contribuendo così a condizioni di liquidità favorevoli e a un adeguato orientamento della politica monetaria».

***d) I considerando della decisione 2016/702***

19. I considerando da 2 a 5 della decisione 2016/702 precisano quanto segue:

- «(2) In linea con il mandato del Consiglio direttivo di assicurare la stabilità dei prezzi, certe caratteristiche del PSPP dovrebbero essere modificate al fine di assicurare un duraturo aggiustamento dell'evoluzione dell'inflazione verso livelli inferiori, ma prossimi al 2% nel medio termine. Le modifiche sono in linea con il mandato di politica monetaria del Consiglio direttivo e rispecchiano debitamente le considerazioni svolte in materia di gestione del rischio.
- (3) Più specificamente, al fine di conseguire gli obiettivi del PSPP, la liquidità erogata al mercato mediante gli acquisti mensili combinati nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività dovrebbe essere portata a 80 miliardi di EUR.
- (4) Inoltre, per i titoli negoziabili emessi da organizzazioni internazionali idonee e da banche multilaterali di sviluppo, i limiti relativi all'emittente e alla quota-parte di un'emissione dovrebbero essere aumentati. La nuova soglia è stata fissata al fine di assicurare che gli acquisti programmati continuino a essere proporzionati agli scopi del PSPP, anche in considerazione del fatto che il rischio di ostacolare ristrutturazioni ordinate del debito è limitato.

- (5) A partire da aprile 2016, la distribuzione tra gli acquisti di titoli di debito negoziabili idonei emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo e gli acquisti di altri titoli di debito idonei nell'ambito del PSPP, dovrebbe essere modificata al fine di conseguire gli obiettivi del PSPP e assicurare la regolare attuazione del PSPP per la sua intera durata e in considerazione dell'accresciuto volume degli acquisti».

***e) I considerando della decisione 2017/100***

20. I considerando da 3 a 6 della decisione 2017/100 sono formulati come segue:

- «(3) L'8 dicembre 2016 il Consiglio direttivo ha deciso, in linea con il proprio mandato di assicurare la stabilità dei prezzi, che dovrebbero essere apportati aggiustamenti a taluni parametri del PAA al fine di conseguire gli obiettivi. Gli aggiustamenti sono in linea con il mandato di politica monetaria del Consiglio direttivo, rispettano pienamente gli obblighi incombenti sulle banche centrali dell'Eurosistema in base ai trattati e rispecchiano debitamente considerazioni in materia di gestione dei rischi.
- (4) Più specificamente, l'orizzonte temporale previsto per gli acquisti da effettuarsi nell'ambito del PAA dovrebbe essere prorogato fino alla fine di dicembre 2017 ovvero, se necessario, anche oltre il predetto termine, e in ogni caso fino a che il Consiglio direttivo non ravvisi un aggiustamento duraturo nell'andamento dell'inflazione coerente con lo scopo di conseguire tassi di inflazione inferiori, ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.
- (5) La liquidità fornita al mercato mediante gli acquisti mensili combinati nell'ambito del PAA dovrebbe continuare ad attestarsi sugli 80 miliardi di euro fino alla fine di marzo 2017. A partire da aprile 2017 gli acquisti mensili combinati nell'ambito dell'APP dovrebbero procedere al ritmo di 60 miliardi di euro fino alla fine di dicembre 2017 o anche oltre, se necessario, e in ogni caso fino a che il Consiglio direttivo non ravvisi un aggiustamento duraturo nell'andamento dell'inflazione coerente con l'obiettivo perseguito in materia di inflazione. Ove, nel frattempo, le prospettive divengano meno favorevoli ovvero le condizioni finanziarie divengano incompatibili con l'ulteriore progresso verso un aggiustamento duraturo nell'andamento dell'inflazione, il Consiglio direttivo intende ampliare il programma in termini di dimensioni e/o durata.
- (6) Per assicurare che l'effettuazione degli acquisti nell'ambito del PAA nel previsto orizzonte temporale continui regolarmente, l'intervallo delle scadenze del PSPP dovrebbe essere esteso riducendo da due anni a un anno la scadenza residua minima per i titoli idonei. Inoltre, dovrebbero essere consentiti acquisti di titoli nell'ambito del PAA con rendimento a scadenza inferiore al tasso di interesse sui depositi presso la BCE nella misura in cui essi si rendano necessari».

**III. Fatti oggetto dei procedimenti principali**

**A. Le principali caratteristiche del PSPP**

21. La decisione 2015/774, sulla quale vertono le questioni pregiudiziali sollevate dal giudice del rinvio, costituisce la formalizzazione giuridica del PSPP. Quest'ultimo costituisce uno dei quattro sottoprogrammi del programma ampliato di acquisti di attività («Expanded Asset Purchase Programme»; in prosieguo: l'«APP») annunciato dalla BCE il 22 gennaio 2015.

22. L'APP prevede quindi, accanto ai sottoprogrammi esistenti per l'acquisto di titoli del settore privato<sup>6</sup>, l'acquisto di titoli del settore pubblico sui mercati secondari. Questo tipo di programma viene generalmente qualificato come «allentamento quantitativo» («quantitative easing») per l'aumento di volume della moneta della banca centrale determinato dagli acquisti di titoli effettuati in gran numero. È stato deciso dalla BCE, nel gennaio 2015, come reazione alla forte pressione al ribasso sull'inflazione nell'area dell'euro.

23. Le principali caratteristiche del PSPP, come previste nella versione attualmente in vigore della decisione 2015/774, possono essere così sintetizzate:

- I titoli idonei ai fini di un acquisto nell'ambito PSPP sono i titoli di debito negoziabili denominati in euro, emessi dall'amministrazione centrale, regionale o locale di uno Stato membro la cui moneta è l'euro, da agenzie riconosciute situate nell'area dell'euro, da organizzazioni internazionali e da banche multilaterali di sviluppo situate nell'area dell'euro<sup>7</sup>. I titoli idonei devono avere una scadenza residua minima di 1 anno e massima di 30 anni al momento dell'acquisto sui mercati secondari<sup>8</sup>.
- Esiste, per ogni obbligazione, un limite di acquisto fissato, in via di principio, al 33% per singola emissione purché l'Eurosistema non possa ottenere una quota di minoranza di blocco decisiva nell'ambito di procedure di ristrutturazione del debito che implicino «clausole di azione collettiva». Inoltre, l'Eurosistema non può detenere in nessun caso più del 33% dei titoli in circolazione di un emittente<sup>9</sup>.
- Perché i titoli siano idonei nell'ambito del PSPP, gli emittenti (o i garanti) dei titoli di debito negoziabili devono avere una valutazione corrispondente almeno a un grado di qualità di livello 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema<sup>10</sup>.
- Gli acquisti nell'ambito del PSPP sono effettuati in base a taluni criteri di ripartizione definiti nella decisione PSPP. Anzitutto, gli acquisti sono costituiti per il 10% da titoli emessi da organizzazioni internazionali o da banche multilaterali di sviluppo e per il 90% da titoli emessi dalle amministrazioni centrali, regionali o locali degli Stati membri e da agenzie riconosciute. La quota riferita alle banche centrali nazionali del valore contabile degli acquisti dei titoli idonei nell'ambito del PSPP è pari al 90% (ripartito tra gli Stati membri dell'area dell'euro secondo lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE), e il restante 10% è acquistato dalla BCE. Oltre ai titoli internazionali, ogni banca centrale nazionale acquista soltanto titoli di emittenti della propria giurisdizione<sup>11</sup>.

6 Vale a dire il programma di acquisto di titoli garantiti da attività («asset-backed securities purchase programme» o «ABSPP») e il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite («covered bond purchase programme» o «CBPP 3»). Il quarto sottoprogramma, il programma di acquisto per il settore societario («corporate sector purchase programme» o «CSPP»), è stato deciso il 10 marzo 2016 [v. decisione (UE) 2016/948 della BCE, del 1° giugno 2016, sull'attuazione del programma di acquisto per il settore societario (BCE/2016/16), GU 2016, L 157, pag. 28].

7 Articolo 3, paragrafo 1, della decisione 2015/774.

8 Articolo 3, paragrafo 3, della decisione 2015/774.

9 Articolo 5 della decisione 2015/774. I limiti di acquisto sono pari al 50% per i titoli di organizzazioni internazionali e di banche multilaterali di sviluppo.

10 Articolo 3, paragrafo 2, della decisione 2015/774. Sono applicabili norme speciali ai titoli di Stati membri soggetti a un programma di assistenza finanziaria.

11 Articolo 6 della decisione 2015/774.

- I rischi e le perdite sono ripartiti tra le banche centrali nazionali in misura pari al 20% del totale degli acquisti (costituito dal 10% degli acquisti della stessa BCE e dal 10% degli acquisti di titoli di organizzazioni internazionali da parte delle banche centrali nazionali), mentre non è prevista alcuna ripartizione dei rischi e delle perdite per il restante 80% degli acquisti, in quanto ogni banca centrale nazionale sopporta i propri rischi<sup>12</sup>.
- Infine, varie garanzie, come un periodo di intervallo negativo minimo (denominato anche «periodo di embargo» o «blackout period»), sono precisate negli orientamenti (non pubblicati) del 4 marzo 2015 relativi a un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (BCE/2015/NP3) (in prosieguo: gli «orientamenti PSPP»).

## **B. Procedimenti principali e decisione di rinvio**

24. Una pluralità di gruppi formati da privati hanno proposto, dinanzi al giudice del rinvio, diversi ricorsi costituzionali vertenti su varie decisioni della BCE relative all'APP, sul contributo fornito dalla Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania) all'attuazione di tali decisioni o sulla sua presunta inerzia dinanzi a dette decisioni, nonché sulla presunta inerzia del governo federale e della camera bassa del Parlamento federale dinanzi a tale contributo e alle medesime decisioni.

25. Secondo i ricorrenti nei procedimenti principali, il PSPP violerebbe il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri previsto all'articolo 123 TFUE e il principio di attribuzione delle competenze previsto all'articolo 5, paragrafo 1, TUE, in combinato disposto con gli articoli 119 e 127 TFUE. Le decisioni relative al PSPP violerebbero, peraltro, il principio di democrazia sancito nel *Grundgesetz* (Costituzione tedesca) e pregiudicherebbero, pertanto, l'identità costituzionale tedesca.

26. Il giudice del rinvio rileva che, qualora la decisione 2015/774 violi l'articolo 123 TFUE o travalichi il mandato della BCE, esso dovrà constatare un eccesso manifesto e strutturalmente significativo delle competenze della BCE e, di conseguenza, accogliere i ricorsi principali. Lo stesso varrebbe se il regime di ripartizione delle perdite derivante dalla decisione 2015/774 incidesse sul potere di bilancio della camera bassa del Parlamento federale.

27. In tali circostanze, il Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale) ha deciso di sospendere i procedimenti e di adire la Corte in via pregiudiziale.

## **IV. Domanda di pronuncia pregiudiziale e procedimento dinanzi alla Corte**

28. Con decisione del 18 luglio 2017, pervenuta alla Corte il 15 agosto 2017, il Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale) ha quindi deciso di sottoporre alla Corte le seguenti questioni pregiudiziali:

«1) Se la decisione (...) 2015/774 (...) come modificata (...) dalla decisione (...) 2016/1041 (...) ovvero le modalità di esecuzione della decisione sopra citata, violino l'articolo 123, paragrafo 1, [TFUE]?

Se violi, in particolare, l'articolo 123, paragrafo 1, TFUE il fatto che, nell'ambito del [PSPP],

- a) determinati dettagli sugli acquisti siano comunicati in modo tale da far nascere nei mercati la certezza di fatto che l'Eurosistema acquisterà in parte i titoli che saranno emessi dagli Stati membri;

<sup>12</sup> V. dichiarazione introduttiva del presidente della BCE del 22 gennaio 2015 e il comunicato stampa della BCE dello stesso giorno, nonché il comunicato stampa della BCE del 10 marzo 2016 relativo all'aggiunta del CSPP all'APP e alle modifiche dell'APP.

- b) non sia reso noto, nemmeno a posteriori, alcun dettaglio relativo al rispetto di termini minimi tra l'emissione di uno strumento di debito sul mercato primario e il suo acquisto sul mercato secondario, di modo che non è possibile un controllo giudiziale a tale riguardo;
  - c) tutti i titoli acquistati non siano nuovamente venduti, bensì vengano detenuti sino alla scadenza finale e siano quindi sottratti al mercato;
  - d) l'Eurosistema acquisti titoli di debito negoziabili nominali con un tasso di rendimento a scadenza negativo.
- 2) Se la decisione di cui alla [prima questione] violi comunque l'articolo 123 TFUE nel caso in cui, a causa del cambiamento delle condizioni sui mercati finanziari, e in particolare a seguito di una riduzione della disponibilità di titoli di debito acquistabili, il proseguimento della sua esecuzione richieda un costante allentamento delle regole di acquisto originarie e i limiti stabiliti dalla giurisprudenza della Corte di giustizia per un programma di acquisto di titoli, come quello rappresentato dal PSPP, perdano la loro efficacia.
- 3) Se la decisione (...) 2015/774 (...) nella versione attualmente in vigore, menzionata nella [prima questione], violi l'articolo 119 e l'articolo 127, paragrafi 1 e 2, TFUE nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo [sul SEBC e sulla BCE], per il fatto che essa travalica il mandato conferito dalle suddette norme alla [BCE] ai fini della politica monetaria, invadendo pertanto la sfera di competenza degli Stati membri.

Se si configuri un travalicamento del mandato conferito alla BCE a motivo, in particolare, del fatto che:

- a) la decisione di cui alla [prima questione] influisce in modo rilevante sulle condizioni di rifinanziamento degli Stati membri, a causa del volume del PSPP, che alla data del 12 maggio 2017 ammontava a 1 534,8 miliardi di euro;
  - b) la decisione di cui alla [prima questione], in considerazione del miglioramento delle condizioni di rifinanziamento degli Stati membri menzionate alla lettera a) e dei suoi effetti sulle banche commerciali, non solo ha conseguenze politico-economiche indirette, bensì i suoi effetti oggettivamente accertabili indicano che la finalità politico-economica del programma si pone quantomeno sullo stesso piano rispetto alla finalità di politica monetaria;
  - c) la decisione di cui alla [prima questione] viola il principio di proporzionalità in ragione del suo forte impatto politico-economico;
  - d) a causa della mancanza di una motivazione specifica, la decisione di cui alla [prima questione] non può essere verificata sotto il profilo del persistere della sua necessità e proporzionalità nel corso della sua esecuzione, che si protrae da oltre due anni.
- 4) Se la decisione di cui alla [prima questione] violi in ogni caso l'articolo 119 e l'articolo 127, paragrafi 1 e 2, TFUE, nonché gli articoli da 17 a 24 del Protocollo [sul SEBC e sulla BCE], per il fatto che il suo volume, la sua esecuzione che si protrae da oltre due anni, e i risultanti effetti politico-economici danno adito a un diverso modo di considerare la necessità e la proporzionalità del PSPP, e che pertanto detta decisione, a partire da un certo momento, rappresenta un travalicamento del mandato politico-monetario della [BCE].

5) Se l'illimitata ripartizione dei rischi tra le banche centrali nazionali dell'Eurosistema in caso di perdite concernenti titoli delle amministrazioni centrali e degli emittenti ad esse parificati, forse instaurata dalla decisione di cui alla [prima questione], violi gli articoli 123 e 125 TFUE, nonché l'articolo 4, paragrafo 2, TUE, qualora essa possa comportare la necessità di una ricapitalizzazione di banche centrali nazionali tramite fondi di bilancio».

29. Hanno presentato osservazioni scritte il sig. Weiss e a., il sig. Lucke e a., il sig. von Stein e a., la BCE, la Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania), i governi tedesco, greco, francese, italiano, portoghese e finlandese nonché la Commissione europea. Fatta eccezione per il governo finlandese, tutte le parti si sono espresse all'udienza tenutasi il 10 luglio 2018. Anche il sig. Gauweiler ha presentato i suoi argomenti in tale occasione.

## V. Analisi

### A. Osservazione preliminare sulla versione della decisione 2015/774 pertinente

30. Con le sue questioni, il Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale) chiede alla Corte di pronunciarsi sulla validità della decisione 2015/774. Nella prima questione, il giudice del rinvio precisa che si tratta della decisione 2015/774 come modificata dalla decisione 2015/2101 e dalla decisione 2016/702, nonché dalla decisione (UE) 2016/1041 della BCE, del 22 giugno 2016, relativa all'idoneità degli strumenti di debito negoziabili emessi o integralmente garantiti dalla Repubblica ellenica e che abroga la decisione (UE) 2015/300 (BCE/2016/18)<sup>13</sup>.

31. Pur basandosi sulla decisione 2015/774, la decisione 2016/1041 non l'ha modificata. Per contro, la decisione 2015/774 è stata modificata dalla decisione 2015/2464 nonché dalla decisione 2017/100. Benché il giudice del rinvio non faccia espressamente riferimento a queste ultime due decisioni, ritengo che occorra tenerne conto per rispondere alle questioni sollevate.

32. Infatti, nella prima questione, il Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale) considera la decisione 2015/774 «ovvero le modalità di esecuzione della decisione sopra citata». Orbene, alla data della domanda di pronuncia pregiudiziale le decisioni 2015/2464 e 2017/100 erano già state adottate. La sua attuazione avveniva quindi, necessariamente, in base alle quattro decisioni che avevano modificato il testo iniziale. Inoltre, nella terza questione, il giudice del rinvio chiede chiarimenti alla Corte riguardo alla decisione 2015/774 «nella versione attualmente in vigore, menzionata nella [prima questione]», vale a dire il 18 luglio 2017. Infine, l'interpretazione del diritto dell'Unione proposta dal giudice del rinvio nella domanda di pronuncia pregiudiziale sembra essa stessa fondata, sotto alcuni aspetti, sull'ultima versione della decisione 2015/774.

33. Condivido quindi il parere della Commissione secondo il quale risulta più opportuno valutare la validità della decisione 2015/774 nella versione in vigore alla data della domanda di pronuncia pregiudiziale, con tutte le caratteristiche proprie di tale versione in quel momento.

### B. Sulla ricevibilità della domanda di pronuncia pregiudiziale

34. Il governo italiano sostiene in via preliminare l'irricevibilità di tutte le questioni pregiudiziali sollevate dal giudice del rinvio. Fatta eccezione per la quinta questione, ritengo tuttavia che la domanda di pronuncia pregiudiziale sia ricevibile.

<sup>13</sup> GU 2016, L 169, pag. 14.

35. Infatti, osservo che la presente domanda di pronuncia pregiudiziale verte indubbiamente sull'interpretazione e sull'applicazione del diritto dell'Unione. Orbene, come ha ricordato la Corte in occasione della sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400), ciò implica che la risposta della Corte produrrà conseguenze concrete ai fini della soluzione della lite nei procedimenti principali e la sentenza che sarà pronunciata, come qualsiasi sentenza emessa in via pregiudiziale, vincolerà il giudice del rinvio, quanto all'interpretazione o alla validità degli atti della BCE di cui trattasi, ai fini della soluzione della lite nei procedimenti principali<sup>14</sup>.

36. Inoltre, dalla decisione di rinvio emerge altresì che il giudice nazionale è investito di una controversia reale nella quale si pone, in via incidentale, la questione della validità di un atto dell'Unione. In linea di principio, quindi, la domanda di pronuncia pregiudiziale è ricevibile<sup>15</sup>.

37. È vero che, anche se la prima, la seconda e la quarta questione vertono sulla validità della decisione 2015/774 alla luce, in particolare, degli articoli 119, 123 e 127 TFUE, il giudice, in tali questioni, esprime dubbi derivanti più dalla sua esecuzione che dalla decisione in quanto tale. Orbene, la legittimità di un atto deve essere valutata in base alla situazione di fatto e di diritto esistente al momento in cui l'atto è stato adottato e non può dipendere, in particolare, da valutazioni retrospettive riguardanti i suoi risultati<sup>16</sup>. Come la Corte ha già avuto occasione di precisare, ciò significa che, «[p]er analogia, la valutazione della validità di un atto, a cui la Corte è tenuta a procedere nell'ambito di un rinvio pregiudiziale, deve normalmente essere fondata sulla situazione esistente al momento dell'adozione di tale atto»<sup>17</sup>.

38. Tuttavia, dalla sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400), emerge che, quando la BCE procede all'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari, il suo intervento deve essere circondato da garanzie sufficienti per conciliarlo con il divieto di finanziamento monetario risultante dall'articolo 123, paragrafo 1, TFUE<sup>18</sup>. Inoltre, il programma che autorizza siffatto acquisto può essere validamente adottato e attuato soltanto se e in quanto le misure che esso comporta siano proporzionate agli obiettivi della politica monetaria, conformemente all'articolo 119, paragrafo 2, e all'articolo 127, paragrafo 1, TFUE<sup>19</sup>.

39. Orbene, gli elementi menzionati dal giudice del rinvio nella prima questione pregiudiziale riguardano le garanzie che possono condizionare la validità della decisione 2015/774. In tali circostanze, mi sembra che detti elementi possano essere presi in considerazione. Mi sembra, peraltro, che ciò valga anche per la seconda questione pregiudiziale che riguarda i «limiti stabiliti dalla giurisprudenza della Corte di giustizia per un programma di acquisto di titoli, come quello rappresentato dal PSPP».

40. È vero che tale seconda questione presenta elementi di incertezza in quanto prevede l'eventuale allentamento delle norme applicabili in caso di cambiamento delle condizioni sui mercati finanziari. Tuttavia, essa corrisponde ad un bisogno oggettivo ai fini della soluzione delle controversie sottoposte al giudice del rinvio<sup>20</sup> in quanto si riferisce, in sostanza, alle garanzie che devono delimitare il PSPP per non violare l'articolo 123 TFUE. Mi sembra pertanto ricevibile e che possa essere trattata congiuntamente con la prima questione pregiudiziale.

14 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punti 14 e 16).

15 V. in tal senso, sentenze del 10 dicembre 2002, *British American Tobacco (Investments) e Imperial Tobacco* (C-491/01, EU:C:2002:741, punto 40) e del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 29).

16 V., in tal senso, sentenza del 22 ottobre 2002, *National Farmers' Union* (C-241/01, EU:C:2002:604, punto 37 e giurisprudenza ivi citata).

17 Sentenza del 17 luglio 1997, *SAM Schiffahrt e Stapf* (C-248/95 e C-249/95, EU:C:1997:377, punto 46). V., anche, sentenza del 1° ottobre 2009, *Gaz de France – Berliner Investissement* (C-247/08, EU:C:2009:600, punto 49).

18 Sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 102).

19 Sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 66).

20 V., in tal senso, sentenza del 15 dicembre 1995, *Bosman* (C-415/93, EU:C:1995:463, punto 65), nonché del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 28).

41. Per quanto riguarda la quarta questione pregiudiziale, questa verte, in sostanza, sul collegamento del PSPP con la politica monetaria e con l'esame della proporzionalità al quale la decisione 2015/774 deve essere sottoposta. Ritengo quindi possibile considerarla ricevibile e fornire alla stessa un'utile risposta esaminandola congiuntamente con la terza questione riguardante la medesima problematica.

42. Per contro, sono più circospetto riguardo alla ricevibilità della quinta questione pregiudiziale. Infatti, sebbene le questioni vertenti sul diritto dell'Unione siano assistite da una presunzione di rilevanza, detta presunzione deve essere esclusa «qualora risulti manifestamente che la richiesta interpretazione del diritto dell'Unione non ha alcuna relazione con la realtà o con l'oggetto del procedimento principale, qualora il problema sia di natura ipotetica oppure qualora la Corte non disponga degli elementi di fatto o di diritto necessari per fornire una soluzione utile alle questioni che le sono sottoposte»<sup>21</sup>.

43. Al pari della BCE, dei governi greco, francese, italiano, portoghese, finlandese nonché della Commissione, constato che la quinta questione pregiudiziale riguarda un'evoluzione incerta, e ciò per due ragioni. Da un lato, il presupposto della quinta questione in parola è una ripartizione illimitata dei rischi tra gli Stati membri della zona euro in caso di perdite concernenti titoli delle amministrazioni centrali e degli emittenti ad esse parificati, «forse instaurata dalla decisione [2015/774]»<sup>22</sup>. Orbene, siffatta ripartizione illimitata non esiste, allo stato attuale dei testi applicabili, nell'ambito del PSPP. Al contrario, la volontà di limitare rigorosamente la ripartizione delle perdite tra le banche centrali è costante a partire dall'annuncio del programma, avvenuto il 22 marzo 2015<sup>23</sup>.

44. D'altro lato, anche supponendo che siffatta ripartizione illimitata sia decisa, la possibilità di un contrasto con gli articoli 123 e 125 TFUE, nonché con l'articolo 4, paragrafo 2, TUE, sorge, come lo stesso giudice del rinvio precisa nel testo della sua questione, solo «qualora [tale ripartizione illimitata dei rischi] possa comportare la necessità di una ricapitalizzazione di banche centrali nazionali tramite fondi di bilancio»<sup>24</sup>. Pertanto, si tratta proprio di una mera ipotesi la cui possibilità di concretizzarsi non è, finora, assolutamente dimostrata. È vero che la domanda di pronuncia pregiudiziale menziona un aumento sostanziale dell'accantonamento per i rischi della Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania) nel corso dell'esercizio 2016. Tuttavia, il giudice del rinvio precisa che tale decisione è stata motivata con il fatto che dalle decisioni del Consiglio direttivo della BCE di estendere l'APP al PSPP, adottate nel corso dell'esercizio 2016, sarebbero risultati ulteriori rischi. Orbene, è giocoforza constatare che nessuna delle decisioni relative al PSPP prevede una ripartizione illimitata dei rischi. Pertanto, la mancanza di ulteriori elementi sulle ragioni che hanno portato all'aumento dell'accantonamento per i rischi della Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania) non consente il concretizzarsi dell'ipotesi puramente teorica di una ricapitalizzazione delle banche centrali nazionali in caso di perdite ingenti dovute al PSPP.

45. Pertanto, il problema sollevato dalla quinta questione pregiudiziale mi sembra proprio di natura ipotetica in quanto sia il contesto di diritto che il contesto di fatto, che renderebbero necessaria una risposta a tale questione, non corrispondono alla situazione reale e la probabilità del loro verificarsi non è dimostrata con sufficiente certezza. In ogni caso, se si dovesse ritenere che una ripartizione illimitata dei rischi costituisca una situazione la cui probabilità sarebbe stata sufficientemente dimostrata, quod non, è pacifico che tale ripartizione dei rischi non si è ancora concretizzata in una norma di diritto dell'Unione, né è stata annunciata. In tali circostanze, come potrebbe la Corte pronunciarsi sulla validità di una norma ancora inesistente?

21 Sentenza del 6 ottobre 2015, Târșia (C-69/14, EU:C:2015:662, punto 14). V., anche, sentenze del 26 febbraio 2013, Melloni (C-399/11, EU:C:2013:107, punto 29), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 25).

22 Il corsivo è mio.

23 La posizione della BCE a favore di una ripartizione delle perdite tra le banche centrali nazionali limitata al 12% degli acquisti effettuati è stata annunciata nella dichiarazione introduttiva del presidente della BCE del 22 gennaio 2015 e pubblicata in un comunicato stampa dello stesso giorno. Tale ripartizione è stata anche ulteriormente *ridotta* al 10% a causa di un'evoluzione nella ripartizione degli acquisti (v. comunicato stampa della BCE del 10 marzo 2016 e modifica apportata all'articolo 6 della decisione 2015/774 dall'articolo 1 della decisione 2016/702).

24 Il corsivo è mio.

46. Alla luce delle suesposte considerazioni, ritengo quindi che la quinta questione in parola sia, in tale contesto e a tutt'oggi, irricevibile.

### C. Sulla prima e sulla seconda questione pregiudiziale

#### *1. L'ambito di analisi definito nella sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400)*

47. Le prime due questioni pregiudiziali vertono, in sostanza, sul rispetto del divieto di finanziamento monetario dei titoli di Stato imposto all'articolo 123, paragrafo 1, TFUE.

48. La sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), ha fornito, al riguardo, l'ambito di analisi pertinente. Infatti, nonostante le differenze che distinguono il PSPP dall'OMT, si tratta di due programmi di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari. Orbene, la Corte ha precisato nella sentenza citata i limiti che devono essere rispettati dalla BCE quando attua un programma di acquisto di titoli di Stato. La grande maggioranza delle parti che hanno depositato osservazioni nell'ambito del presente procedimento si inserisce, del resto, in tale quadro di analisi.

49. Anzitutto, la Corte ha confermato che l'articolo 123, paragrafo 1, TFUE vietava qualsiasi assistenza finanziaria del SEBC ad uno Stato membro senza escludere la facoltà, per il primo, di acquistare titoli di Stato sui mercati secondari<sup>25</sup>.

50. Tuttavia, la Corte ha posto due limiti a tale possibilità:

- In primo luogo, «il SEBC non può validamente acquistare titoli di Stato sui mercati secondari in presenza di condizioni che conferiscano, in pratica, al suo intervento un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli del debito pubblico presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri»<sup>26</sup>. Tale ipotesi ricorrerebbe qualora gli operatori possibili acquirenti di titoli di Stato sul mercato primario avessero la certezza che il SEBC procederà al riacquisto di tali titoli entro un termine e a condizioni tali da permettere a detti operatori di agire, de facto, come intermediari del SEBC medesimo per l'acquisto diretto dei titoli summenzionati presso le autorità e gli organismi pubblici dello Stato membro in questione.
- In secondo luogo, il programma della BCE che autorizza l'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari non deve essere tale da sottrarre gli Stati membri all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio. «Infatti, poiché risulta dagli articoli 119, paragrafo 2, TFUE, 127, paragrafo 1, TFUE e 282, paragrafo 2, TFUE che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione, le azioni condotte dal SEBC sulla base dell'articolo 123 TFUE non possono essere tali da contrastare l'efficacia di tali politiche sottraendo gli Stati membri di cui trattasi all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio»<sup>27</sup>.

51. Da questi due limiti deriva che, quando la BCE procede all'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari, essa deve circondare il proprio intervento di garanzie, da un lato, sufficienti per conciliarlo con il divieto di finanziamento monetario risultante dall'articolo 123, paragrafo 1, TFUE e, dall'altro, destinate a limitare gli effetti del programma della BCE sull'incitamento a condurre una sana politica di bilancio<sup>28</sup>.

25 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 95).

26 Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 97).

27 Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 109).

28 Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), punti 102 e 115).

## 2. *Sull'applicazione dei principi al PSPP*

52. La legittimità di principio di un'operazione di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari, da parte del SEBC, non è opinabile<sup>29</sup>. Essa trova conferma nell'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE che «consente al SEBC, al fine di perseguire i propri obiettivi e di assolvere i propri compiti, di operare sui mercati finanziari, tra l'altro, comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili, tra i quali rientrano i titoli di Stato, senza subordinare tale autorizzazione a condizioni particolari fintanto che non venga disatteso il carattere stesso delle operazioni di mercato aperto»<sup>30</sup>, nonché nel regolamento (CE) n. 3603/93 del Consiglio, del 13 dicembre 1993, che precisa le definizioni necessarie all'applicazione dei divieti enunciati all'articolo 104 e all'articolo 104 B, paragrafo 1, del trattato [divenuti articoli 123 e 125 TFUE]<sup>31</sup>. Infatti, ai sensi del settimo considerando di tale regolamento, la possibilità di acquisti di titoli di Stato è espressamente prevista in quanto è ivi precisato che «gli acquisti effettuati sul mercato secondario non devono servire ad aggirare l'obiettivo perseguito [dall'articolo 123 TFUE]».

53. La validità di un programma come il PSPP dipende quindi dalle garanzie che lo circondano. In concreto, occorre verificare la loro idoneità, da un lato, a impedire che gli operatori attivi sui mercati dei titoli di Stato possano agire, de facto, come intermediari del SEBC per l'acquisto diretto di titoli presso le autorità e gli organismi pubblici dello Stato membro in questione e, dall'altro, a non distogliere gli Stati membri dall'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.

### *a) Sulla mancanza di certezza degli operatori*

54. Fatta eccezione per i ricorrenti nei procedimenti principali, gli Stati membri e le istituzioni dell'Unione che si sono espressi sono tutti del parere che il PSPP offra sufficienti garanzie per impedire che l'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari abbia un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di siffatti titoli sui mercati primari. Concordo con tale analisi.

#### *1) Sull'adeguamento delle garanzie previste dalla decisione 2015/774 [prima questione pregiudiziale, ivi compresi punti sub a) e b)]*

55. In primo luogo, è significativo il fatto che il Consiglio direttivo sia competente a decidere in merito alla portata, all'inizio, al proseguimento e alla sospensione degli interventi sui mercati secondari previsti dal PSPP. Si tratta di un elemento che era stato preso espressamente in considerazione dalla Corte nella valutazione della validità del programma OMT<sup>32</sup>. Orbene, dai verbali delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE risulta, in particolare, che il PSPP è costantemente valutato e adeguato, in modo indipendente, entro i limiti necessari a conseguire l'obiettivo dichiarato<sup>33</sup>.

29 V., in tal senso, Wilsher, D., «Ready to Do Whatever it Takes? The Legal Mandate of the European Central Bank and the Economic Crisis», *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, vol. 15, 2012-2013, pagg. da 510 a 536, in particolare, pag. 514.

30 Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 96).

31 GU 1993, L 332, pag. 1.

32 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 106).

33 Dal verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015 risulta quindi che l'APP «avrà inizio nel marzo 2015 e riguarderà acquisti mensili pari a 60 miliardi di euro e ciò sino a fine settembre 2016, e in ogni caso sino a quando il Consiglio direttivo constati un adeguamento duraturo dell'inflazione che sia conforme al suo obiettivo di tassi inferiori, ma prossimi al 2%» (traduzione libera; v., anche, comunicato stampa della BCE del 22 gennaio 2015). I successivi verbali confermano «[l]a volontà e [l]a capacità di agire [del Consiglio direttivo], se necessario, utilizzando tutti gli strumenti disponibili nell'ambito del suo mandato, *in particolare la flessibilità dei programmi di acquisto di attività in termini di adeguamento delle loro dimensioni, della loro composizione e della loro durata*» (verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 2 e 3 settembre 2015; il corsivo è mio). V. anche verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 2 e 3 dicembre 2015, o il verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 7 e 8 dicembre 2016 in cui si afferma che «è importante ribadire che, date le attuali incertezze, il Consiglio direttivo continuerà a monitorare da vicino l'evoluzione delle prospettive di stabilità dei prezzi e che, se ciò si rivelasse necessario per conseguire il suo obiettivo, esso agirebbe utilizzando tutti gli strumenti a sua disposizione nell'ambito del suo mandato».

56. In secondo luogo, il PSPP è solo uno dei quattro sottoprogrammi dell'APP. Orbene, l'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari dallo stesso autorizzato è accessorio rispetto agli altri tre programmi riguardanti l'acquisto di titoli privati<sup>34</sup>. Il fatto che il volume degli acquisti di titoli di Stato autorizzato sia stabilito, ogni mese, in base alla prevedibilità degli acquisti negli altri tre sottoprogrammi è un elemento che contribuisce a impedire la certezza di un riacquisto dei titoli di Stato acquistati sul mercato primario.

57. In terzo luogo, la mancanza di selettività del PSPP concorre altresì ad assicurare l'imprevedibilità delle modalità di esecuzione concreta di tale programma. Infatti, contrariamente all'OMT, il PSPP non prevede l'acquisto di titoli in modo selettivo, ma in modo rappresentativo di tutti gli Stati membri dell'area dell'euro. Conformemente all'articolo 6, paragrafo 2, della decisione 2015/774, la distribuzione degli acquisti tra gli Stati membri è effettuata in base allo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, come indicato dall'articolo 29 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE<sup>35</sup>.

58. In quarto luogo, non si può parlare di certezza di riacquisto in capo agli operatori attivi sui mercati primari quando l'articolo 5 della decisione 2015/774 sottopone gli acquisti di titoli di Stato sui mercati secondari a due limiti – dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali del SEBC – che riguardano, da un lato, l'emissione di titoli e, dall'altro, l'emittente. In linea di principio, il primo autorizza la detenzione di titoli al 33% di una singola emissione<sup>36</sup>; il secondo vieta la detenzione, da parte del SEBC, di più del 33% dei titoli in circolazione di uno stesso emittente per tutta la durata del PSPP<sup>37</sup>. Oltre al fatto che si tratta di limiti massimi e non dell'obbligo di acquistare titoli di Stato entro dette percentuali, i limiti previsti all'articolo 5 della decisione 2015/774 comportano che il detentore di un titolo di Stato non può avere la certezza che il SEBC potrà riacquistare il suo titolo o che, al contrario, tale riacquisto è impossibile a causa dell'inosservanza di uno dei due limiti massimi citati. Il controllo quotidiano di tali limiti da parte del comitato di gestione dei rischi del SEBC è tale da assicurare l'efficacia di detta garanzia<sup>38</sup>.

59. In quinto luogo, anche l'esistenza di un termine minimo tra l'emissione di un titolo sul mercato primario e il suo riacquisto sui mercati secondari contribuisce a far sì che le condizioni di emissione di titoli di Stato non siano alterate dalla certezza che detti titoli verranno riacquistati dal SEBC dopo la loro emissione<sup>39</sup>. Detto termine è necessario per consentire la formazione di un prezzo di mercato. Orbene, siffatto periodo di black-out è espressamente previsto all'articolo 4, paragrafo 1, della decisione 2015/774 e precisato all'articolo 15 degli orientamenti PSPP.

60. La mancanza di informazioni precise relative a tale periodo è una conditio sine qua non della sua efficacia. Divulgare la durata del periodo di black-out potrebbe influire sulla prevedibilità degli acquisti e sulla formazione del prezzo. Dato che la conformità delle operazioni al prezzo di mercato è controllata dal comitato di gestione dei rischi del SEBC<sup>40</sup>, l'informazione secondo la quale il termine minimo tra l'emissione di un titolo di Stato sul mercato primario e il suo acquisto sui mercati secondari è calcolato in giorni più che in settimane mi sembra sufficiente per garantire il controllo

34 Articolo 2, paragrafo 2, degli orientamenti PSPP.

35 Con riserva di esclusione della Grecia a causa dei requisiti di qualità del credito. In base a tali garanzie, le banche centrali dell'Eurosistema non hanno acquistato titoli greci del settore pubblico nell'ambito del PSPP (v. decisione 2016/1041). Su tali condizioni, v. paragrafi 86 e 87 delle presenti conclusioni.

36 In via eccezionale, detto massimale è limitato al 25% [articolo 5, paragrafo 1, lettera b), della decisione 2015/774]. Esso è peraltro aumentato al 50% per i titoli emessi dalle organizzazioni internazionali e dalle banche multilaterali di sviluppo [articolo 5, paragrafo 1, lettera a), della decisione 2015/774].

37 Il limite massimo per emittente è pari al 50% per gli emittenti che siano organizzazioni internazionali o banche multilaterali di sviluppo [articolo 5, paragrafo 2, lettera a), della decisione 2015/774].

38 Articolo 4, paragrafo 3, degli orientamenti PSPP, in combinato disposto con il punto 5 del suo allegato.

39 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), punti 106 e 107.

40 Articolo 9 degli orientamenti PSPP, in combinato disposto con il punto 6 del suo allegato.

giurisdizionale della conformità della decisione 2015/774 all'articolo 123 TFUE<sup>41</sup>. Da un lato, il comitato di gestione dei rischi del SEBC possiede, più di un organo giurisdizionale, le competenze e l'esperienza necessarie per valutare la formazione di un prezzo alle condizioni di mercato e, di conseguenza, l'adeguamento del periodo di black-out idoneo a garantirla. D'altro lato, non si può escludere che la divulgazione precisa del periodo di black-out, sia pure a posteriori, comporti delle aspettative in capo agli operatori attivi sui mercati che possono avviare alla formazione di un prezzo di mercato.

61. In sesto luogo, l'equilibrio tra il tipo di informazioni comunicate e il grado di precisione degli elementi rivelati consente di garantire l'efficacia del PSPP impedendo, al contempo, che gli operatori attivi sui mercati primari acquisiscano la certezza di un riacquisto dei titoli di Stato sui mercati secondari.

62. Le principali modalità di attuazione del PSPP, come il volume di acquisti mensile, la durata prevista dell'APP o il criterio di ripartizione degli acquisti dei titoli di Stato tra gli Stati membri dell'area dell'euro o la ripartizione degli eventuali rischi, sono state comunicate sin dal 22 gennaio 2015 dal presidente della BCE<sup>42</sup>. Tale annuncio contribuisce all'efficacia dell'APP; esso mira a rafforzare gli effetti desiderati degli acquisti di titoli dei settori privato e pubblico effettuati in base a tale programma. Attraverso tale comunicazione, la BCE afferma il proprio impegno a contrastare le tendenze deflazionistiche, spiegando in modo credibile l'azione intrapresa a tal fine. Si tratta di un mezzo con il quale la BCE trasmette all'economia reale l'allentamento delle condizioni monetarie e finanziarie creato dal PSPP. Ciò è quanto viene denominato in economia il «canale di segnalazione». Esso consente di rafforzare efficacemente gli effetti che un programma di allentamento quantitativo è diretto a realizzare<sup>43</sup>.

63. Tuttavia, come rileva la BCE nelle sue osservazioni scritte, tale comunicazione funziona unicamente a livello macroeconomico. Le informazioni fornite non consentono agli operatori che possono acquistare titoli di Stato sul mercato primario di avere la certezza che il SEBC procederà al riacquisto di tali titoli entro un termine e a condizioni tali da permettere a detti operatori di agire, de facto, come intermediari del SEBC medesimo per l'acquisto diretto dei titoli summenzionati presso le autorità e gli organismi pubblici dello Stato membro in questione. Nel corso dell'udienza del 10 luglio 2018, il direttore del servizio giuridico della Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania) ha confermato che sebbene sussistesse una certa prevedibilità grazie agli annunci della BCE – in particolare sul fatto che un terzo dei titoli di Stato avrebbe potuto essere acquistato nell'ambito del PSPP – ciò non funzionava a livello microeconomico.

64. Infatti, le modalità di attuazione del PSPP, comunicate dalla BCE, rimangono di carattere generale. L'importo degli acquisti mensili del programma APP è un dato indicativo che non viene specificato in altro modo, che sia in termini di data di acquisto oppure di maturità. Inoltre, non viene neppure comunicato il grado di utilizzo dei limiti di acquisto, per emissione e per emittente. Infine, sebbene il portafoglio dei titoli del PSPP sia pubblicato con cadenza settimanale, lo è soltanto in forma aggregata<sup>44</sup>, mentre la scadenza residua viene pubblicata con cadenza mensile, per residenza

41 L'informazione è stata fornita dalla BCE nell'ambito del rinvio pregiudiziale (punto 89 delle osservazioni della BCE). Inoltre, osservo che la BCE ha altresì precisato che il termine che decorreva realmente tra l'emissione di un titolo sul mercato primario e il suo acquisto sui mercati secondari era generalmente più lungo di quello imposto dal periodo di black-out. Tale estensione «di fatto» del periodo di black-out accentua l'incertezza degli operatori sulla rivendita dei titoli del settore pubblico acquistati sul mercato primario e sulla formazione di un prezzo corrispondente a quello di mercato.

42 V. dichiarazione introduttiva del presidente della BCE del 22 gennaio 2015 nonché comunicato stampa della BCE dello stesso giorno. Sono stati regolarmente comunicati anche gli adeguamenti del PSPP (v., in particolare, comunicati stampa della BCE del 10 marzo 2016 relativi alle decisioni di politica monetaria e ai cambiamenti apportati all'APP, nonché dell'8 dicembre 2016 relativo alle decisioni di politica monetaria).

43 V., in particolare, in tal senso, Krishnamurthy A., e Vissing-Jorgensen, A., «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, pagg. da 215 a 287; Bauer, M.D., e Rudebusch, G. D., «The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases», *International Journal of Central Banking*, 2014, pagg. da 233 a 289.

44 Articolo 8, paragrafo 1, della decisione 2015/774.

dell'emittente, in base a una media ponderata<sup>45</sup>. Come chiarito all'udienza del 10 luglio 2018 dalla BCE, le informazioni comunicate sul sito Internet della BCE devono essere sufficienti per consentire agli operatori attivi sui mercati di conoscere i titoli di cui dispone il SEBC, ma non la prassi concreta degli acquisti.

65. Tali diverse garanzie mi sembrano idonee a evitare che le condizioni di emissione di titoli di Stato siano alterate dalla certezza che tali titoli siano riacquistati dal SEBC dopo la loro emissione. Esse consentono quindi di escludere che l'attuazione di un programma come il PSPP abbia, in pratica, un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli del debito pubblico presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri.

*2) Sulla mancanza di incidenza della conservazione dei titoli sino alla loro scadenza e sull'acquisto di titoli a rendimento negativo [prima questione pregiudiziale sub c) e d)]*

66. Nell'elaborazione della prima questione pregiudiziale il giudice del rinvio si interroga sull'incidenza che possono avere sulla legittimità del PSPP, alla luce dell'articolo 123, paragrafo 1, TFUE, da un lato, la conservazione di tutti i titoli acquistati sino alla loro scadenza e, dall'altro, l'acquisto di titoli di debito negoziabili nominali con un tasso di rendimento a scadenza negativo. Non ritengo che tali elementi possano invalidare la decisione 2015/774.

*i) Sulla conservazione dei titoli sino alla loro scadenza*

67. Per quanto riguarda la conservazione dei titoli sino alla loro scadenza, la Corte ha dichiarato, in occasione della causa che ha dato luogo alla sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), che la possibilità di conservare i titoli acquistati sino alla loro scadenza non giocava un ruolo determinante nella valutazione della validità dell'OMT, «in quanto tale possibilità [era] subordinata al fatto che un'azione di questo tipo [fosse] necessaria per raggiungere gli obiettivi previsti ed essa, in ogni caso, non consent[iva] agli operatori implicati di avere la certezza che il SEBC [avrebbe fatto] uso di tale facoltà»<sup>46</sup>. Peraltro, la Corte ha ricordato che l'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE non vietava affatto tale prassi, la quale non implica alcuna rinuncia al pagamento del debito, da parte dello Stato membro emittente, una volta arrivato a scadenza il titolo<sup>47</sup>.

68. Constato che l'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE prevede espressamente la possibilità di acquistare e di vendere *a termine* titoli negoziabili sui mercati finanziari senza corredare tale possibilità di una qualsiasi riserva. In tali circostanze, contrariamente a quanto lascia intendere il giudice del rinvio, la mancanza di incidenza della conservazione di un titolo sino alla sua scadenza sulla liceità di un programma come il PSPP non mi sembra subordinata alla natura eccezionale dell'operazione. Per contro, è necessario che essa sia in linea con l'obiettivo del programma di cui trattasi.

69. Mi sembra che così avvenga nel caso di specie. In via preliminare, constato che gli orientamenti PSPP confermano che il SEBC può vendere i titoli acquistati nell'ambito di tale programma in qualsiasi momento per ragioni di politica monetaria<sup>48</sup>. Inoltre, l'articolo 3, paragrafo 3, della decisione 2015/774 autorizza l'acquisto di titoli aventi una scadenza residua da 1 anno a 30 anni e 364 giorni. Grazie a siffatta ampiezza nella ripartizione dei titoli, gli operatori economici non possono essere certi che il SEBC deterrà *tutti* i titoli sino alla loro scadenza.

<sup>45</sup> Articolo 8, paragrafo 2, della decisione 2015/774.

<sup>46</sup> Punto 118 di tale sentenza.

<sup>47</sup> V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 118).

<sup>48</sup> Articolo 12, paragrafo 2, degli orientamenti PSPP.

70. Soprattutto, la conservazione dei titoli acquistati sino alla loro scadenza mi sembra possa essere in linea con l'obiettivo del PSPP. Infatti, il PSPP mira al mantenimento della stabilità dei prezzi. Più precisamente, il considerando 4 della decisione 2015/774 aggiunge che «[g]razie al suo effetto di riequilibrio del portafoglio, l'ingente volume di acquisti del PSPP contribuirà a raggiungere il sottostante obiettivo di politica monetaria di indurre gli intermediari finanziari ad aumentare la fornitura di liquidità al mercato interbancario e quella di credito all'economia dell'area dell'euro».

71. Alla luce di tale specifico obiettivo, condivido il parere del governo tedesco secondo il quale sembra plausibile che le attività acquistate debbano essere rivendute solo quando l'effetto dell'acquisto sulla politica monetaria non sarà più compromesso<sup>49</sup>. Orbene, un effetto di tal genere necessita di un aumento sufficiente di liquidità sul mercato per determinare un riequilibrio del portafoglio e, di conseguenza, la mancanza di rivendita prematura dei titoli acquistati. La conservazione dei titoli di Stato, se non addirittura della maggior parte di essi, sino alla loro scadenza mi sembra quindi conforme all'obiettivo perseguito dal PSPP.

*ii) Sull'acquisto di titoli a rendimento negativo*

72. L'articolo 3, paragrafo 5, della decisione 2015/774 autorizza gli acquisti di strumenti di debito negoziabili nominali con un tasso di rendimento a scadenza negativo, che sia pari o superiore al tasso sui depositi presso la banca centrale. Non mi sembra che tale possibilità induca a eludere il divieto di finanziamento monetario derivante dall'articolo 123, paragrafo 1, TFUE.

73. Anzitutto, occorre ricordare che le operazioni di mercato aperto, che la BCE è indotta a elaborare, comportano per essa inevitabilmente un rischio di perdite, indipendentemente dal rendimento annunciato<sup>50</sup>. Inoltre, per quanto riguarda il PSPP, la BCE ha espressamente dichiarato che si doveva dare la priorità all'acquisto di titoli aventi un tasso di rendimento positivo<sup>51</sup>.

74. Inoltre, poiché i titoli di taluni Stati membri dell'area dell'euro sono emessi a un tasso negativo a causa delle condizioni di mercato, vietare l'acquisto dei loro titoli sarebbe contrario al principio del mercato aperto che deve disciplinare l'azione del SEBC sui mercati finanziari in forza dell'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE<sup>52</sup>. Come sottolineato dalla BCE e dalla Commissione, escludere l'acquisto di titoli a rendimento negativo dal PSPP sarebbe contrario al principio di neutralità del mercato, il quale rientra nel principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, che condiziona l'azione del SEBC in forza dell'articolo 127, paragrafo 1, TFUE<sup>53</sup>.

75. Infine, come rileva giustamente il governo tedesco, rinunciare all'acquisto dei titoli di Stato emessi a un tasso negativo sarebbe contrario a un elemento essenziale del PSPP che prevede l'acquisto di titoli di Stato di *tutti* gli Stati membri dell'area dell'euro, il che garantisce il perseguimento dell'obiettivo di politica monetaria.

76. In tali circostanze, l'acquisto di titoli di Stato a rendimento negativo non mi sembra contrario all'articolo 123, paragrafo 1, TFUE.

49 Punto 16 delle osservazioni scritte del governo tedesco.

50 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 125).

51 V. comunicato stampa della BCE del 19 gennaio 2017 relativo ai dettagli sugli acquisti di attività dell'APP con rendimenti inferiori al tasso sui depositi presso la banca centrale.

52 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 96).

53 V., anche, articolo 119, paragrafo 2, TFUE. Il considerando 6 della decisione 2015/774 fa espressamente riferimento al principio di una economia di mercato aperta e in libera concorrenza.

3) Sulla mancanza di incidenza della presunta determinabilità dei titoli che saranno acquistati sulla validità della decisione 2015/774 [prima questione pregiudiziale sub a) e seconda questione pregiudiziale]

77. Secondo il giudice del rinvio, la combinazione tra il volume globale annunciato dell'APP, la sua ripartizione secondo lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE e la quota costante costituita dagli acquisti di titoli di Stato nell'APP consentirebbe di stabilire in anticipo il volume degli acquisti mensili dei titoli emessi dal settore pubblico di un determinato Stato membro. In tale contesto, la riduzione della disponibilità di titoli di Stato che possono essere acquistati, considerata la ristrettezza delle condizioni di idoneità relative alla scadenza residua e al rendimento nonché la regola che limita gli acquisti del SEBC al 33% del volume di un'emissione consentirebbero agli operatori di acquisire una certezza di fatto riguardo ai titoli concreti che saranno acquistati nell'ambito del PSPP.

78. Questa eventuale certezza, non già di diritto ma di fatto, fondata sulle modalità annunciate dalla BCE combinata con la prassi degli acquisti di titoli osservata a partire dall'entrata in vigore del PSPP non mi sembra tale da invalidare la decisione 2015/774.

79. Anzitutto, pur sussistendo la certezza dell'acquisto di titoli di Stato, questa sarebbe di natura macroeconomica e non microeconomica<sup>54</sup>. Inoltre, le analisi sulle quali si basa il giudice del rinvio non sembrano tener conto, quantomeno in modo sufficiente, del fatto che una parte degli acquisti, effettuata nell'ambito del PSPP, riguarda titoli che non sono emessi dalle amministrazioni centrali degli Stati membri<sup>55</sup>.

80. Inoltre, tale presunta certezza sarebbe possibile solo a causa della riduzione dei titoli disponibili. Orbene, anche supponendo che tale riduzione della disponibilità sia accertata<sup>56</sup> e che sia dimostrato che essa consente di dedurre, con certezza, l'acquisto di titoli di Stato specifici, tali constatazioni porterebbero a valutare l'efficacia delle garanzie previste dalla decisione 2015/774 in base ad elementi di fatto successivi alla sua adozione. Orbene, come ho ricordato in sede di esame della ricevibilità della domanda di pronuncia pregiudiziale, la legittimità di un atto deve essere valutata in base alla situazione di fatto e di diritto esistente *al momento in cui l'atto è stato adottato* e non può dipendere, in particolare, da valutazioni retrospettive riguardanti i suoi risultati<sup>57</sup>.

81. Quando gli effetti di una misura non possono essere previsti con certezza al momento della loro adozione, la valutazione dell'autorità competente può essere oggetto di censura solo qualora appaia manifestamente erronea alla luce degli elementi di cui disponeva al momento dell'adozione della normativa stessa<sup>58</sup>. Nella fattispecie, la decisione 2015/774 non mi sembra il risultato di una valutazione «manifestamente erronea». Al contrario, è pacifico che, come precisato nel preambolo della decisione 2015/774, quest'ultima è stata adottata «in un contesto in cui i tassi di interesse di riferimento della BCE [erano] ai loro limiti inferiori, e si valuta[va] che i programmi di acquisto concentrati su attività del settore privato [avessero] consentito di affrontare in misura tangibile, ma non sufficiente, i prevalenti rischi di deflazione per la stabilità dei prezzi»<sup>59</sup>. In tali circostanze, è potuto sembrare legittimamente «necessario aggiungere alle misure di politica monetaria dell'Eurosistema il

54 V. paragrafo 63 delle presenti conclusioni.

55 Secondo la BCE, ciò rappresenterebbe un ottavo del volume dei titoli in circolazione nell'ambito del PSPP.

56 L'affermazione è stata formalmente contestata da vari Stati membri in risposta ai quesiti formulati dalla Corte. Peraltro, la Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania) ha affermato, nelle sue risposte scritte ai quesiti formulati dalla Corte, che, sebbene si fosse potuta constatare, nel 2016, l'esistenza di indizi di rarità sul mercato dei titoli di Stato tedeschi, questi ultimi tuttavia erano sempre stati disponibili in quantità sufficiente.

57 V., in tal senso, sentenza del 22 ottobre 2002, National Farmers' Union (C-241/01, EU:C:2002:604, punto 37 e giurisprudenza ivi citata).

58 V., in tal senso, sentenze del 5 ottobre 1994, Crispolti e a. (C-133/93, C-300/93 e C-362/93, EU:C:1994:364, punto 43) e del 12 luglio 2001, Jippes e a. (C-189/01, EU:C:2001:420, punto 84).

59 Considerando 4 della decisione 2015/774.

PSPP, come strumento caratterizzato da un elevato potenziale di trasmissione all'economia reale»<sup>60</sup>. Le garanzie che delimitano il PSPP finiscono per rafforzare in me la convinzione di una valutazione ponderata ed equilibrata da parte della BCE al momento dell'adozione della decisione 2015/774.

82. Propendo certamente per la tesi sostenuta di recente dall'avvocato generale Bobek nelle sue conclusioni presentate nella causa *Confédération paysanne e a.* (C-528/16, EU:C:2018:20) secondo la quale qualsiasi evoluzione non è irrilevante ai fini della valutazione della validità di un atto giuridico dell'Unione<sup>61</sup>. Esisterebbe quindi il dovere di mantenere aggiornata la normativa che potrebbe comportare, «in casi estremi di mancata reattività tecnica o sociale», una dichiarazione di invalidità<sup>62</sup>.

83. Tuttavia, non ci troviamo in tale caso di specie, dato che la decisione 2015/774 è stata oggetto di varie modifiche successive che hanno, forse, attenuato le regole di acquisto previste inizialmente, ma hanno anche contribuito a mantenere l'efficacia delle garanzie necessarie alla sua validità. Mi riferisco, in particolare, all'aumento del limite di detenzione dei titoli per emissione<sup>63</sup> o all'inserimento dei titoli delle amministrazioni locali e regionali nell'elenco delle attività idonee<sup>64</sup>. Tali misure sono tali, in teoria, da impedire o, quantomeno, da attenuare la riduzione dei titoli disponibili. Tale era, del resto, la ragione espressamente dichiarata a sostegno della seconda modifica citata. Infatti, secondo il verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, del 2 e 3 dicembre 2015, «[è] stato ritenuto che [l'inserimento dei titoli delle amministrazioni locali e regionali nell'elenco delle attività idonee] avrebbe contribuito a evitare qualsiasi tensione che potesse esercitarsi sulla disponibilità dei titoli»<sup>65</sup>.

#### ***b) Sull'incitamento a condurre una sana politica di bilancio***

84. In questa fase della mia analisi, ritengo che l'acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari, autorizzato dal PSPP, non abbia un effetto equivalente a quello di un acquisto diretto di tale categoria di titoli presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri. Tuttavia, affinché il PSPP non sia contrario al divieto di finanziamento monetario prescritto all'articolo 123, paragrafo 1, TFUE, le garanzie che lo circondano devono anche limitare i suoi effetti sull'incitamento a condurre una sana politica di bilancio.

85. Oltre al fatto che gli effetti di un programma come il PSPP sull'incitamento a condurre una sana politica di bilancio sono già limitati a motivo della facoltà del SEBC di rivendere in qualsiasi momento i titoli acquistati<sup>66</sup> o di decidere la sospensione del programma, ritengo essenziali tre caratteristiche di tale programma.

86. In primo luogo, l'articolo 3, paragrafo 2, lettera a), della decisione 2015/774 impone che l'emittente o il garante dei titoli di debito negoziabili nell'ambito del PSPP abbia una valutazione di qualità creditizia corrispondente almeno a un grado di qualità di livello 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema. In mancanza, l'articolo 3, paragrafo 2, lettera d), della decisione 2015/774 precisa che i titoli di debito negoziabili sono idonei solamente nel caso in cui siano emessi o integralmente garantiti dalle amministrazioni centrali di Stati membri dell'area dell'euro soggetti a un programma di assistenza finanziaria e in relazione ai quali l'applicazione delle soglie di qualità creditizia

60 Considerando 4 della decisione 2015/774.

61 V. paragrafi da 131 a 142 di tali conclusioni e v., altresì, le mie conclusioni nella causa *Coman e a.* (C-673/16, EU:C:2018:2, nota 25).

62 Conclusioni dell'avvocato generale Bobek nella causa *Confédération paysanne e a.* (C-528/16, EU:C:2018:20, paragrafo 140).

63 V. decisione 2015/2101.

64 V. decisione 2015/2464.

65 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 2 e 3 dicembre 2015.

66 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 117).

dell'Eurosistema sia sospesa da parte del Consiglio direttivo della BCE ai sensi dell'articolo 9 dell'Indirizzo BCE/2014/31 della Banca centrale europea, del 9 luglio 2014, relativo a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie, e che modifica l'Indirizzo BCE/2007/9<sup>67</sup>.

87. Tale requisito costituisce una garanzia rilevante in relazione all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio. Infatti, qualora un emittente di titoli di Stato non conduca più una sana politica di bilancio, i titoli emessi rischiano di perdere tale rating di qualità creditizia. Orbene, detta perdita comporterebbe automaticamente la cessazione dell'acquisto di tali titoli<sup>68</sup>.

88. In secondo luogo, gli acquisti tra gli emittenti pubblici di tutti gli Stati membri dell'area dell'euro sono ripartiti secondo un criterio oggettivo e indipendente dalla situazione economica o dalla loro politica di bilancio, ossia il criterio di ripartizione del capitale della BCE. Pertanto, il PSPP non può essere interpretato come un meccanismo che possa assistere gli Stati con difficoltà di finanziamento. Il limite complessivo per emittente, imposto all'articolo 5, paragrafo 2, della decisione 2015/774, accentua ulteriormente tale garanzia facendo dipendere gli Stati membri della zona dell'euro dalla domanda, sostanzialmente dei titoli che essi emettono, degli investitori privati.

89. In terzo luogo, anche il limite della ripartizione dei rischi agli acquisti effettuati dalla stessa BCE e agli acquisti di titoli di organizzazioni internazionali, ossia il 20% del PSPP, contribuisce a preservare l'incitamento a condurre una sana politica di bilancio. Infatti, come rileva la Deutsche Bundesbank (Banca federale di Germania) nelle sue osservazioni scritte, per l'80% degli acquisti effettuati nell'ambito del PSPP, sono i contribuenti locali o gli altri creditori dei titoli del debito pubblico a dover sopportare le eventuali perdite e la ricapitalizzazione della banca centrale in questione. Orbene, si tratta di un «parametro fondamentale» del PSPP<sup>69</sup>.

90. È vero che tale ripartizione dei rischi non risulta espressamente dalla decisione 2015/774. Tuttavia, essa viene espressamente menzionata nella dichiarazione introduttiva del presidente della BCE del 22 gennaio 2015 nonché nei comunicati stampa della BCE del 22 gennaio 2015 e del 10 marzo 2016. Inoltre, secondo la BCE, la ripartizione tra le banche centrali dell'Eurosistema delle perdite che possono derivare dall'acquisto di titoli di organizzazioni internazionali e di banche multilaterali di sviluppo la cui sede è stabilita nell'area dell'euro si riflette nella decisione non pubblicata della BCE, del 19 novembre 2015, relativa alla ripartizione delle perdite derivanti da operazioni di politica monetaria (versione riveduta) (BCE/2015/NP29), basata sull'articolo 32, paragrafo 4, secondo comma, dello Statuto del SEBC e della BCE. La ripartizione delle perdite della BCE che possono derivare dall'acquisto di titoli degli Stati membri dell'area dell'euro sarebbe trattata, a sua volta, conformemente all'articolo 33, paragrafo 2, dello Statuto del SEBC e della BCE. Pertanto, le eventuali perdite ridurrebbero l'eccedenza annua che la BCE può versare alle banche centrali dell'Eurosistema o comporterebbero un riporto delle perdite.

67 GU 2014, L 240, pag. 28.

68 L'esclusione dei titoli greci dal PSPP conferma l'efficacia di tale garanzia (v. decisione 2016/1041).

69 V., in tal senso, la dichiarazione del sig. Cœuré (Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 9 e 10 marzo 2016).

91. Queste diverse caratteristiche mi sembrano sufficienti per evitare che un programma come il PSPP porti a sottrarre gli Stati membri all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio. Si può del resto constatare che, poiché il Consiglio ha deciso, il 22 giugno 2018, di chiudere la procedura di disavanzo eccessivo relativa alla Francia<sup>70</sup>, esiste ormai un solo Stato membro sottoposto a una procedura per disavanzo eccessivo, mentre, nel 2011, gli Stati interessati erano ventiquattro<sup>71</sup>. Tale situazione obiettiva tende a dimostrare il perseguimento di una sana politica di bilancio da parte degli Stati membri dell'area dell'euro.

### **3. Conclusione sulla prima e sulla seconda questione**

92. Da quanto precede risulta, da un lato, che il PSPP non conferisce all'intervento del SEBC un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli di Stato presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri e, dall'altro, che esso non è tale da sottrarre gli Stati membri all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio. Ciò premesso, la decisione 2015/774 non mi sembra contraria all'articolo 123, paragrafo 1, TFUE.

### **D. Sulle questioni terza e quarta**

93. La terza e quarta questione vertono, in sostanza, sul collegamento del PSPP alla politica monetaria – la quale circoscrive il mandato della BCE – e sull'esame della proporzionalità al quale la decisione 2015/774 deve essere sottoposta per controllare la sua conformità all'articolo 119, TFUE e all'articolo 127, paragrafi 1 e 2, TFUE (nonché agli articoli da 17 a 24 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE). Il giudice del rinvio si chiede se il PSPP possa ancora essere considerato come rientrante nel mandato della BCE con riferimento al suo volume, alla durata della sua applicazione e alle conseguenze che ne derivano.

94. Conformemente al principio di attribuzione delle competenze enunciato all'articolo 5, paragrafo 2, TUE, il SEBC deve agire nei limiti dei poteri conferitigli dal diritto primario. Esso non può dunque validamente adottare e attuare un programma che esuli dall'ambito assegnato alla politica monetaria dal diritto primario. Inoltre, al fine di assicurare il rispetto di tale principio, gli atti del SEBC si trovano assoggettati, alle condizioni previste dai Trattati, al controllo giurisdizionale della Corte<sup>72</sup>.

95. I parametri necessari per rispondere a tali questioni sono stati stabiliti nelle sentenze del 27 novembre 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400).

### **1. L'ambito di analisi definito nelle sentenze del 27 novembre 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400)**

#### **a) Sulla definizione della politica monetaria**

96. Sebbene il Trattato FUE non definisca con precisione la politica monetaria, la Corte ha tuttavia constatato che il Trattato ne definiva gli obiettivi ed era possibile individuare i mezzi di cui dispone il SEBC per attuarla<sup>73</sup>.

70 Conformemente alla raccomandazione della Commissione, del 23 maggio 2018, di abrogare la decisione 2009/414/CE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo in Francia [v. decisione della Commissione COM(2018) 433 final].

71 Si tratta della Spagna.

72 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 41).

73 V., in tal senso, sentenze del 27 novembre 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, punto 53), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 42).

97. Al riguardo, anche se le sentenze del 27 novembre 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), dimostrano una certa evoluzione nella loro formulazione, non mi sembra che tale evoluzione comporti conseguenze. Nella prima sentenza la Corte ha dichiarato che il Trattato FUE fa riferimento, nelle sue disposizioni relative alla politica monetaria, «agli obiettivi di quest'ultima *piuttosto che* ai suoi strumenti»<sup>74</sup>. Orbene, tale gerarchizzazione è venuta meno nella seconda sentenza, in quanto la Corte dichiara che il Trattato FUE «definisce *al tempo stesso* gli obiettivi di tale politica e i mezzi di cui dispone il SEBC per attuarla»<sup>75</sup>. Tuttavia, nonostante tale differenza lessicale, quando si tratta di stabilire se una misura rientri nella politica monetaria, occorre certamente fare riferimento agli obiettivi perseguiti e ai mezzi messi in atto<sup>76</sup>.

98. È altresì importante ricordare che una misura di politica monetaria non può essere equiparata ad una misura di politica economica per il solo fatto che essa può avere effetti indiretti sulla stabilità della zona euro<sup>77</sup>. Infatti, eventuali incidenze indirette non possono implicare che un programma della BCE debba essere necessariamente equiparato ad una misura di politica economica, poiché risulta dal Trattato stesso, in particolare dagli articoli 119, paragrafo 2, TFUE, 127, paragrafo 1, TFUE e 282, paragrafo 2, TFUE che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione<sup>78</sup>.

#### ***b) Sul principio di proporzionalità e sulla portata del relativo controllo giurisdizionale***

99. Se risulta che un programma della BCE rientra nella politica monetaria, dagli articoli 119, paragrafo 2, TFUE e 127, paragrafo 1, TFUE, in combinato disposto con l'articolo 5, paragrafo 4, TUE, deriva che un programma di acquisti di titoli come il PSPP può essere validamente adottato e attuato soltanto se e in quanto le misure che esso comporta siano proporzionate agli obiettivi di tale politica<sup>79</sup>. Ciò significa in concreto che il PSPP, come qualsiasi atto di un'istituzione dell'Unione, deve essere idoneo a realizzare i legittimi obiettivi perseguiti, necessario, e non eccedere i limiti di quanto è necessario per raggiungere tali obiettivi.

100. Tuttavia, per quanto riguarda il controllo giurisdizionale del rispetto di tali condizioni, la stessa riserva che la Corte si era imposta riguardo all'OMT al punto 68 della sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), si impone riguardo al PSPP. Infatti, quando elabora e attua un programma di operazioni di mercato aperto come il PSPP, il SEBC è anche chiamato a procedere a scelte di natura tecnica e ad effettuare previsioni e valutazioni complesse. In tale contesto, occorre riconoscerli, pertanto, un ampio potere discrezionale.

101. Tuttavia, la Corte ha precisato che, in tali ipotesi in cui un'istituzione dell'Unione disponga di un ampio potere discrezionale, il controllo del rispetto di alcune garanzie procedurali riveste importanza fondamentale e, fra tali garanzie, rientra l'«obbligo per il SEBC di esaminare, in modo accurato e imparziale, tutti gli elementi pertinenti della situazione di cui trattasi e di motivare le proprie decisioni in modo sufficiente»<sup>80</sup>.

74 Il corsivo è mio.

75 Il corsivo è mio.

76 V., in tal senso, sentenze del 27 novembre 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, punto 55), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 46).

77 V., in tal senso, sentenze del 27 novembre 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, punto 56), e del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 52).

78 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 59).

79 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 66).

80 Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 69).

## 2. Sull'applicazione dei principi del PSPP

### a) Sul rispetto del mandato della BCE

#### 1) Sull'obiettivo e sugli strumenti utilizzati dal PSPP

102. In forza degli articoli 119, paragrafo 2, TFUE e 127, paragrafo 1, TFUE, l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Orbene, l'obiettivo del PSPP – e più in generale dell'APP di cui costituisce uno dei quattro sottoprogrammi – è quello di contribuire alla stabilità dei prezzi contrastando il calo dell'inflazione osservato dal 2013 e fortemente aggravatosi nel 2014.

103. Il considerando 4 della decisione 2015/774 fa espressamente riferimento a tale obiettivo. La BCE constata, in tale considerando, che «[i]l PSPP (...) allenterà ulteriormente le condizioni monetarie e finanziarie, comprese quelle relative alle condizioni di finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie dell'area dell'euro, sostenendo in tal modo i consumi aggregati e la spesa per investimenti nell'area dell'euro e contribuendo in ultima analisi ad un ritorno dei tassi di inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine», e ciò «[i]n un contesto in cui i tassi di interesse di riferimento della BCE sono ai loro limiti inferiori». Tale obiettivo ha altresì ispirato ogni adeguamento del PSPP<sup>81</sup>.

104. Nella sua dichiarazione introduttiva del 22 gennaio 2015, il presidente della BCE ha del resto confermato che gli acquisti effettuati nell'ambito dell'APP sarebbero stati effettuati sino a quando il Consiglio direttivo della BCE non avesse riscontrato «un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con [l']obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine». Mentre tale obiettivo veniva conseguito, la BCE ha del resto previsto, nella riunione del Consiglio direttivo del 14 giugno 2018, che il ritmo mensile degli acquisti netti di attività effettuati nell'ambito dell'APP sarebbe stato ridotto, in linea di principio, a 15 miliardi di euro dall'ottobre 2018 sino alla fine di dicembre 2018 e in seguito gli acquisti netti sarebbero giunti a termine<sup>82</sup>.

105. I rapporti del PSPP con la stabilità dei prezzi e, di conseguenza, con il mandato di politica monetaria della BCE sembrano quindi incontestabili, al pari della necessità di una reazione dinanzi ai rischi di deflazione obiettivamente constatati al momento dell'adozione del PSPP<sup>83</sup>. Inoltre, come sottolineano in particolare i governi italiano e finlandese nelle loro osservazioni scritte, l'obiettivo di politica monetaria del programma è confermato dalla mancanza di selettività del PSPP<sup>84</sup>.

81 Pertanto, la BCE precisa, al considerando 2 della decisione 2015/2464, che «[i]l 3 dicembre 2015 il Consiglio direttivo ha deciso, in linea con il proprio compito di garantire la stabilità dei prezzi, di rivedere alcune caratteristiche progettuali del PSPP, per assicurare un duraturo aggiustamento nell'evoluzione dell'inflazione verso livelli che siano inferiori, ma prossimi, al 2% nel medio termine». V., anche, considerando 2 della decisione 2016/702, nonché considerando 3 e 4 della decisione 2017/100. In base a una decisione del Consiglio direttivo della BCE, adottata nel 1998, la stabilità dei prezzi veniva definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo inferiore al 2%. Nel confermare tale definizione, il Consiglio direttivo ha deciso, l'8 maggio 2003, che nel perseguimento della stabilità dei prezzi, esso si sarebbe prefissato di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2% nel medio periodo. Così facendo, la BCE intendeva fornire un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione (v. comunicato stampa della BCE dell'8 maggio 2003 relativo alla strategia di politica monetaria della BCE).

82 V. comunicato stampa della BCE del 14 giugno 2018 relativo alle decisioni di politica monetaria.

83 V., in tal senso, Antonin, C., Blot, Chr., Le Bayon, St., Péléraux, H., Riffart, Chr., e a., «Banques centrales, dernier rempart contre la déflation: Perspectives économiques 2014-2015 pour l'économie mondiale», *Revue de l'OFCE – Analyse et prévisions*, 2014, pagg. da 11 a 51.

84 Sul nesso tra la politica monetaria e l'univocità di applicazione del PSPP in tutti gli Stati membri dell'area dell'euro, v. Adamski, D., «Economic Constitution of the Euro Area After the *Gauweiler* Preliminary Ruling», *Common Market Law Review*, vol. 52, 2015, pagg. da 1451 a 1490, in particolare, pag. 1488, nota 122. Nell'ambito della causa che ha dato luogo alla sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler* e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), la Corte ha considerato che il semplice fatto che l'OMT si limiti specificamente ai titoli di Stato di taluni Stati membri non poteva implicare, di per sé, che gli strumenti utilizzati dal SEBC non rientrassero nella politica monetaria (punto 55). Lo stesso vale, a fortiori, nel caso in cui manchi tale selettività.

106. I mezzi utilizzati sono anch'essi strumenti di politica monetaria in quanto si tratta, conformemente all'articolo 3 della decisione 2015/774, di autorizzare l'acquisto di titoli di debito del settore pubblico nei mercati secondari. Orbene, come ha constatato la Corte al punto 54 della sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), «risulta chiaramente dall'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, contenuto nel capo IV di quest'ultimo, che, al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i suoi compiti, quali risultanti dal diritto primario, la BCE e le banche centrali nazionali possono, in linea di principio, operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili espressi in euro».

107. Lo stesso giudice del rinvio considera che l'obiettivo del PSPP e i mezzi utilizzati costituiscono una concretizzazione – in linea di principio ammissibile – del compito della BCE di garantire la stabilità dei prezzi. Infatti, dal momento che il tasso di inflazione dipende in modo determinante dalle decisioni di spesa delle famiglie e dall'economia reale, l'aumento della liquidità delle banche commerciali e dei loro clienti – cui si riferisce il PSPP – assume rilievo quale obiettivo intermedio idoneo sulla via del condizionamento dell'aumento dei prezzi<sup>85</sup>.

## 2) Sugli effetti indiretti del PSPP

108. Il volume ingente degli acquisti autorizzati dalla decisione 2015/774 e la durata del PSPP suscitano dubbi, tuttavia, in capo al Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale), che si interroga, pertanto, sulla possibile incidenza degli *effetti* del PSPP, in termini di politica economica, sulla validità della decisione 2015/774.

109. In primo luogo, il volume del PSPP comporterebbe necessariamente un riorientamento della politica economica. Il fatto che le banche, a causa del PSPP, possano vendere al SEBC un numero assai elevato di titoli a rischio di cui esse non avrebbero potuto disfarsi senza il PSPP (o unicamente subendo perdite) corrisponderebbe a un obiettivo di politica economica, in quanto il PSPP migliorerebbe notevolmente la situazione economica delle banche e aumenterebbe la loro solvibilità. In secondo luogo, il PSPP migliorerebbe le condizioni di rifinanziamento degli Stati membri che potrebbero ottenere prestiti a condizioni nettamente più favorevoli sul mercato finanziario rispetto a quanto avverrebbe in mancanza del PSPP. Dato il volume particolarmente consistente del PSPP, ciò potrebbe indurre a considerare tale programma, sul piano qualitativo, come rientrante principalmente nella politica economica.

### *i) Riflessioni teoriche sui rapporti tra politica monetaria e politica economica e sulla portata del controllo giurisdizionale*

110. Che l'attuazione del PSPP abbia effetti sulla politica economica condotta dagli Stati membri è un fatto ineluttabile, tanto più in quanto, in forza degli articoli 119, paragrafo 2, TFUE, 127, paragrafo 1, TFUE e 282, paragrafo 2, TFUE, l'obiettivo secondario della BCE è quello di sostenere le politiche economiche dell'Unione<sup>86</sup>. Per questo motivo, come ha dichiarato la Corte in occasione della sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 59), incidenze indirette non possono implicare che un programma della BCE, che persegue un obiettivo di politica monetaria e utilizza a tal fine strumenti propri di tale politica, sia equiparato ad una misura di politica economica,

<sup>85</sup> V. punto 117 della domanda di pronuncia pregiudiziale.

<sup>86</sup> V., in tal senso, Martucci, Fr., «La Cour de justice face à la politique monétaire en temps de crise de dettes souveraines: l'arrêt *Gauweiler* entre droit et marché», *Cahiers de droit européen*, 2015, pagg. da 493 a 534, in particolare, pagg. 513 e 514. L'autore parla di «porosità» tra, da un lato, i settori di competenza in materia di politica monetaria e, dall'altro, quelli in materia di politica economica.

111. La difficoltà consiste quindi nella delimitazione degli «effetti indiretti» di una misura di politica monetaria. Secondo il Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale), tale nozione non può avere ad oggetto una conseguenza certa e prevedibile della misura impugnata, ma unicamente le incidenze collegate ad altre fasi intermedie di quest'ultima. Non condivido tale interpretazione.

112. Anzitutto, osservo che, sebbene la Corte non abbia definito la nozione di «incidenze indirette» in occasione della causa che ha dato luogo alla sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400), l'incidenza esaminata nell'ambito di tale causa non era collegata a una fase «intermedia» dell'OMT ma, al contrario, a una conditio sine qua non della sua applicabilità – ossia la subordinazione dell'attuazione del programma al rispetto integrale dei programmi di aggiustamento macroeconomico del FESF o del MES. La Corte ha riconosciuto che, con tale condizione, non era escluso che l'OMT potesse rafforzare, «in modo incidentale», l'incitamento al rispetto di tali programmi di aggiustamento e favorisse così, in una certa misura, la realizzazione degli obiettivi di politica economica che tali programmi perseguono. Tuttavia, tali incidenze, più che probabili e direttamente collegate al programma in questione, sono state considerate indirette<sup>87</sup>.

113. Inoltre, salvo alterare il significato dell'aggettivo utilizzato dalla Corte, la nozione di «effetto indiretto» non può essere equiparata a un effetto semplicemente «limitato», «accessorio» oppure «marginale». Siffatta interpretazione sarebbe del resto in contrasto con le norme del Trattato FUE. Infatti, quest'ultimo aggiunge all'obiettivo di stabilità dei prezzi il sostegno delle politiche economiche generali nell'Unione senza limitare la portata di tale sostegno. Per contro, l'articolo 127, paragrafo 1, TFUE impone al SEBC di agire in tal modo in quanto, redatto all'indicativo presente, esso stabilisce che «il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del trattato sull'Unione europea». L'unico limite a tale sostegno è di non arrecare pregiudizio all'obiettivo di politica monetaria.

114. Infine, ritengo che la Corte debba astenersi dall'effettuare un controllo di opportunità anche se il SEBC dispone di un ampio potere discrezionale «quando elabora e *attu*a un programma di operazioni di mercato aperto»<sup>88</sup>, e ciò per le scelte di natura tecnica alle quali esso procede nonché per le previsioni e le valutazioni complesse da effettuare.

115. In tali circostanze, ritengo che, se è stato constatato che gli obiettivi del programma di cui trattasi e gli strumenti scelti per la sua esecuzione rientrano nella politica monetaria, è necessario ma sufficiente che l'organo giurisdizionale accerti l'esistenza di garanzie teoricamente sufficienti per impedire che tale programma persegua, in realtà, un obiettivo prevalente di politica economica o pregiudichi l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

116. Ciò mi sembra in linea con la funzione del giudice che, nel caso in cui sia ammesso che l'autore della norma disponga di un ampio potere discrezionale per la presenza di elementi di fatto di natura economica, scientifica o tecnica particolarmente complessi, deve limitarsi ad esaminare se l'esercizio di tale potere non sia viziato da un errore manifesto di valutazione o da uno sviamento di potere oppure se l'autore della norma non abbia manifestamente travalicato i limiti del suo potere discrezionale<sup>89</sup>. «In un tale contesto, il giudice dell'Unione non può infatti sostituire la sua valutazione degli elementi di fatto di ordine [economico,] scientifico e tecnico a quella [dell'istituzione] cui il Trattato ha affidato tale compito»<sup>90</sup>.

87 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punti da 56 a 59).

88 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 68), il corsivo è mio.

89 V., in tal senso, a proposito del controllo dell'attività del legislatore dell'Unione in materia economica, sentenza dell'11 gennaio 2017, Spagna/Consiglio (C-128/15, EU:C:2017:3, punto 46) o, in materia scientifica, sentenza del 21 giugno 2018, Polonia/Parlamento e Consiglio (C-5/16, EU:C:2018:483, punto 150).

90 Sentenza del 21 giugno 2018, Polonia/Parlamento e Consiglio (C-5/16, EU:C:2018:483, punto 150). V., anche, in tal senso, sentenze del 22 novembre 2001, Paesi Bassi/Consiglio (C-301/97, EU:C:2001:621, punto 135), e dell'8 luglio 2010, Afton Chemical (C-343/09, EU:C:2010:419, punto 28).

117. Siffatto controllo può sembrare limitato, se non addirittura formale. Non si può tuttavia contestare alla Corte – o a un altro organo giurisdizionale – di procedere in tal modo sebbene un'analisi più approfondita non sia più giuridica ma, nel caso di specie, economica, e non rientrante nella competenza tecnica del giudice<sup>91</sup>. Orbene, la questione dell'esperienza deve essere presa necessariamente in considerazione in una riflessione sulla separazione dei poteri e nella risoluzione dei conflitti di ordine costituzionale<sup>92</sup>. Al pari degli organi della BCE, i giudici chiamati a controllare la validità delle decisioni di tale istituzione non sono eletti. Gli uni e gli altri traggono la loro legittimità non solo dalla loro indipendenza – che non vuol dire impunità –, ma anche dalla loro esperienza, la quale consente di stabilire i limiti del loro mandato.

*ii) Sulle garanzie del PSPP che limitano le sue incidenze in termini di politica economica*

118. Il primo effetto del PSPP denunciato dal giudice del rinvio, in quanto avrebbe un obiettivo di politica economica, sarebbe il miglioramento della situazione economica delle banche e l'aumento della loro solvibilità per la vendita al SEBC di un volume ingente di titoli a rischio di cui esse non avrebbero potuto disfarsi senza il PSPP (salvo subire perdite).

119. Al riguardo, il requisito della qualità creditizia imposto dall'articolo 3, paragrafo 2, lettera a), della decisione 2015/774 costituisce non solo una garanzia che contribuisce al rispetto dell'incitamento a condurre una sana politica di bilancio, ma dimostra altresì che l'obiettivo del PSPP non è di consentire alle banche commerciali di disfarsi dei titoli a rischio in loro possesso.

120. Il secondo effetto indiretto menzionato dal giudice del rinvio sarebbe il miglioramento delle condizioni di rifinanziamento degli Stati membri che potrebbero ottenere prestiti a condizioni nettamente più favorevoli sul mercato finanziario, il che non avverrebbe in mancanza del programma PSPP. Dato il volume particolarmente consistente del PSPP, ciò potrebbe indurre a considerare tale programma, sul piano qualitativo, come rientrante principalmente nella politica economica.

121. Come è stato già constatato correttamente dalla Corte, la gestione della politica monetaria implica in permanenza interventi sui tassi di interesse e sulle condizioni di rifinanziamento delle banche, il che ha necessariamente delle conseguenze sulle condizioni di finanziamento del disavanzo pubblico degli Stati membri<sup>93</sup>. L'azione della BCE non può tuttavia equivalere alla concessione di un'assistenza finanziaria ad uno Stato membro, in quanto siffatta misura non rientra manifestamente nella sfera della politica monetaria<sup>94</sup>.

122. A tal proposito, talune garanzie che legittimano il PSPP alla luce dell'articolo 123 TFUE consentono altresì di assicurare che esso non persegua, in via principale, un obiettivo di politica economica. Oltre alla subordinazione dell'acquisto dei titoli di Stato alla qualità creditizia<sup>95</sup>, ritengo essenziali tre garanzie. In primo luogo, gli acquisti di titoli di Stato nell'ambito del PSPP sono

91 V., in tal senso, Martucci, Fr., «La Cour de justice face à la politique monétaire en temps de crise de dettes souveraines: l'arrêt *Gauweiler* entre droit et marché», *Cahiers de droit européen*, 2015, pagg. da 493 a 534, in particolare, pag. 509; Classen, Cl. D., «Funktionsadäquate checks and balances statt richterliche Vollkontrolle unter demokratischem Vorwan», *Europarecht*, 2015, vol. 4, pagg. da 477 a 486; Herrmann, Chr., e Dornacher, C., «Grünes Licht vom EuGH für EZB-Staatsanleihenkäufe – ein Lob der Sachlichkeit!», *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2015, pagg. da 579 a 583, nonché Hinarejos, A., «*Gauweiler* and the Outright Monetary Transactions Programme: The Mandate of the European Central Bank and the Changing Nature of Economic and Monetary Union», *European Constitutional Law Review*, vol. 11, 2015, pagg. 563-576, in particolare, pag. 575. Alcuni di tali autori si basano anche sulla necessaria indipendenza della BCE per giustificare la limitatezza del controllo al quale la Corte deve procedere.

92 V., a tal proposito, Halberstam, D., «Constitutional Hierarchy: The Centrality of Conflict in the European Union and the United States», in Dunoff, J., e Trachtman, J., (a cura di), *Ruling the World? Constitutionalism, International Law and Global Government*, Cambridge University Press, 2009, pagg. da 326 a 355. V., anche, per un'applicazione della teoria di D. Halberstam alle decisioni adottate dall'Unione per contrastare la crisi finanziaria, Fabbrini, F., «The Euro-Crisis and the Courts: Judicial Review and the Political Process in Comparative Perspective», *Berkeley Journal of International Law*, vol. 32:1, 2014, pagg. da 64 a 123, in particolare, pagg. 116 e segg.

93 Sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler* e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 110).

94 V., in tal senso, sentenza del 27 novembre 2012, *Pringle* (C-370/12, EU:C:2012:756, punto 57).

95 Su tale condizione, v. paragrafi 86 e 87 delle presenti conclusioni.

accessori rispetto alle azioni autorizzate dagli altri tre programmi dell'APP che riguardano tutti l'acquisto di titoli privati<sup>96</sup>. In secondo luogo, gli acquisti autorizzati dal PSPP sono ripartiti tra tutti gli Stati membri dell'area dell'euro secondo un criterio di ripartizione, fisso e obiettivo, indipendente dalla situazione economica individuale di tali Stati. In terzo luogo, la ripartizione dei rischi è limitata al 20% degli acquisti effettuati nell'ambito del PSPP. Tali caratteristiche, che condizionano e delimitano l'attuazione del PSPP, impediscono di equiparare tale programma alla concessione di un'assistenza finanziaria a uno Stato membro.

123. Alla luce delle suesposte considerazioni, non ritengo quindi che la BCE abbia commesso un errore manifesto di valutazione nella determinazione dell'obiettivo del programma né nella scelta degli strumenti cui dare attuazione. Essa non è neppure incorsa in uno sviamento di potere<sup>97</sup> né ha travalicato manifestamente i limiti del suo potere discrezionale. Ciò premesso, se il PSPP persegue un obiettivo di politica monetaria mediante strumenti rientranti nella medesima politica, occorre altresì che le misure che esso comporta siano proporzionate all'obiettivo dichiarato.

### ***b) Sulla proporzionalità del PSPP***

124. Risulta dagli articoli 119, paragrafo 2, TFUE e 127, paragrafo 1, TFUE, in combinato disposto con l'articolo 5, paragrafo 4, TUE, che un programma di acquisti di titoli rientrante nella politica monetaria può essere validamente adottato e attuato soltanto se e in quanto le misure che esso comporta siano proporzionate agli obiettivi di tale politica<sup>98</sup>.

125. Come ho già menzionato più volte nelle presenti conclusioni, il SEBC disponeva, tuttavia, di un ampio potere discrezionale in quanto era chiamato, quando ha elaborato e attuato un programma di operazioni di mercato aperto come il PSPP, a procedere a scelte di natura tecnica e ad effettuare previsioni e valutazioni complesse<sup>99</sup>. In tale contesto, «il controllo del rispetto di alcune garanzie procedurali riveste importanza fondamentale. Fra tali garanzie rientra l'obbligo per il SEBC di esaminare, in modo accurato e imparziale, tutti gli elementi pertinenti della situazione di cui trattasi e di motivare le proprie decisioni in modo sufficiente»<sup>100</sup>.

#### *1) Sull'idoneità del PSPP a conseguire gli obiettivi del SEBC e la sua necessità*

126. Ai sensi del considerando 4 della decisione 2015/774, il PSPP rappresenterebbe una misura proporzionata per mitigare i rischi relativi alle previsioni sull'evoluzione dei prezzi, poiché «allenter[ebbe] ulteriormente le condizioni monetarie e finanziarie, comprese quelle relative alle condizioni di finanziamento delle società non finanziarie e delle famiglie dell'area dell'euro, sostenendo in tal modo i consumi aggregati e la spesa per investimenti nell'area dell'euro e contribuendo in ultima analisi ad un ritorno dei tassi di inflazione a livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine». Sempre secondo il medesimo considerando, la misura sarebbe giustificata in quanto «[i]n un contesto in cui i tassi di interesse di riferimento della BCE sono ai loro limiti inferiori, e si valuta che i programmi di acquisto concentrati su attività del settore privato abbiano consentito di affrontare in misura tangibile, ma non sufficiente, i prevalenti rischi di deflazione per la stabilità dei prezzi, è necessario aggiungere alle misure di politica monetaria dell'Eurosistema il PSPP, come strumento caratterizzato da un elevato potenziale di trasmissione all'economia reale. Grazie al

96 Articolo 2, paragrafo 2, degli orientamenti PSPP.

97 Si ricorda che un atto è viziato da sviamento di potere «se, in base a indizi oggettivi, pertinenti e concordanti, risulta adottato allo scopo esclusivo, o quanto meno determinante, di raggiungere fini diversi da quelli dichiarati o di eludere una procedura appositamente prevista dal Trattato per far fronte alle circostanze del caso di specie» [sentenza del 22 novembre 2001, Paesi Bassi/Consiglio (C-301/97, EU:C:2001:621, punto 153)].

98 Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 66).

99 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 68).

100 Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 69).

suo effetto di riequilibrio del portafoglio, l'ingente volume di acquisti del PSPP contribuirà a raggiungere il sottostante obiettivo di politica monetaria di indurre gli intermediari finanziari ad aumentare la fornitura di liquidità al mercato interbancario e quella di credito all'economia dell'area dell'euro».

127. Il rischio di deflazione, nel momento in cui la decisione 2015/774 è stata adottata, non è contestato<sup>101</sup>. Il contesto deflazionistico nel quale si inserisce il PSPP è, peraltro, descritto nel considerando 3 della decisione 2015/774. Infatti, ai sensi di tale considerando, la BCE constata che la decisione è stata adottata «alla luce di una serie di fattori che hanno sensibilmente accresciuto il rischio di diminuzione nelle previsioni di medio termine sull'evoluzione dei prezzi, pregiudicando in tal modo il raggiungimento dell'obiettivo principale della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi. Tali fattori comprendono uno stimolo monetario derivante dalle misure di politica monetaria adottate che è risultato inferiore alle attese, una tendenza al ribasso nella maggior parte degli indicatori relativi all'inflazione effettiva e a quella attesa nell'area dell'euro – sia nelle misure al consumo che in quelle depurate dall'impatto delle componenti volatili, quali energia e prodotti alimentari – verso il raggiungimento di minimi storici, e un'accresciuta possibilità di effetti di secondo impatto sul processo di formazione di salari e prezzi, derivanti da un significativo declino dei prezzi del petrolio».

128. Orbene, come riconosce il giudice del rinvio, il tasso di inflazione dipende in modo determinante dalle decisioni di spesa delle famiglie e dell'economia reale. A tal riguardo, l'aumento della liquidità delle banche commerciali e dei loro clienti assume rilievo quale obiettivo intermedio idoneo sulla via del condizionamento dell'aumento dei prezzi<sup>102</sup>.

129. La dottrina economica invocata dalla BCE tende a confermare che un programma di allentamento quantitativo è idoneo a conseguire l'obiettivo di stabilità dei prezzi per il suo impatto significativo e persistente sull'economia. Infatti, un acquisto consistente di titoli, ivi compresi titoli del settore pubblico, determina un allentamento delle condizioni monetarie e finanziarie che consente alle imprese e alle famiglie di ottenere finanziamenti a prezzi più vantaggiosi. Ciò comporta, in linea di principio, un incentivo agli investimenti e ai consumi, il che contribuisce al ritorno dei tassi di inflazione a un livello inferiore, ma prossimo, al 2%.

130. Come chiarito in modo convincente dalla BCE nelle sue osservazioni scritte, la decisione 2015/774 è idonea a conseguire il suo obiettivo grazie all'attivazione di tre canali di influenza differenti: il canale di segnalazione, il canale di durata e il canale di redistribuzione del portafoglio. Anzitutto, il PSPP segnala la disponibilità della BCE a contrastare le tendenze deflazionistiche e consolida in tal modo la credibilità della comunicazione sull'evoluzione futura dei tassi di interesse di riferimento. Inoltre, il PSPP comporta la riduzione dei premi di rischio collegati alla scadenza richiesti dagli operatori del mercato, i quali sono collegati all'assunzione dei rischi del tasso di interesse. Infine, il calo dei rendimenti dei titoli del settore pubblico causato dalla diminuzione dell'offerta incentiva gli investitori privati a redistribuire i loro portafogli in altri segmenti del mercato, in particolare attraverso l'acquisto di titoli societari o, nel caso delle banche, attraverso una maggiore concessione di crediti alle famiglie e alle imprese private.

131. Peraltro, il PSPP era necessario in quanto la BCE aveva ormai esaurito le altre misure di politica monetaria altrettanto efficaci. L'unica categoria di titoli idonea a fornire il volume di acquisti necessario per colmare il differenziale di inflazione, per il suo volume di mercato esistente, era quella dei titoli del settore pubblico.

101 V., in particolare, Antonin, C., Blot, Chr., Le Bayon, St., Péleraoux, H., Riffart, Chr., e a., «Banques centrales dernier rempart contre la déflation: Perspectives économiques 2014-2015 pour l'économie mondiale», *Revue de l'OFCE – Analyse et prévisions*, 2014, pagg. da 11 a 51.

102 V. punto 117 della domanda di pronuncia pregiudiziale.

132. Tali caratteristiche proprie di una misura di allentamento quantitativo e il contesto nel quale la decisione 2015/774 si inserisce sono stati illustrati dal presidente della BCE nella sua dichiarazione introduttiva del 22 gennaio 2015 e, ulteriormente, nel verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, del 21 e 22 gennaio 2015, nel corso della quale fu decisa l'istituzione del PSPP. Orbene, anche se l'obbligo di motivazione gravante sulla BCE è rilevante, la sua osservanza deve però essere valutata non soltanto alla luce del tenore letterale dell'atto considerato, ma anche del suo contesto e dell'insieme delle norme giuridiche che disciplinano la materia in questione<sup>103</sup>. Le dichiarazioni introduttive del presidente della BCE e i verbali delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE rientrano indubbiamente fra i documenti che possono descrivere tale «contesto».

133. La dichiarazione introduttiva del presidente della BCE è un primo elemento di motivazione utile. Infatti, quest'ultimo spiega, in tale dichiarazione, con un linguaggio chiaro e accessibile che «[l]a decisione odierna di politica monetaria sugli acquisti di attività aggiuntive è stata assunta per contrastare due andamenti sfavorevoli. In primo luogo, la dinamica dell'inflazione continua a essere più debole rispetto alle attese. Se da un lato la brusca diminuzione dei corsi petroliferi degli ultimi mesi resta la determinante principale degli attuali livelli di inflazione complessiva, dall'altro il potenziale per effetti di secondo impatto sul processo di formazione dei salari e dei prezzi è aumentato e potrebbe incidere negativamente sull'evoluzione di questi ultimi nel medio termine. Tale valutazione trova riscontro nell'ulteriore calo delle misure delle aspettative di inflazione ricavate dai mercati su tutti gli orizzonti temporali e negli indicatori dell'inflazione effettiva o attesa, che si collocano per lo più su livelli pari o prossimi ai minimi storici. Al tempo stesso la capacità produttiva inutilizzata permane notevole nell'area dell'euro, in un contesto di persistente debolezza della moneta e del credito. In secondo luogo, mentre gli interventi di politica monetaria varati tra giugno e settembre dell'anno scorso hanno determinato un consistente miglioramento per quanto riguarda le quotazioni nei mercati finanziari, non è accaduto lo stesso per i risultati quantitativi. Di conseguenza, l'attuale grado di accomodamento della politica monetaria non è stato sufficiente a fronteggiare in modo adeguato gli accresciuti rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione. L'adozione delle ulteriori misure di bilancio decise oggi si è quindi resa necessaria per il conseguimento del nostro obiettivo della stabilità dei prezzi, tenuto conto che i tassi di interesse di riferimento della BCE hanno raggiunto il limite inferiore».

134. Il verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015 è ancora più completo. Così, in particolare, in tale documento le previsioni relative all'inflazione nell'area dell'euro sono qualificate «cupe», in quanto l'incremento annuo degli indici dei prezzi al consumo armonizzati (IPCA) si è attestato a -0,2% nel dicembre 2014 «a causa, essenzialmente, di un calo del tasso annuo di variazione della componente energia ma anche della componente prodotti alimentari»<sup>104</sup>. Al punto 1 «Esame degli sviluppi finanziari, economici e monetari e delle possibili opzioni», sotto il titolo «Considerazioni e possibili opzioni di politica monetaria» viene posta espressamente la questione se «lo stimolo monetario già avviato rimanga adeguato per il raggiungimento di tassi di inflazione a livelli inferiori, ma prossimi al 2% nel medio termine o se sia divenuto necessario un programma ampliato di acquisti di attività al fine di assolvere il mandato della stabilità dei prezzi della BCE», sebbene «i rischi macroeconomici di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione si siano ulteriormente intensificati e sia accresciuta la possibilità di rischi di effetti di secondo impatto»<sup>105</sup>. È stato altresì constatato che l'elemento «quantitativo» delle misure adottate in precedenza dal Consiglio direttivo non ha risposto alle aspettative iniziali.

103 V., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 70).

104 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015.

105 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015.

135. In tale contesto il sig. Praet, membro del Consiglio direttivo della BCE, ha indicato due possibili opzioni di politica monetaria, l'accentuazione immediata dell'orientamento monetario accomodante – di cui venivano presentate due varianti –, oppure un approccio attendista, con la precisazione che «sarebbe necessario tenere in debita considerazione i rischi derivanti dalla decisione di non agire nel corso della presente riunione, che potrebbero essere più rilevanti dei rischi collegati all'adozione di misure»<sup>106</sup>. In tale occasione è stata anche esposta la questione della ripartizione dei rischi, nonché delle diverse formule possibili<sup>107</sup>. I dettagli operativi di un eventuale programma di acquisto di titoli del settore pubblico sono stati trattati successivamente dal sig. Coeuré, altro membro del Consiglio direttivo della BCE.

136. Il verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, del 21 e 22 gennaio 2015, fa riferimento al reale svolgimento di una discussione sull'andamento dei prezzi – la quale non dimostrava alcuna situazione deflazionistica, ma presentava tuttavia un rischio di effetti di secondo impatto che doveva essere preso seriamente in considerazione. È su tali basi di discussione che sono state adottate le decisioni di politica monetaria. Nel verbale si afferma espressamente che «[n]el corso di tale riunione sono stati anche presentati più argomenti a favore del mantenimento dell'orientamento attendista da parte di taluni membri, i quali ritenevano che la valutazione costi-benefici delle misure proposte non fosse favorevole»<sup>108</sup>. Tali argomenti sono esposti in modo dettagliato nel prosieguo del verbale, al pari delle soluzioni alternative proposte.

137. Tuttavia, «era opinione diffusa che, tenuto conto del livello attuale dei rendimenti dei titoli del settore privato e delle dimensioni del mercato di tali obbligazioni, gli acquisti di tale categoria di titoli avessero un potenziale relativamente basso di allentamento del credito e offrirono, quindi, soltanto una possibilità limitata di fornire l'orientamento accomodante necessario in tale fase»<sup>109</sup>. Pertanto, al termine di una discussione aperta e argomentata «[g]li acquisti di titoli di Stato sono risultati l'unico strumento disponibile in grado di offrire un'ampiezza sufficiente per fornire lo stimolo necessario al rispetto dell'obiettivo della BCE di stabilità dei prezzi»<sup>110</sup>. La ripartizione dei rischi, il volume del programma e le caratteristiche tecniche del PSPP sono stati oggetto di una successiva discussione e decisione.

138. Dalle precedenti osservazioni deriva che il ragionamento e le decisioni del SEBC risultano in modo chiaro e inequivocabile direttamente dai considerando della decisione 2015/774, chiariti dalla dichiarazione introduttiva del presidente della BCE del 22 gennaio 2015, oppure dal verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015. La decisione 2015/774 risponde quindi ai requisiti di motivazione imposti dall'articolo 296, secondo comma, TFUE, in quanto gli interessati possono conoscere le motivazioni della misura adottata e la Corte può esercitare il suo controllo.

139. Da tali motivazioni emerge peraltro che il SEBC ha esaminato con attenzione e imparzialità tutti gli elementi pertinenti della situazione di cui trattasi e la sua analisi della situazione economica, alla data dell'annuncio del programma e della decisione 2015/774, non risultava viziata da un errore manifesto di valutazione.

## 2) Sulla proporzionalità *stricto sensu* del PSPP

140. Sebbene il PSPP sia idoneo a conseguire l'obiettivo perseguito di stabilità dei prezzi, occorre altresì che esso non ecceda manifestamente quanto è necessario per il raggiungimento di tale scopo.

106 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015.

107 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015.

108 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015.

109 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015.

110 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015.

141. Al riguardo, i considerando 5 e 7 della decisione 2015/774 precisano, da un lato, che «[i]l PSPP contiene una serie di misure di salvaguardia per garantire che gli acquisti programmati siano proporzionati alle sue finalità, e che i relativi rischi finanziari siano stati debitamente presi in considerazione nella sua progettazione e siano tenuti sotto controllo tramite forme di gestione del rischio» e, dall'altro, che, «[r]elativamente alle dimensioni del PSPP, dell'ABSPP e del CBPP3, la liquidità fornita al mercato dagli acquisti mensili combinati ammonterà a 60 miliardi di [euro]. Gli acquisti sono destinati ad essere effettuati fino alla fine di settembre 2016, e saranno in ogni caso condotti fino a che il Consiglio direttivo ravvisi un duraturo aggiustamento nell'evoluzione dell'inflazione, che sia coerente con la sua finalità di raggiungere tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2% nel medio termine».

142. Anzitutto l'importo di EUR 60 miliardi non sembra eccedere quanto era all'epoca necessario. Infatti, dal verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015 emerge che un programma avente un volume «dell'ordine di 50 miliardi di euro che si protraeva da marzo 2015 a fine 2016» è stato dichiarato «necessario per compensare l'indebolimento delle prospettive di inflazione associato allo stimolo monetario più moderato del previsto». Tuttavia, «[a]l fine di accelerare l'impatto [del PSPP] è stato offerto un ampio sostegno a favore di una determinata anticipazione portando il volume mensile degli acquisti a 60 miliardi di euro, a decorrere dal marzo 2015 e sino a fine settembre 2016, pur non modificando significativamente il volume complessivo degli acquisti previsti»<sup>111</sup>.

143. Inoltre sono gli andamenti sfavorevoli osservati nel corso del 2015 e del 2016 ad aver giustificato le modifiche della decisione 2015/774, in particolare per quanto riguarda la durata e il volume del PSPP.

144. Così, in particolare, la proroga del PSPP, decisa il 3 dicembre 2015, è stata adottata dopo una discussione argomentata in base a vari dati che confermavano che l'adeguamento dell'inflazione a tassi più prossimi al 2% avrebbe richiesto più tempo di quanto previsto nel marzo 2015<sup>112</sup>. Non vi è dubbio che sia stata effettuata una ponderazione degli interessi in gioco. Infatti, nel verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, del 2 e 3 dicembre 2015, si afferma, in particolare, che «si è sostenuto che il rischio associato all'inerzia era nettamente superiore al rischio derivante dall'azione», ma anche che taluni membri del Consiglio direttivo hanno «ritenuto insufficienti, nel corso di tale riunione, gli argomenti a favore della ricalibrazione della politica monetaria», o hanno «richiamato l'attenzione sul fatto che il giudizio sulla necessità di intervenire non poteva essere separato dalla natura degli altri strumenti disponibili» e che «l'efficacia delle misure di politica monetaria supplementari doveva essere valutata alla luce dei relativi costi e dei potenziali effetti secondari». Così, anche se la proposta di prorogare l'APP dal settembre 2016 al marzo 2017 ha ricevuto un notevole sostegno, è stato espresso un ampio consenso a favore del fatto che la congiuntura non giustificava altre opzioni come una proroga più estesa del programma o l'ampliamento del volume mensile di acquisti<sup>113</sup>.

145. La decisione di aumentare il volume degli acquisti mensili nell'ambito dell'APP a EUR 80 miliardi, l'8 dicembre 2016, è stata adottata in seguito a un dibattito analogo, dopo che era stato constatato un nuovo deterioramento delle prospettive di un aggiustamento duraturo dell'inflazione a causa, principalmente, del degrado delle condizioni esterne<sup>114</sup>. Come viene affermato – ed esposto in dettaglio – nel verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, del 9

111 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 21 e 22 gennaio 2015. Nelle sue osservazioni scritte la BCE precisa di aver fatto ricorso a vari modelli econometrici per valutare i volumi di acquisto approssimativi necessari per raggiungere il tasso di inflazione previsto (v. punto 22 di dette osservazioni).

112 V., a tal proposito, l'esposizione del sig. Praet e la discussione nell'ambito del Consiglio direttivo al riguardo contenuta nel verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 2 e 3 dicembre 2015.

113 V. verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 2 e 3 dicembre 2015.

114 In particolare, il calo dei prezzi dell'energia e l'andamento del tasso di cambio. V. verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 9 e 10 marzo 2016.

e 10 marzo 2016, «sono state espresse opinioni diverse riguardo alle diverse componenti delle misure proposte»<sup>115</sup>. Così, in particolare, alcuni hanno menzionato i costi e rischi di un impegno più gravoso negli acquisti di attività del settore pubblico<sup>116</sup> o l'introduzione di un regime di esenzione del tasso sui depositi presso la banca centrale applicabile alle eccedenze di riserve costituite dalle banche non è stata ritenuta giustificata<sup>117</sup>.

146. La decisione di prorogare l'APP sino al dicembre 2017 risponde anch'essa a un'analisi seria delle prospettive di andamento dei prezzi. Così, senza celare la ripresa dell'inflazione, il sig. Praet ha attirato l'attenzione del Consiglio direttivo della BCE, in occasione della sua esposizione sull'ambiente internazionale e sugli andamenti economici e monetari nell'area dell'euro, sul fatto che l'inflazione sottostante non aveva ancora mostrato una tendenza al rialzo convincente. Alla luce di tutti i parametri di cui disponeva la BCE quando il sig. Praet ha ritenuto che la proroga del programma di acquisto di attività oltre il marzo 2017 risultava giustificato, i progressi nel senso di un aggiustamento duraturo dell'andamento dell'inflazione erano ancora insufficienti<sup>118</sup>. Sono state quindi proposte al Consiglio direttivo due opzioni: continuare gli acquisti al ritmo mensile di EUR 80 miliardi per sei mesi o prorogare il programma di nove mesi al ritmo mensile di EUR 60 miliardi. Sia il sig. Praet che il sig. Cœuré – dopo aver esposto le questioni sollevate dall'attuazione delle due opzioni – si sono espressi a favore della seconda opzione<sup>119</sup>.

147. Tali opzioni sono state oggetto di un effettivo dibattito nell'ambito del Consiglio direttivo della BCE. Infatti, dal verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, del 7 e 8 dicembre 2016, emerge che sono stati presentati argomenti a favore di una prospettiva di acquisti più breve o più lunga, mentre altri membri non sostenevano nessuna delle opzioni proposte<sup>120</sup>. La proroga degli acquisti su una prospettiva di nove mesi al ritmo di EUR 60 miliardi è stata ritenuta, alla fine, l'opzione che «garantiva il giusto equilibrio tra l'invio di un segnale di fiducia e la necessità di preservare la stabilità in un ambiente incerto, presentando al contempo il vantaggio della flessibilità di fronte a circostanze sfavorevoli e mantenendo la fattibilità operativa»<sup>121</sup>.

148. Le diverse modifiche del PSPP, segnatamente in termini di durata e di volume, sono quindi certamente il risultato di una ponderazione degli interessi in gioco. Al riguardo, la prassi della BCE consistente nel pubblicare i verbali delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, nel corso delle quali vengono adottate le decisioni relative al PSPP, garantisce una motivazione specifica e sufficiente che risponde ai requisiti di cui all'articolo 296, secondo comma, TFUE. Dopo essere state annunciate nei comunicati stampa della BCE e riprese nei considerando delle decisioni della BCE che modificano la decisione 2015/774, la forza vincolante dei volumi mensili di acquisti e la durata dell'applicazione dell'APP nei confronti del SEBC non possono essere contestate, se non altro a causa del principio *patere legem quam ipse fecisti*. Secondo la BCE, tali modifiche hanno inoltre comportato la modifica dell'articolo 2, paragrafo 2, e dell'articolo 3 degli orientamenti PSPP al fine di dare attuazione alle modifiche del volume di acquisti mensile dell'APP nonché alle proroghe della durata dell'applicazione di tale volume.

149. Peraltro, al di là della subordinazione della prosecuzione del PSPP all'obiettivo di ottenere, nel medio termine, un tasso di inflazione a un livello inferiore, ma prossimo, al 2% – il che condiziona la sua durata, ma anche il suo volume –, l'ampiezza potenziale del PSPP è limitata in vari modi dalla decisione 2015/774.

115 Nota non rilevante per la versione italiana delle presenti conclusioni.

116 V. verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 9 e 10 marzo 2016.

117 V. verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 9 e 10 marzo 2016.

118 Sulla presa in considerazione dei progressi realizzati e sulla loro insufficienza, v. anche la discussione nell'ambito del Consiglio direttivo della BCE (verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 7 e 8 dicembre 2016).

119 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 7 e 8 dicembre 2016.

120 Nota non rilevante per la versione italiana delle presenti conclusioni.

121 Verbale della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE del 7 e 8 dicembre 2016.

150. Dette limitazioni corrispondono a talune garanzie che ostano a che gli operatori attivi sui mercati dei titoli di Stato possano agire, de facto, come intermediari del SEBC per l'acquisto diretto dei titoli presso le autorità e gli organismi pubblici dello Stato membro in questione. Mi limiterò quindi a ricordarle:

- in primo luogo, il PSPP è solo uno dei quattro sottoprogrammi dell'APP e l'acquisto dei titoli di Stato sui mercati secondari che esso autorizza è accessorio rispetto agli altri tre programmi riguardanti l'acquisto di titoli privati<sup>122</sup>;
- in secondo luogo, dall'articolo 6, paragrafo 2, della decisione 2015/774 deriva che gli acquisti autorizzati sono ripartiti tra tutti gli Stati membri dell'area dell'euro secondo lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, come previsto dall'articolo 29 del Protocollo sul SEBC e sulla BCE; e
- in terzo luogo, l'articolo 5 della decisione 2015/774 sottopone gli acquisti di titoli di Stato sui mercati secondari a due limiti relativi, da un lato, all'emissione di titoli e, dall'altro, all'emittente.

151. Dalle caratteristiche del PSPP, come stabilite dalla decisione 2015/774, risulta quindi che il SEBC ha ponderato i vari interessi in gioco in modo da evitare che possano verificarsi, al momento dell'attuazione del programma considerato, inconvenienti manifestamente sproporzionati rispetto agli obiettivi perseguiti.

152. La mia conclusione non consiste nel negare le controversie relative all'efficacia del PSPP. Tuttavia, come la Corte ha già avuto occasione di sottolineare correttamente, «alla luce del carattere controverso che presentano abitualmente le questioni di politica monetaria e dell'ampio potere discrezionale del SEBC, da quest'ultimo non può esigersi altro se non l'utilizzazione delle sue conoscenze specialistiche in campo economico e dei mezzi tecnici necessari di cui esso dispone al fine di effettuare la medesima analisi con la diligenza e la precisione necessarie»<sup>123</sup>. Orbene, i verbali delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE, relativi alla decisione 2015/774, costituiscono una prova sufficiente di tale diligenza.

### **3. Conclusione sulla terza e sulla quarta questione**

153. Dalle suesposte considerazioni risulta che la BCE, adottando la decisione 2015/774, non ha travalicato il suo mandato come definito all'articolo 119 TFUE e all'articolo 127, paragrafi 1 e 2, TFUE e che il PSPP è stato deciso e attuato nel rispetto dei principi di attribuzione delle competenze e di proporzionalità sanciti all'articolo 5, paragrafi 2 e 4, TUE.

<sup>122</sup> Articolo 2, paragrafo 2, degli orientamenti PSPP.

<sup>123</sup> Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punto 75).

## VI. Conclusione

154. Alla luce delle considerazioni che precedono, propongo alla Corte di rispondere alle questioni pregiudiziali sollevate dal Bundesverfassungsgericht (Corte costituzionale federale, Germania) nei seguenti termini:

«L'esame della decisione (UE) 2015/774 della Banca centrale europea, del 4 marzo 2015, su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari, come modificata dalla decisione (UE) 2015/2101 della Banca centrale europea, del 5 novembre 2015, dalla decisione (UE) 2016/702 della Banca centrale europea, del 18 aprile 2016, dalla decisione (UE) 2015/2464 della Banca centrale europea, del 16 dicembre 2015, nonché dalla decisione (UE) 2017/100 della Banca centrale europea, dell'11 gennaio 2017, non ha rivelato alcun elemento idoneo a inficiare la sua validità».