

**I (nuovi) confini della politica monetaria.**  
**Commento a CGUE, 11 dicembre 2018, Sezione Grande, C. 493/17**

di Nicoletta Marzona

8 aprile 2019

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. I confini della politica monetaria europea – 3. I confini della proporzionalità delle misure di politica monetaria – 4. Scelte di politica monetaria e obbligo di motivazione tra effettività e legittimazione – 5. Conclusioni

**1. Premessa.**

Per la seconda volta a distanza di pochi anni<sup>1</sup>, la Corte di giustizia è stata chiamata a definire i confini della politica monetaria europea e, quindi, del mandato della Bce di Mario Draghi e del SEBC. L'oggetto immediato della contesa è la legittimità del cd. programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (PSPP, altrimenti noto come "*Quantitative easing*"), approvato dalla BCE nel 2015 (del. 2015/774 e successive modifiche)<sup>2</sup>.

L'occasione è fornita, anche in questa occasione, da un rinvio pregiudiziale della corte costituzionale tedesca<sup>3</sup>, chiamata a sindacare l'applicabilità nell'ordinamento tedesco

---

<sup>1</sup> Cfr. Sentenza 16 giugno 2015, Gauweiler e a., C-62/14, sul programma OMT. In dottrina, cfr. A. De Pretis, *Un compromesso responsabile: la risposta del Tribunale costituzionale federale tedesco alla sentenza della Corte di Giustizia sul rinvio pregiudiziale di Karlsruhe*, in *Federalismi*, 13, 2016; P. Faraguna, *La sentenza del Bundesverfassungsgericht sul caso OMT/Gauweiler*, in *Diritti comparati working papers*, 2016; F. Saitto, *Il Bundesverfassungsgericht e l'Europa tra istanze "controdemocratiche", principio di responsabilità e difesa della democrazia rappresentativa alla luce del caso OMT*, in *Costituzionalismo*, 2017; A. Di Martino, *Le Outright Monetary Transactions tra Francoforte, Karlsruhe e Lussemburgo. Il primo rinvio pregiudiziale del BVERFG*, in *Federalismi*, 1, 2014; F. Saitto, *Economia e stato costituzionale. Contributo allo studio della "Costituzione economica" in Germania*, Milano, Giuffrè, 2015, 322 ss., nonché il numero speciale di *German Law Journal*, 2, 2014. Per i giudici di Lussemburgo la esclusività della politica monetaria è unidirezionale: «nel senso che, mentre vi è un campo di azione riservato per tecnica e finalità, alla BCE, questa potrà invece, con mezzi non convenzionali, perseguire obiettivi economici quando questi sono determinati dalla necessità di evitare il collasso dell'Eurozona, cioè quando sia minacciata la stessa esistenza dell'Unione monetaria» (così Ibrido): in tal senso, A. Manzella – C. Pinelli – L. Gianniti, *Politica monetaria e politica economica nell'Unione europea*, in *Astrid*, 2016, 3.

<sup>2</sup> BCE, Deliberazione n. 2015/774, del 4 marzo 2015, modificata con del. 2017/100, in data 11 gennaio 2017. Per un approfondimento, D. Cardi, *Quantitative easing e ruolo istituzionale operativo della BCE alla luce delle recenti deliberazioni del Consiglio direttivo*, in *Federalismi* n. 24/2015.

<sup>3</sup> Sul ruolo della Corte costituzionale tedesca nel sollecitare una valutazione di legittimità in merito al mandato della BCE, G. Di Gaspare, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Cedam Padova, 2015, p. 267 ss, ove l'A. mette in evidenza come la Corte costituzionale tedesca non riconosca il fondamento sovranazionale della politica monetaria della UE, mantenendo in capo a sé il dovere

del citato programma di acquisto e delle conseguenti azioni /inazioni da parte della Banca federale di Germania, del Governo federale e del Parlamento federale<sup>4</sup>.

Nel merito, la Corte di giustizia ritiene che il programma di acquisto sia una misura di politica monetaria - dunque, riconducibile al mandato conferito dal diritto primario della UE alla BCE e al SEBC; ritiene, inoltre, che la misura sia stata adeguatamente motivata e proporzionale agli obiettivi di politica monetaria nello specifico perseguiti. Ritiene, infine, che la misura della BCE non violi il divieto di assistenza finanziaria da parte del SEBC ad autorità, organismi pubblici dell'UE e degli Stati membri e non induca verso politiche di bilancio non sane (né le disincentivi).

## **2. I confini della politica monetaria europea.**

La decisione della Corte presenta molteplici profili d'interesse. Il primo è senz'altro quello relativo alla riconducibilità del cd. *Quantitative easing* entro i confini della politica monetaria e, quindi, entro il mandato che il diritto primario della UE conferisce alla BCE e al SEBC<sup>5</sup>.

La soluzione di questo nodo dipende, innanzitutto, dall'obiettivo perseguito dalla misura controversa e dalla sua coerenza con gli obiettivi posti dal diritto primario della UE in capo alla BCE e al SEBC<sup>6</sup>. Ovviamente è necessario anche il rispetto del principio di proporzionalità e di motivazione, ma su questi profili si tornerà in seguito. Ebbene, se l'obiettivo del programma di acquisto approvato dalla BCE è senza esitazione identificato nel "*ritorno dei tassi di inflazione a livelli inferiori, ma prossimi, al 2% nel medio termine*"<sup>7</sup>, alla Corte spetta l'onere di interpretarne la coerenza con l'obiettivo principale della politica monetaria come definito nei Trattati: quello, cioè,

---

costituzionale di garantire l'osservanza dei diritti fondamentali dei suoi cittadini, tra i quali, appunto, la tutela del risparmio.

<sup>4</sup> Sulle ricadute istituzionali, R. Ibrido, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *Federalismi*, n. 5/2017; F. Pennesi, *Nel nome della stabilità dei prezzi? La Corte di giustizia approva il Quantitative easing (nota a sentenza n. 493/17, Weiss e a)*. Sull'incerta *governance* multilivello nello spazio finanziario europeo, si vedano le illuminanti pagine di G. Di Gaspare, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Cedam Padova, 2015, p. 267 ss., L'A. analizza altresì le conseguenze prodotte dall'assunzione in capo alla Bce di compiti di vigilanza (col Reg. UE n. 1024/2013), accanto a quelli di politica monetaria. Per un inquadramento più generale del SEBC, M. Savino, *L'organizzazione amministrativa dell'Unione europea*, in L. De Lucia, B. Marchetti, *L'amministrazione europea e le sue regole*, Bologna, Il Mulino, 2015, 59 ss.

<sup>5</sup> Punti. 53-70 della decisione.

<sup>6</sup> Per le loro caratteristiche di strumenti non convenzionali, sia il Programma OMT sia il Quantitative easing devono rispettare le norme del diritto primario della UE, tra cui il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri. Sul punto, G. Di Gaspare, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Cedam Padova, 2015, p. 280. In giurisprudenza, cfr. sentenze del 27 novembre 2012, *Pringle*, C-370/12, EU:C:2012:756, punti 53 e 55, nonché del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.*, C-62/14, EU:C:2015:400, punto 46.

<sup>7</sup> Punto 54 della decisione.

della stabilità dei prezzi<sup>8</sup>. Come noto, questo obiettivo è espresso in forma generale e astratta, consegnando, di fatto, ampia discrezionalità nelle mani della BCE e del SEBC. In questo scenario, il giudice europeo non può che limitarsi a un sindacato sulla manifesta irragionevolezza o erroneità di valutazione compiuta dalle autorità europee. Un vizio siffatto è però escluso: il contenimento dell'andamento dei tassi di inflazione entro certe soglie può essere ricondotto al primario obiettivo della stabilità dei prezzi, laddove, invece, la giustificazione fattuale viene da una pluralità di fattori, quali l'imprecisione degli strumenti di misura dell'inflazione, l'esistenza di sensibili differenze di inflazione nella zona euro, la necessità di prevenire un rischio deflazione. La coerenza con gli obiettivi di politica monetaria deve però superare anche un'ulteriore prova di resistenza, che potrebbe definire di tipo esterno: in particolare, è necessario dimostrare che essa non sia una misura di politica economica mascherata, dunque, esulante dal mandato della BCE e del SEBC.

A ben vedere, viene qui in rilievo il tema dei confini della politica monetaria, tracciati, però, non tanto a partire dagli obiettivi ad essa assegnati dal diritto della UE; quanto, piuttosto, ricavabili in via indiretta dai confini della politica economica.

Non si prenderà qui ad oggetto l'utilità/opportunità di questa separazione, tanto sotto il profilo funzionale, quanto, di attribuzioni<sup>9</sup>. Ai fini del commento, basterà rilevare che la complessità di operare questa separazione è acuita dal fatto che la politica monetaria produce effetti sull'economia reale e, dunque, "da politica economica"<sup>10</sup>. Per quanto riguarda il PSPP, tali sono senz'altro gli effetti prodotti sul bilancio delle banche commerciali, nonché sulle condizioni di finanziamento degli Stati membri della zona euro. Da un lato, infatti, è inevitabile che la politica monetaria incida sui tassi d'interesse e dunque sulle condizioni di rifinanziamento delle banche; dall'altro, in modo altrettanto inevitabile, queste misure non possono non influire sull'economia reale, attraverso "*l'agevolazione della fornitura di credito all'economia, nonché attraverso la modifica dei comportamenti degli operatori economici e dei privati in materia di investimento, di consumi e di risparmio*"<sup>11</sup>.

Questo sconfinamento, se così si può dire, non è però ignorato dal diritto europeo: fermo l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi, spetta al SEBC anche sostenere le politiche economiche generali nell'Unione, nel rispetto dei principi dell'art. 119 TFUE. Inoltre, come risulta chiaramente dall'articolo 18, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE, al fine del raggiungimento dei propri fini, la BCE e le banche centrali degli

<sup>8</sup> Art 127, paragrafo 1, e art. 282, paragrafo 2, TFUE.

<sup>9</sup> Per la tesi secondo la quale le operazioni non convenzionali decise della BCE rappresenterebbero un caso "critico", "eccezionale", "decisivo", in senso schmittiano, cfr. L. BUFFONI, *La politica della moneta e il soggetto della sovranità: il caso "decisivo"*, in *Rivista AIC*, 2, 2016. Cfr., inoltre, G. NAPOLITANO, *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della governance economica europea*, in ID. (cur.), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, il Mulino, 2012, 383 ss., spec. 406.

<sup>10</sup> Punto 64 parte in diritto, ove la Corte osserva come occorra ricordare che "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 deficit pubblico degli Stati membri (sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a., C-62/14, EU:C:2015:400, punto 110)".

<sup>11</sup> Punto 65 della decisione. Cfr., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.*, C-62/14, EU:C:2015:400, punti 78 e 108.

Stati membri possono, in linea di principio, operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili denominati in euro<sup>12</sup>.

Gli autori dei Trattati non hanno inteso, insomma, operare una separazione assoluta tra la politica economica e quella monetaria<sup>13</sup>. Sul piano concreto, ciò significa che sia impedito argomentare l'estraneità alla politica monetaria di una misura adottata dalla BCE e dal SEBC sol perché essa produce effetti indiretti ottenibili anche attraverso azioni di politica economica<sup>14</sup>.

Questa conclusione preclude anche la possibilità di qualificare ogni effetto sull'economia reale derivante da misure di politica monetaria – allorché sia prevedibile e scientemente accettato al momento della loro adozione - quale effetto diretto e perciò illegittimo alla luce del primario diritto della Ue<sup>15</sup>. Se così non fosse, la politica monetaria europea ne risulterebbe sensibilmente depotenziata, con il paradosso che, ove gli effetti delle misure siano scientemente accettati e prevedibili, sarebbe di fatto impedito al SEBC di utilizzare gli strumenti messi a disposizione dai Trattati e di raggiungere l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

### ***3. I confini della proporzionalità delle misure di politica monetaria.***

Ogni misura di politica monetaria deve essere anche idonea e proporzionale all'obiettivo perseguito, in linea con gli artt. 119, par. 2, e 127, par. 1, TFUE<sup>16</sup>.

Come si è già anticipato, nell'elaborazione e attuazione delle scelte di politica monetaria il SEBC gode di un ampio margine discrezionale e compie scelte di natura tecnica che implicano valutazioni complesse<sup>17</sup>: di conseguenza, il sindacato giudiziale

<sup>12</sup> Ne consegue che le operazioni previste dalla decisione 2015/774 utilizzano uno degli strumenti della politica monetaria previsti dal diritto primario (v., per analogia, sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.*, C-62/14, EU:C:2015:400, punto 54).

<sup>13</sup> Come nota R. Ibrido, *Il controllo democratico della politica monetaria cit.*, 5-6, ove l'A. nota: "politica monetaria e politica economica non possono essere considerate come due grandezze certe, predeterminabili in astratto e una volta per tutte. Si tratta, semmai, di concetti "a fisarmonica", sicché il limite oltre il quale l'azione della BCE non può spingersi deve essere dinamicamente ricostruito alla luce di una serie di variabili giuridicamente rilevanti. Una di queste variabili può essere rintracciata nella quantità e soprattutto nella qualità delle interazioni fra istituzioni rappresentative e Banca centrale europea. In altre parole, eventuali sconfinamenti della BCE dalle proprie competenze, per così dire, "ordinarie" potrebbero risultare difficilmente ammissibili in assenza di meccanismi di controllo parlamentare. Al contrario, il problema della legittimazione e della legittimità delle politiche monetarie non convenzionali potrebbe essere in parte sdrammatizzato in presenza di adeguate procedure di interazione con le istituzioni rappresentative, sia pure nei limiti consentiti dal principio di indipendenza della BCE, il quale pare ammettere solo forme di "controllo-verifica" e non già di "controllo-ingerenza".

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

<sup>15</sup> Cfr. sentenza 27 novembre 2012, *Pringle*, e sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.* (C-62/14, EU:C:2015:400).

<sup>16</sup> Il principio di proporzionalità esige, per consolidata giurisprudenza della Corte, che gli atti delle istituzioni dell'Unione siano idonei a garantire la realizzazione dei legittimi obiettivi perseguiti dalla normativa in questione e non vadano oltre quanto è necessario per raggiungere questi obiettivi. Cfr., sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.*, C-62/14, EU:C:2015:400, punto 67 e la giurisprudenza ivi citata.

<sup>17</sup> Cfr. sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.*, C-62/14, EU:C:2015:400, punto 68. Sulla deference dovuta alla discrezionalità tecnica nella giurisprudenza statunitense, cfr. *Skidmore v. Swift*, 323 U.S. 134 (1944) e ora, più recentemente, *United States v. Mead Corp.*, 533 U.S. 218 (2001) la quale riporta



è costretto a svolgersi su un piano esterno, di verifica della non manifesta irragionevolezza e erroneità delle scelte valutative compiute dall'amministrazione.

Si dirà subito che la Corte di giustizia ha ritenuto il PSPP idoneo e proporzionale: idoneo in quanto funzionale all'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi; proporzionale in quanto non eccedente quanto necessario al raggiungimento dell'obiettivo.

Da un punto di vista strettamente giuridico, non è però questo il punto di maggiore interesse. La conclusione positiva in punto di idoneità e di proporzionalità poteva ritenersi infatti quasi "scontata", sia alla luce delle conclusioni parziali raggiunte in relazione alla inerenza del PSPP alla politica monetaria, sia, comunque, della precedente giurisprudenza della Corte (in particolare, della sentenza sul programma OMT già richiamata in apertura).

Il punto più interessante è rappresentato, piuttosto, dagli elementi probatori che vengono presi a riferimento dalla Corte al fine di affermare l'idoneità e la proporzionalità della misura. La Corte non si ferma, diciamo così, al dato testuale del provvedimento, né agli atti interni ad esso preliminari. Piuttosto, valorizza tutta una serie di supporti informativi e documentali disponibili/pubblicati contestualmente e successivamente alla misura. Rilevano le prassi delle altre banche centrali, studi e rapporti di varie istituzioni: insomma, il giudice mostra di fondare il proprio apprezzamento sulla ricostruzione della intera base conoscitiva a disposizione dell'amministrazione, sia in punto di esistenza di un rischio deflazione, sia della idoneità del programma di acquisto titoli a fronteggiare un tale rischio. Lo stesso approccio è utilizzato anche per sostenere la proporzionalità dell'intervento del SEBC: a questo riguardo vengono, ad esempio, valorizzate le misure di politica monetaria già poste in essere e il permanere, nonostante tali misure, di un rischio deflazione.

Vi è poi un secondo profilo d'interesse, che attiene in modo più diretto alla proporzionalità degli interventi di politica monetaria. La Corte di giustizia valorizza, infatti, tutti i profili di flessibilità presenti nell'architettura del PSPP, i quali rivelano la capacità di adattamento costante al mutamento dello scenario fattuale: tali profili

---

appunto in gioco Skidmore e fonde lo Chevron step 2 con l'argomentazione sviluppata in Skidmore. In dottrina, per i profili di analisi economica, G. Napolitano, *Analisi economica del diritto pubblico*, Bologna, Il Mulino, 2009, 239, ove l'A. analizza il rapporto tra discrezionalità, costi di transazione e obiettivi di credibilità.

investono tanto la durata (temporaneità<sup>18</sup>), quanto la dimensione quantitativa<sup>19</sup>. Gli elementi di rigidità, se così di può dire, a partire dalla mancanza di selettività, sono assunti, invece, quali elementi a sostegno della idoneità della misura e dunque, solo indirettamente, della proporzionalità<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Il PSPP è destinato, sin dall'origine, ad essere attuato unicamente durante il periodo necessario per raggiungere l'obiettivo previsto e presenta dunque carattere temporaneo. Risulta infatti dal considerando 7 della decisione 2015/774 che la sua prevedibile durata di applicazione si estendeva inizialmente fino alla fine del mese di settembre 2016. Tale durata è stata poi prorogata fino alla fine del mese di marzo 2017, e poi fino alla fine del mese di dicembre 2017, come enunciato rispettivamente dal considerando 3 della decisione 2015/2464 e dal considerando 4 della decisione 2017/100. Queste decisioni hanno trovato poi posto negli *Orientamenti relativi ad un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari* (BCE/2015/NP3, par. 2), i quali vincolano le banche centrali degli Stati membri a norma dell'articolo 12, paragrafo 1, del Protocollo sul SEBC e sulla BCE. Non consta che tale durata iniziale ovvero le sue successive proroghe eccedano manifestamente quanto era necessario per raggiungere l'obiettivo desiderato, in quanto le suddette durate di applicazione hanno sempre corrisposto a periodi relativamente brevi e sono state decise tenendo conto del fatto che l'evoluzione osservata dei tassi di inflazione era insufficiente per conseguire l'obiettivo ricercato dalla decisione 2015/774. Sul significato e rilievo giuridico della *soft regulation*, B. Boschetti, *Soft law e normatività. Un'analisi comparata*, in *Riv. Reg. Mercati*, disponibile on-line, 2016, n. 2. Si deve peraltro sottolineare che nel caso OMT e in altri precedenti la Corte europea abbia ammesso il sindacato su atti e misure non aventi effetti giuridici, semplicemente annunciati da istituzioni dell'Unione (per il Programma OMT l'annuncio da parte del Presidente Draghi è avvenuto in Conferenza Stampa), sulla base delle condizioni di accesso al ricorso vigenti nel diritto interno: oltre alla sentenza sul caso OMT, sentenza 16 giugno 2015, Gauweiler e a., C-62/14, cit., si vedano le sentenze *British American Tobacco (Investments)* e *Imperial Tobacco*, C-491/01, EU:C:2002:741, punti 36 e 40, nonché *Intertanko* e a., C-308/06, EU:C:2008:312, punti 33 e 34.

Sulla capacità adattativa come fattore che acquisisce la resilienza di sistema, B. Boschetti, *La destrutturazione del procedimento amministrativo. Nuove forme adattative tra settori e sistemi*, Edizioni ETS, Pisa, 2018, *passim*; B. Boschetti e N. Marzona, *Amministrazione e sperimentalismo (democratico)*, in corso di pubblicazione in A. Quadrio Curzio, F. Cerniglia, *Il mostro effimero. Democrazia ed economia nella crisi dei corpi intermedi*, Il mulino, Bologna, 2019.

<sup>19</sup> Attraverso una serie di regole si è limitato preventivamente tale volume. Sin dall'origine, questo è stato circoscritto mediante la fissazione di un importo massimo mensile di acquisto di attivi a titolo dell'APP. Tale importo, che è stato regolarmente rivisto al fine di limitarlo a quanto è necessario per raggiungere l'obiettivo annunciato, viene indicato nel considerando 7 della decisione 2015/774, nel considerando 3 della decisione 2016/702, nonché nel considerando 5 della decisione 2017/100, ed è stato iscritto nell'articolo 2, paragrafo 2, degli orientamenti. Inoltre, l'ampiezza del potenziale intervento del SEBC sui mercati secondari, nell'ambito del PSPP, incontra delle limitazioni anche nelle regole enunciate all'articolo 5 della decisione 2015/774, le quali stabiliscono dei rigorosi tetti massimi di acquisto per emissione e per emittente. Poi, se è pur vero che, malgrado questi diversi limiti, il volume complessivo dei titoli acquistabili in base al PSPP resta notevole, la BCE ha però osservato in modo pertinente che l'efficacia di un siffatto programma, attraverso i meccanismi descritti al punto 77 della presente sentenza, si basa sull'acquisto e sulla conservazione di un grande volume di titoli del debito pubblico, il che implica non soltanto che gli acquisti realizzati devono presentare un volume sufficiente, ma anche che può rivelarsi necessario, per realizzare l'obiettivo ricercato dalla decisione 2015/774, conservare durevolmente i titoli acquistati e reinvestire le somme risultanti dal rimborso di questi ultimi alla loro scadenza.

<sup>20</sup> Proprio la mancanza di selettività di tale programma assicura che l'azione del SEBC produrrà i suoi effetti sulle condizioni finanziarie dell'insieme della zona euro e non risponderà ai bisogni specifici di finanziamento di taluni Stati membri di questa zona. Allo stesso modo, la scelta, enunciata all'articolo 3 della decisione 2015/774, di subordinare l'acquisto di titoli in applicazione del PSPP al rispetto di elevati criteri di idoneità produce la conseguenza di restringere gli effetti di tale programma sul bilancio delle banche commerciali, escludendo che l'attuazione del programma stesso porti al risultato di consentire a queste banche di rivendere al SEBC titoli presentanti un livello di rischio notevole. (...) A questo proposito, occorre ricordare che il fatto che quest'analisi motivata sia oggetto di contestazioni non può

#### 4. Scelte di politica monetaria e obbligo di motivazione tra effettività e legittimazione.

Per quanto atto di portata generale, la decisione che approva il PSPP non è sottratta all'obbligo di motivazione, disciplinato dall'art. 296, co. 2, TFUE<sup>21</sup>.

Ciò che pone in dubbio il rispetto di siffatto obbligo sarebbe, in particolare, la mancanza di una motivazione specifica delle decisioni della BCE relative al PSPP, segnatamente in merito alla necessità, al volume e alla durata degli effetti di politica economica di tale programma, nonché a causa, dall'altro lato, della mancata pubblicazione a posteriori di dettagli in merito al «periodo di black-out»<sup>22</sup>.

La Corte è chiamata, ancora una volta, i confini: in questo caso i confini dell'obbligo di motivazione in presenza di atti altamente discrezionali e, appunto, ad applicazione generale. Ora, se la motivazione rimane una garanzia procedurale insuperabile<sup>23</sup>, è vero però che essa deve intendersi assolta quando risulti in modo chiaro ed inequivoco "l'iter logico seguito dall'autore dell'atto, in modo da consentire agli interessati di conoscere le ragioni della misura adottata e alla Corte di esercitare il proprio controllo"<sup>24</sup>. Allo stesso tempo, però, non è richiesta una motivazione analitica, che prenda a riferimento tutti gli elementi di fatto e di diritto<sup>25</sup>. In questo la Corte non si discosta dalla propria precedente giurisprudenza.

Il punto più interessante riguarda, però, lo spettro di elementi che il giudice può considerare al fine della verifica circa la sussistenza, o meno, di una motivazione sufficiente nei termini che si sono innanzi specificati. Al riguardo, la Corte ritiene di

---

essere sufficiente, di per sé solo, per dimostrare l'esistenza di un manifesto errore di valutazione che sarebbe stato commesso dal SEBC, dato che, alla luce del carattere controverso che presentano abitualmente le questioni di politica monetaria e dell'ampio potere discrezionale di cui gode il 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 l'analisi suddetta con diligenza e precisione (v., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a., C-62/14, EU:C:2015:400, punto 75). Infine, occorre sottolineare che, alla luce degli elementi contenuti nel fascicolo a disposizione della Corte nonché dell'ampio potere discrezionale di cui gode il SEBC, non consta in maniera manifesta che un programma di acquisto di titoli del debito pubblico più limitato nel suo volume o nella sua durata avrebbe potuto garantire, in modo altrettanto efficace e rapido che il PSPP, un'evoluzione dell'inflazione simile a quella ricercata dal SEBC, al fine di realizzare l'obiettivo principale della politica monetaria fissato dagli autori dei Trattati.

<sup>21</sup> Sull'accountability dell'amministrazione comunitaria, i suoi profili evolutivi e le diverse forme di a., P. Craig, *Amministrazione Comunitaria. Storia, tipologia e "accountability"*, in M. D'Alberti (a cura di), *Le nuove mete del diritto amministrativo*, Bologna, Il Mulino, 2010, 11 ss.

<sup>22</sup> ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, della decisione 2015/774

<sup>23</sup> V., in tal senso, sentenze del 21 novembre 1991, *Technische Universität München*, C-269/90, EU:C:1991:438, punto 14, nonché del 16 giugno 2015, Gauweiler e a., C-62/14, EU:C:2015:400, punti 68 e 69.

<sup>24</sup> Cfr. punti 31-32 della parte in diritto: "In particolare, qualora si tratti di un atto destinato ad un'applicazione generale, dal quale emerga, nelle linee essenziali, l'obiettivo perseguito dalle istituzioni, non può richiedersi una motivazione specifica per ciascuna delle scelte tecniche che tali istituzioni hanno operato". In tal senso, anche le sentenze del 10 gennaio 2006, IATA e ELFAA, C-344/04, EU:C:2006:10, punto 67; del 12 dicembre 2006, Germania/Parlamento e Consiglio, C-380/03, EU:C:2006:772, punto 108, nonché del 7 febbraio 2018, American Express, C-304/16, EU:C:2018:66, punto 76.

<sup>25</sup> V. sentenze del 19 novembre 2013, *Commissione/Consiglio*, C-63/12, EU:C:2013:752, punto 98, nonché del 16 giugno 2015, Gauweiler e a., C-62/14, EU:C:2015:400, punto 70).

non essere vincolata dal tenore letterale dell'atto, ma di poter attingere al contesto fattuale e normativo entro cui la decisione è presa<sup>26</sup>.

Diviene così possibile integrare la motivazione attingendo agli atti della complessa sequenza procedimentale (i considerando 3 e 4 della decisione 2015/774, rafforzano le parti motivate delle successive decisioni 2015/2464, 2016/702 e 2017/100)<sup>27</sup>; ovvero a documenti pubblicati dalla BCE in occasione, ma a margine, dell'adozione di ciascuna delle decisioni appena richiamate (ove si ritrovano, in maniera dettagliata, le analisi economiche ad esse sottese, le diverse opzioni prese in considerazione dal Consiglio direttivo e le ragioni giustificanti le scelte operate, alla luce segnatamente degli effetti constatati e attesi del PSPP); comunicati stampa, di dichiarazioni introduttive del presidente della BCE in occasione di conferenze stampa, accompagnate da risposte ai quesiti posti dai giornalisti, e di resoconti delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE che ricostruiscono i dibattiti svoltisi in seno a tale organo<sup>28</sup>; gli aggiornamenti sulla situazione monetaria sulla zona euro pubblicati sul Bollettino economico.

Il riferimento a questo ampio ventaglio di atti extra-procedimentali è essenziale per ricostruire l'iter logico seguito dall'amministrazione e le basi fattuali su cui esso si fonda<sup>29</sup>.

Tale approccio offre senz'altro l'idea di quanto difficile sia poter misurare il potere delle autorità indipendenti attraverso le lenti classiche del diritto amministrativo: quella del provvedimento e del procedimento. Conoscenza, trasparenza, comunicazione, informazione – tutti principi e regole dell'agire amministrativo un tempo costretti entro la sede procedimentale e polarizzati verso il destinatario dell'atto – si esprimono oggi attraverso una pluralità di canali multi-direzionali sia in ingresso (rispetto

<sup>26</sup> V. sentenze del 19 novembre 2013, *Commissione/Consiglio*, C-63/12, EU:C:2013:752, punto 99, nonché del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.*, C-62/14, EU:C:2015:400, punto 70.

<sup>27</sup> Uno dei punti controversi in relazione al difetto di motivazione del PSPP concerneva la mancata pubblicazione, a posteriori, di dettagli relativi al periodo di black-out. La Corte ritiene tuttavia questo profilo irrilevante perché tale pubblicazione successiva non avrebbe lo scopo di motivare, ma solo di esporre il contenuto preciso delle misure adottate dal SEBC: per tale ragione non può essere imposta a titolo dell'obbligo di motivazione. Sul rapporto tra nuova dimensione procedimentale e garanzie del procedimento, B. Boschetti, *La de-strutturazione del procedimento amministrativo. Nuove forme adattative tra settori e sistemi*, cit., capitolo quarto.

<sup>28</sup> Punti 38-39 della decisione: "Il presidente della BCE ha chiarito, in occasione di successive conferenze stampa, che sono stati i tassi di inflazione eccezionalmente bassi, paragonati all'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi mediante un ritorno a tassi annuali di inflazione più vicini al 2%, a giustificare l'introduzione del PSPP e gli aggiustamenti a cadenze regolari apportati a tale programma. Infatti, prima dell'adozione delle decisioni 2015/774, 2015/2464, 2016/702 e 2017/100, il tasso annuale di inflazione era rispettivamente di - 0,2%, 0,1%, 0,3% e 0,6%. Soltanto nella sua conferenza stampa del 7 settembre 2017, il presidente della BCE ha annunciato che il tasso annuale di inflazione aveva raggiunto l'1,5%, avvicinandosi così all'obiettivo perseguito".

<sup>29</sup> Punto 41 della sentenza in commento, ove si legge: "Risulta dall'insieme di tali elementi che il SEBC ha illustrato in che modo il perdurante livello insufficiente dell'inflazione e l'esaurimento degli strumenti abitualmente utilizzati per svolgere la propria politica monetaria lo hanno indotto a ritenere necessarie l'adozione e, successivamente, l'attuazione, a partire dall'anno 2015, di un programma di acquisto di attività presentante le caratteristiche del PSPP, tanto nel principio ad esso sotteso quanto nelle sue diverse modalità. Luce dei principi ricordati ai punti da 31 a 33 della presente sentenza, tali elementi permettono di affermare che la BCE ha motivato in maniera sufficiente la decisione 2015/774. 44 Alla luce di quanto sopra esposto, occorre constatare che la decisione 2015/774 non è viziata da un difetto di motivazione suscettibile di determinare la sua invalidità".



all'acquisizione dei dati) sia in uscita (elaborazione e messa a disposizione di un pubblico più o meno ampio), che convivono con la dimensione procedimentale strettamente intesa e con una più ampia dimensione relazionale autorità-destinatari. Come la sentenza ben dimostra, il sindacato giurisdizionale cerca di abbracciare quanto più possibile di questi mille rivoli attraverso cui prende forma e si giustifica la decisione dell'amministrazione: il rischio, è che si smarrisca del tutto l'esatto confine di ciò che è, o non è, motivazione.

## 5. Conclusioni

Nel delineare le basi giuridiche dell'operato della BCE e del SEBC, la Corte di giustizia mette in chiaro, per una seconda volta, l'impossibilità di definire la politica monetaria a partire dalla politica economica, e viceversa. I confini della politica monetaria debbono dunque essere ricavati internamente a questa e, in particolare, a partire dalle finalità ad essa assegnate dal diritto primario dell'Unione europea. Questo approccio finisce inevitabilmente per depotenziare anche le argomentazioni giuridiche costruite, appunto, sulla tesi esatta e contraria, per la quale, in presenza di effetti di carattere economico dovrebbe inevitabilmente riconoscersi uno sconfinamento della politica monetaria nella politica economica.

La sentenza offre, inoltre, un manto di legalità al *modus operandi* della BCE e del SEBC, valorizzando, sul piano del sindacato di legittimità l'ampio spettro di forme e strumenti attraverso cui questi attori non solo assumono e comunicano all'esterno le proprie decisioni, ma perseguono i propri scopi (di politica monetaria). Da tale amplissimo spettro di forme e strumenti, anche e soprattutto informali, deriva alla BCE e al SEBC quella autorevolezza che costituisce uno dei fattori chiave dell'effettività della politica monetaria, tanto più essenziale ove si consideri che l'euro, diversamente dalle altre monete, si regge unicamente sulla fiducia<sup>30</sup>. Questo approccio si rivela prezioso anche per valutare il tema della legittimazione democratica della BCE<sup>31</sup>: questo tema, infatti, non potrebbe essere correttamente compreso se non tenendo in conto le forme di dialogo, anch'esse informali, che allacciano la politica monetaria europea e i suoi attori alle sedi democratiche, prima tra tutte al Parlamento europeo (cd.

<sup>30</sup> L'Euro aggancia infatti il proprio valore non già ad un dato reale, quale ad esempio le riserve auree di uno stato, bensì alla fiducia che i mercati ripongono nella moneta unica. Per un itinerario storico della "fiat money", cfr. M. Amato, *Le radici di una fede. Per una storia del rapporto fra moneta e credito in Occidente*, Milano, Bruno Mondadori, 2008.

<sup>10</sup> Cfr. C. Zilioli – M. Selmar, *The law of the European Central Bank*, Oxford, Hart, 2001, tr. it.: *La Banca centrale europea*, Milano, Giuffrè, 2007, 102-103.

<sup>31</sup> Cfr. L. Gormley – J. De Haan, *The democratic deficit of the European Central Bank*, in *European Law Review*, 21, 1996, 95 ss.; F. Amtenbrink, *On the Legitimacy and Democratic Accountability of the European Central Bank*, in A. Arnulf – D. Wincott (cur.), *Accountability and Legitimacy in the European Union: Legal Arrangements and practical experience*, Oxford, OUP, 2002, 147 ss.; ID., *The Democratic Accountability of Central Banks. A comparative study of the European Central Bank*, Portland, Hart, 1999. Sulla compatibilità del modello della *central bank independence* (CBI) con i principi del costituzionalismo, cfr., da ultimo, O. Chessa, *La Costituzione della moneta. Concorrenza indipendenza della banca centrale pareggio di bilancio*, Napoli, Jovene, 2016, 265 ss.

Monetary Dialogue)<sup>32</sup>, ma non solo<sup>33</sup>. Insomma, con i confini della politica monetaria sono altresì ridefiniti i contorni della giuridicità.

---

<sup>32</sup> Il Dialogo monetario trova la propria base giuridica nell'art. 284, par. 3 TFUE, il quale impone alla BCE di trasmettere al Parlamento europeo (oltretutto al Consiglio, alla Commissione e al Consiglio europeo) una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. La relazione è presentata dal Presidente della BCE dinanzi al Parlamento europeo, il quale può procedere ad un dibattito generale. Sul Monetary Dialogue, R. Ibrido, *Il controllo democratico della politica monetaria cit.*, p. 7, il quale chiarisce come, nel "gergo" delle istituzioni, il termine "*Monetary Dialogue*" indichi "un complesso di procedure di interazione continua tra BCE e Parlamento europeo finalizzate ad assicurare la trasparenza e l'*accountability* della politica monetaria condotta dalla BCE". Il Dialogo monetario, pur non esauendo gli strumenti di controllo del Parlamento europeo sulla BCE, è idoneo a influenzare gli orientamenti futuri del titolare della "giurisdizione monetaria". Cfr. D.A. Capuano – E. Griglio, *La nuova governance economica europea. I risvolti sulle procedure parlamentari italiane*, in A. Manzella – N. Lupo (cur.), *Il sistema parlamentare euro-nazionale: Lezioni*, cit., 227 ss. e spec. 258.

<sup>33</sup> R. Ibrido, *Il controllo democratico della politica monetaria cit.*, *passim*, ove l'A. definisce il Monetary Dialogue come il versante "parlamentare" del Metodo aperto di coordinamento. Con il MAC esse condividono infatti un aspetto decisivo: l'ampiezza delle attività informali (o comunque a basso tasso di formalizzazione) che precedono o seguono l'adozione di decisioni formali e una naturale vocazione per l'uso discreto dei poteri di persuasione. In sostanza, verrebbe in rilievo quella «categoria giuridica dell'influenza» la quale si presenta come "un qualcosa in più" rispetto al metodo della consultazione e "un qualcosa in meno" rispetto a quello della codecisione. L'A., inoltre, critica la sentenza della Corte costituzionale tedesca in quanto "mostra di sottovalutare il ruolo del Parlamento europeo e della democrazia rappresentativa, E tuttavia, la giurisprudenza costituzionale tedesca – non solo quella in materia di OMT ma anche il filone relativo alla legislazione elettorale per il Parlamento europeo – pare aver decisamente sottovalutato le potenzialità democratiche connesse alle esistenze di una assemblea legislativa eletta dai cittadini europei a suffragio universale diretto". In dottrina, si v. anche F. Saitto, *Il Bundesverfassungsgericht e l'Europa tra istanze "controdemocratiche", principio di responsabilità e difesa della democrazia rappresentativa alla luce del caso OMT*, cit. Evoca addirittura uno scenario "post-democratico" C. Crouch, *Post-democracy*, London, Polity, 2004, tr. it.: *Postdemocrazia*, Roma-Bari, Laterza, 2009. Sulla irreversibilità dei processi di degrado delle istituzioni rappresentative, cfr. T.R. Burns – S. Andersen, *L'Unione e la politica postparlamentare*, in *il Mulino*, 3, 1998, 419 ss. Su poteri indiretti e contro-democrazia, P. RosanVallon, *La contre-démocratie, la politique à l'âge de la défiance*, Paris, Seuil, 2006, tr. it.: *Controdemocrazia. La politica nell'era della sfiducia*, Roma, Castelvecchi, 2012.