Centro Studi Politici e Strategici

Machiavelli

Dossier del Machiavelli
n. 23 *- 12 febbraio 2020*

LA RIFORMA DEL MECCANISMO EUROPEO DI STABILITÀ

Criticità per l'interesse nazionale italiano

di **Luca Ruggeri** -
dirigente nel settore finanziario

SOMMARIO ESECUTIVO

- **Il fondo MES nasce attraverso un trattato intergovernativo, quindi al di fuori del quadro giuridico dell'Unione Europea.**
- **La modifica al trattato costitutivo del MES gli riconosce una nuova funzione, quale supporto al fondo di risoluzione unico delle banche, ma contestualmente apporta ulteriori variazioni che poco hanno a che vedere con la nuova funzione.**
- **Circa la *governance* del Fondo, la modifica del trattato attribuisce competenze di grande rilievo al Direttore generale del Fondo stesso sino a porlo su un piano di sostanziale eguaglianza rispetto alla Commissione, in particolare per quanto concerne la valutazione della sostenibilità del debito sovrano, peraltro introdotta anch'essa contestualmente.**
- **Le nuove norme per l'accesso alle linee di credito precauzionali le rendono inutilizzabili da parte di numerosi paesi tra i quali l'Italia.**
- **Le clausole di azione collettiva con votazione a maggioranza singola (*CACs single limbs*) previste della modifica del trattato, consentono con una unica votazione la ristrutturazione di tutte le emissioni dello Stato; il MES appare così uno strumento di ordinata ristrutturazione del debito pubblico.** ■

L'AUTORE

Luca Ruggeri, laureato in economia, ha lavorato per oltre venti anni presso una grande banca italiana ed attualmente svolge la propria attività quale dirigente presso un intermediario finanziario. ■

Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), in inglese ESM (*European Stability Mechanism*), è recentemente assurto agli onori della cronaca, anche tra il grande pubblico, in relazione alla proposta di modifica del trattato costitutivo che ha suscitato reazioni di segno opposto, talora assai vivaci. Il nuovo testo del trattato del MES è stato presentato quale espressione della volontà di integrare le funzioni del MES stesso, nato come fondo «salva-Stati», con il ruolo di supporto («*backstop*») al Fondo di risoluzione unico delle banche («*Single Resolution Fund*»). Il Fondo di risoluzione unico delle banche è destinato ad essere utilizzato per la risoluzione delle banche in dissesto quando si sono esaurite le altre opzioni, in particolar modo il *bail-in*. Il fondo disponeva, nel luglio 2019, di poco meno di € 33 miliardi e si attende di raggiungere circa € 60 miliardi per la fine del 2023; complessivamente risorse rilevanti in assoluto ma, stanti le dimensioni del settore bancario europeo e le difficoltà che esso attualmente incontra, la predisposizione di un meccanismo di supporto appare opportuna.
La lettura del testo di revisione del trattato MES fa però emergere alcuni aspetti che poco hanno a che vedere con la nuova funzione e suscitano svariate perplessità nel lettore.

La genesi del MES

Per una migliore comprensione del tema è necessario tratteggiare brevemente quale sia stata la genesi del MES.
La crisi finanziaria iniziata nel 2008 ha palesato le falle nella struttura europea per quanto concerne le situazioni di difficoltà finanziaria dei Paesi dell'Unione, come plasticamente evidenziato dal drammatico caso della Grecia. In assenza di una banca centrale quale prestatrice di ultima istanza, si è dovuto ricorrere a strumenti concepiti *ad hoc* per far fronte alla situazione di crisi. In prima battuta con la costituzione, nel giugno del 2010, del Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF o EFSF) che è intervenuto a favore dell'Irlanda (febbraio 2011), del Portogallo (giugno 2011) e della Grecia (marzo 2012); il FESF è tuttora esistente ma non può più erogare finanziamenti.

Roma ha versato al MES € 14,3 miliardi e ne ha sottoscritti ulteriori 111, che si è impegnata, se necessario, a consegnare al fondo salva-Stati

Successivamente, al fine di dotarsi di uno strumento permanente di gestione delle crisi, nel 2011 il Consiglio dell'UE ha adottato una decisione che aggiunge un paragrafo all'art. 136 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE); tale paragrafo prevede che gli Stati membri dell'area euro «possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità».
Il MES viene quindi previsto dal TFEU ma nasce con un accordo intergovernativo dell'ottobre 2012 e non rientra nell'ambito della struttura giuridica dell'Unione Europea ma al più, come è stato immaginificamente scritto, ne è una sorta di satellite. La revisione del trattato, sotto questo profilo, boccia di fatto la proposta della Commissione Juncker volta ad incorporare il MES in un istituendo fondo monetario europeo che, per mezzo di un regolamento, sarebbe stato inserito nel sistema istituzionale dell'Unione; al contrario si prosegue sulla strada degli accordi intergovernativi nell'ambito dei quali si misurano i rapporti di forza tra i singoli Stati.
Il MES è già stato utilizzato a favore di Spagna (dicembre 2012) e Cipro (maggio 2013) nonché per un ulteriore programma di assistenza a favore della Grecia (agosto 2015).
I mezzi a disposizione sono costituiti primariamente dal capitale sottoscritto dai singoli Stati per un ammontare complessivo, ad oggi, di circa € 704,8 miliardi dei quali circa € 80,5 versati; la quota italiana è del

17,78% pari a ben € 125,3 miliardi, dei quali € 14,3 versati. Il capitale sottoscritto ma non versato può ovviamente essere richiamato dal MES qualora fosse necessario ed a tal fine «i membri del MES si impegnano irrevocabilmente e incondizionatamente a versare la propria quota di capitale autorizzato» (art. 8). Il MES può inoltre raccogliere mezzi sui mercati finanziari attraverso l'emissione di titoli di debito di varia durata per un importo complessivo limitato a € 500 miliardi (considerando art. 6 del trattato).
Al fine di valutare il MES da un punto di vista finanziario una chiave di lettura può essere costituita dal *rating* attribuitogli dalle apposite società. Nonostante gli auspici ed un periodo di relativa tranquillità finanziaria a livello mondiale, anche in forza dell'abbondante sostegno assicurato dalle banche centrali ai mercati finanziari, tra le agenzie di maggior rilievo solo Fitch ha assegnato al MES il *rating* più alto, peraltro unitamente a DBRS per un *rating* non richiesto («*unsolicited*»). Standard & Poor non riporta un *rating* pubblico.
Tra le società di *rating* più importanti va segnalata la posizione espressa da Moody's che attribuisce al MES un *rating* Aa1, un gradino sotto il massimo anche se attualmente con un *outlook* favorevole.
Moody's ha abbassato il *rating* ad Aa1 nel novembre 2012 motivando tale decisione con il *downgrade* della Francia e sottolineando gli stretti legami tra gli Stati partecipanti ed il MES. In altri termini è evidente che la forza del MES è data principalmente dalla solidità dei suoi partecipanti e dalla loro volontà di sostenerlo, il che pone un tema non irrilevante qualora fosse uno degli Stati di maggior rilievo economico a richiedere un supporto finanziario. In tale contesto di crisi questo aspetto risulterà centrale ed è logico attendersi un peggioramento del *rating* del MES, con il conseguente maggior costo della provvista sui mercati ed il rischio di non reperire liquidità sui mercati stessi, come peraltro ipotizzato dalla pubblicistica in materia; il tutto partendo peraltro dal presupposto che gli Stati membri rispettino i propri obblighi nei confronti del MES.

La *governance*

Gli organi di governo del MES sono il Consiglio dei governatori, il Consiglio di amministrazione ed il Direttore generale; tra di essi il principale è il Consiglio dei governatori al quale sono attribuite numerose competenze (art. 5). Esso è costituito da «un membro del governo di detto membro del MES responsabile delle finanze», quindi dai ministri delle finanze dei singoli Stati, ed è presieduto dal presidente dell'Eurogruppo, attualmente il portoghese Mário Centeno. Il Commissario per gli affari economici ed il Presidente della BCE possono partecipare alle sedute del Consiglio quali osservatori.
Nel Consiglio il diritto di voto è misurato in base al contributo percentuale al capitale del MES fornito da ciascuno Stato. Le percentuali più alte sono quelle tedesca (circa il 26,9%) e francese (circa il 20,2%) seguite da quella italiana (circa il 17,78%). Le decisioni di maggiore importanza vengono prese all'unanimità, altre a maggioranza qualificata pari all'80%, ed è inoltre prevista una procedura d'urgenza con un voto a maggioranza dell'85%. Stanti le percentuali degli Stati principali, Germania, Francia ed Italia possono bloccare le votazioni con procedura d'urgenza mentre la Germania, da sola, può fermare tutte le decisioni escluse quelle adottabili a maggioranza semplice.
La posizione di azionista di maggioranza della Germania è rafforzata dalla giurisprudenza della Corte costituzionale tedesca secondo la quale gli esponenti presso il MES sono responsabili verso il parlamento per le loro attività, anche se coperte dal segreto professionale di cui all'art. 34 del trattato MES. L'art. 34 infatti prevede il segreto professionale per i membri del Consiglio dei governatori, i membri del Consiglio di amministrazione e il personale del MES, anche dopo la cessazione delle loro funzioni; l'art. 35 attribuisce ai medesimi l'immunità «per gli atti da loro compiuti nell'esercizio ufficiale delle loro funzioni e godono dell'inviolabilità per tutti gli atti scritti e documenti ufficiali redatti», mentre, secondo l'art. 32, i

beni e le proprietà del MES non possono essere oggetto di perquisizione, sequestro, confisca, esproprio e di qualsiasi altra forma di pignoramento.
Circa la *governance*, la proposta di modifica riguarda principalmente la figura del Direttore generale, ruolo attualmente ricoperto dal tedesco Klaus Regling, che viene ad assumere un peso che appare eccessivo e del tutto scollegato dalla funzione di salvabanche asseritamente scopo principale della riforma.
Nel nuovo testo dell'art. 7 viene infatti inserito l'inciso secondo il quale «il direttore generale e il personale del MES sono responsabili soltanto nei confronti di quest'ultimo ed esercitano le loro funzioni in piena indipendenza» mentre il nuovo considerando art. 16 recita «il presente trattato riconosce l'indipendenza del direttore generale e del personale del MES». L'ultimo comma dell'art. 13 prevede la possibilità di sottoscrizione, previa approvazione da parte del Consiglio di amministrazione, tra il MES e la Commissione europea di un protocollo di cooperazione per le modalità di collaborazione tra il Direttore generale e la Commissione europea nell'esecuzione dei compiti loro affidati ai sensi dell'art. 13, di cui scriviamo di seguito. Va poi ricordato il considerando art. 7 nel quale viene inserito un passaggio in forza del quale i membri del MES «prendono atto del dialogo in corso tra il Direttore generale e il Parlamento europeo». A queste già indicative previsioni di massima si aggiungono una serie di puntuali interventi volti ad affiancare il Direttore alla Commissione nelle trattative e, in generale, nell'esecuzione delle decisioni del Consiglio dei governatori e nel loro successivo monitoraggio.

Grazie al sistema di voto e all'incremento spropositato dei poteri del Direttore Generale (tedesco), la Germania si è conquistata un ruolo preponderante nel MES

Analizzando il nuovo testo dell'art. 13 quanto sopra appare palese.
Qualora uno Stato chieda un intervento di assistenza attualmente è la Commissione, di concerto con la BCE, a valutare l'esistenza di un rischio per la stabilità finanziaria della zona euro, la sostenibilità del debito pubblico ed infine a valutare le esigenze finanziarie dello Stato; sulla base di tale attività il Consiglio dei governatori prenderà le proprie decisioni. Nel testo proposto, invece, in tale compito la Commissione viene affiancata, su un piano di parità, dal Direttore; inoltre tra i compiti da eseguire, oltre alla valutazione della sostenibilità del debito, viene inserita la valutazione della «capacità di rimborso del sostegno alla stabilità. La valutazione è effettuata all'insegna della trasparenza e della prevedibilità, al contempo consentendo una sufficiente discrezionalità». Nel caso tra Commissione e Direttore non si giunga ad una valutazione condivisa della situazione finanziaria dello Stato richiedente, il considerando art. 11ter, nella sua parte finale, non casualmente recita che «qualora la collaborazione non conduca a una visione comune, la Commissione europea effettuerà la valutazione complessiva della sostenibilità del debito pubblico, mentre il MES valuterà la capacità di rimborso del proprio membro nei suoi confronti».
Sarà comunque il Direttore, nel nuovo testo, a sottoporre la proposta di sostegno al Consiglio dei governatori. Il Direttore viene affiancato alla Commissione nelle trattative per negoziare l'accordo con lo Stato richiedente, ruolo attualmente svolto dalla Commissione europea di concerto con la BCE, insieme ove possibile anche al FMI. Alla stessa stregua l'accordo, che viene attualmente sottoscritto e monitorato dalla Commissione, vedrebbe tali compiti condivisi con il Direttore.

L'operatività e gli strumenti del MES

L'art. 12 del trattato prevede che ove «indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo complesso e dei suoi Stati membri» il MES può fornire a un proprio membro un sostegno alla

stabilità, «sulla base di condizioni rigorose commisurate allo strumento di assistenza finanziaria scelto. Tali condizioni possono spaziare da un programma di correzioni macroeconomiche al rispetto costante di condizioni di ammissibilità predefinite».
Il MES dispone di una ampia gamma di strumenti tra i quali sono stati già utilizzati i finanziamenti a fronte di programmi di aggiustamento macroeconomici a favore di Irlanda, Portogallo, Grecia e Cipro, così come i finanziamenti per la ricapitalizzazione indiretta del sistema bancario, usati a favore della Spagna. A tali strumenti vanno aggiunti gli acquisti sul mercato primario e secondario nonché la ricapitalizzazione diretta degli istituti e le linee di credito precauzionali. La modifica al trattato opera su più aspetti.
In primo luogo viene inserito un nuovo art. 18*bis*, assai articolato, che prevede un ulteriore strumento, il dispositivo di sostegno a favore del *Single Resolution Fund* in ottemperanza della nuova funzione attribuita al MES.
In secondo luogo viene riscritto l'art. 14 relativo alle linee di credito precauzionali. Le linee possono essere sotto forma di linea di credito condizionale precauzionale o sotto forma di linea di credito soggetta a condizioni rafforzate. Il nuovo testo prevede che esse possano essere concesse ai Paesi membri del MES «con fondamentali economici solidi che potrebbero subire gli effetti negativi di *shock* al di fuori del loro controllo» e che presentano «un debito pubblico sostenibile».
Le linee di credito condizionale precauzionale possono essere concesse qualora lo Stato richiedente rispetti in modo continuativo i criteri elencato nel nuovo allegato III del trattato, senza ulteriori condizionalità. Le condizioni ivi indicate sono assai stringenti, tra le quali un disavanzo pubblico non superiore al 3% del PIL, un parametro di riferimento del debito pari a un rapporto debito pubblico/PIL inferiore al 60%, infine l'assenza di squilibri eccessivi.
La puntuale e stringente definizione dei criteri di accesso dovrebbe consentire di rendere più semplice e pressoché automatico l'accesso alla linea precauzionale agli Stati che presentano i requisiti di cui allegato. Va però considerato che questa tipologia di linea precauzionale attualmente, in forza dei parametri di cui all'allegato III, può essere utilizzata da meno della metà dei Paesi membri del MES e ciò porta a ritenere che il suo impiego sia assai improbabile; l'unico valore aggiunto delle variazioni proposte al trattato ci pare consti nel fatto che non sia previsto, per tali tipologia di linea di credito, un protocollo d'intesa («*Memorandum of understanding*»), bensì un accordo sul dispositivo di assistenza finanziaria, evitando così al governo firmatario lo stigma politico del *memorandum*.
La modifica più discussa riguarda però l'art. 3, nel quale è stata inserita una parte secondo la quale «se necessario per prepararsi internamente a poter svolgere adeguatamente e con tempestività i compiti attribuitigli dal presente trattato, il MES può seguire e valutare la situazione macroeconomica e finanziaria dei suoi membri, compresa la sostenibilità del debito pubblico, e analizzare le informazioni e i dati pertinenti». Tale previsione va letta in coordinamento con il nuovo considerando l'art. 11*ter*, già citato, secondo il quale «è opportuno che il MES conceda sostegno alla stabilità soltanto ai propri membri che presentano un debito reputato sostenibile e dei quali è confermata la capacità di rimborso al MES. Sostenibilità del debito e capacità di rimborso saranno valutate all'insegna della trasparenza e della prevedibilità, al contempo consentendo una sufficiente discrezionalità. Tali valutazioni saranno effettuate dalla Commissione europea di concerto con la BCE e dal MES, e ove opportuno e possibile insieme al FMI».
Risulta assai complesso giustificare i testi sopra riportati. Non si comprende per quale motivo attribuire al ruolo di vertice della struttura operativa di una istituzione intergovernativa competenze in competizione con la Commissione per di più su un tema, la valutazione del debito pubblico, sino ad oggi attribuito esclusivamente alla Commissione stessa. Traguardando quanto sopra da un punto di vista italiano, appare lecito porsi un dubbio circa l'opportunità di riconoscere ad una struttura tecnica una funzione così delicata, che rischia di divenire cruciale in un momento di tensione sui mercati finanziari.

Le *CACs*

Le *CACs* (*Collective Action Clauses*), clausole di azione collettiva, sono clausole che consentono a una maggioranza di obbligazionisti, spesso il 75%, di concordare una ristrutturazione del debito legalmente vincolante per tutti i possessori di obbligazioni, anche quelli che avessero votato negativamente. In altri termini le *CACs* permettono ad una parte dei creditori di modificare le caratteristiche dei titoli, ad esempio allungandone i termini di pagamento, riducendone il tasso di interesse applicato oppure decurtandone il valore; tali modifiche operano nei confronti di tutti i proprietari di quella tipologia di titoli. Introdotte agli inizi degli anni 2000, le *CACs* sono state utilizzate nella ristrutturazione di vari debiti sovrani come ad esempio nel caso di Ucraina, Belize, Seychelles, St. Kitts and Nevis, così come per la Moldavia e l'Uruguay.
Nella zona euro i titoli di Stato con durata superiore ad un anno, a decorrere dal 1° gennaio 2013, sono tutti muniti di tale tipologia di clausola, definita in modo da assicurare la medesima efficacia giuridica in tutte le giurisdizioni. L'introduzione delle *CACs* in Europa si deve proprio al trattato istitutivo del MES al quale viene ora proposta una integrazione secondo la quale «i membri del MES si impegnano a introdurre entro il 2022 clausole di azione collettiva con votazione a maggioranza singola», le cd. *CACs single limbs*.
Le *CACs single limbs*, che verrebbero introdotte in forza della modifica del trattato, sono state ipotizzate da uno studio del Fondo Monetario Internazionale a seguito delle difficoltà giuridiche incontrate nella ristrutturazione del debito argentino. La loro peculiarità è data dal fatto che consentono con una unica votazione la ristrutturazione di tutte le emissioni dello Stato, mentre le normali *CACs* operano con riguardo alle singole oppure ad alcune serie di emissione; fondamentalmente quindi le *single limbs* evitano di dover trattare più gruppi di creditori, magari con interessi divergenti, eventualmente in grado di raggrupparsi per opporsi alla ristrutturazione o per chiederne la modifica delle condizioni.

L'introduzione delle *CACs single limbs* fa apparire il MES uno strumento per ristrutturare ordinatamente il debito più che per supportare uno Stato membro

Va sottolineato che la presenza delle *CACs* in sé non impone la ristrutturazione automatica del debito sovrano, ma certamente nell'ambito della modifica del trattato la previsione delle *CACs single limbs* contribuisce a rafforzare l'opinione che, in realtà, siano esse la via che verrebbe seguita per gli Stati di maggiori dimensioni in difficoltà, andando così a configurare il MES come uno strumento per una ordinata ristrutturazione del debito pubblico piuttosto che quale via per supportare uno Stato membro.

Conclusioni

La riforma del MES prosegue sulla via dei trattati intergovernativi attribuendo al MES stesso una nuova funzione quale supporto del fondo risoluzione unico delle banche. Ci sembra che la modalità sia errata, in quanto il fondo così rimane all'esterno della struttura giuridica dell'Unione, a fronte peraltro di un risultato, l'attribuzione della funzione di *backstop*, modesto.
Palesemente discutibile, sotto vari profili, il riconoscimento alla struttura del MES del compito di valutare la sostenibilità del debito sovrano. In tal modo si viene a svalutare il ruolo della Commissione, evidentemente reputata troppo «politica», ma soprattutto si attribuisce un potere eccessivo alla struttura che viene inoltre «blindata» da una serie di garanzie che ricordano da vicino quelle assicurate ad

una banca centrale.
Ipotizzando una situazione di crisi finanziaria di uno Stato sovrano, la struttura del MES si troverebbe in una posizione di forza nella trattativa – basti solo pensare all'effetto sui mercati di una dichiarazione di insostenibilità del debito – e sarebbe poi tale struttura a proporre al Consiglio dei governatori le modalità di applicazioni della «rigorosa condizionalità» alla quale è subordinato il supporto del MES. In tale contesto la ristrutturazione del debito costituisce l'esito più probabile, soprattutto se lo Stato in questione dovesse presentare una notevole mole di risparmio privato.
Ci si permetta di concludere evidenziando che la verbosa risoluzione adottata dal Senato, nel dicembre scorso, circa il MES si limita a dichiarare che va mantenuta «la logica di pacchetto (MES, BICC, Unione bancaria) alla quale accompagnare ogni tappa mirata ad assicurare l'equilibrio complessivo dei diversi elementi al centro del processo di riforma dell'Unione economica e monetaria». In realtà, leggendo la lettera del 30 gennaio inviata dal presidente Centeno ai partecipanti dell'Eurogruppo, così come il comunicato stampa del 20 gennaio, appare chiaro che la revisione del trattato MES viene data per conclusa nella prossima riunione di marzo, salvi i percorsi nazionali di approvazione, e che la così detta «logica di pacchetto» si trasferisce sul solo completamento dell'unione bancaria, in chiaro contrasto con quanto dichiarato dal governo.

Se non si può più modificare la proposta di revisione del MES, andrebbe almeno dilazionata l'approvazione legandola ai progressi sull'unione bancaria

A questo punto, ad avviso di chi scrive, se risulta non più politicamente praticabile la modifica della proposta di revisione del trattato, riducendo i poteri della struttura ed eliminando la valutazione della sostenibilità dell'indebitamento, andrebbe ipotizzata una dilazione temporale dell'approvazione legandola a dei progressi sull'unione bancaria, in particolar modo per quanto concerne la ponderazione dei titoli di Stato.
Nel caso questa ulteriore opzione non trovasse alcuna accoglienza, il Parlamento dovrà farsi carico del proprio ruolo. ■

FONTI

Bardozzetti A., Dottori D., *Clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, gennaio 2013.

Claeys G., Collin A. M., *Does the Eurogroup's reform of the ESM toolkit represent real progress?*, Bruegel, 2018, disponibile: https://bruegel.org/2018/12/does-the-eurogroups-reform-of-the-esm-toolkit-represent-real-progress/

De Grauwe, P., *A Fragile Eurozone in search of a better governance*, CESifo Working Paper Series No. 3456, maggio 2011, disponibile: https://ssrn.com/abstract=1851324

Gianniti L., *L'evoluzione dell'eurozona: sempre più intergovernativa, sempre meno federalizzante*, Aspeniaonline, 2019, disponibile: https://aspeniaonline.it/levoluzione-delleurozona-sempre-piu-intergovernativa-sempre-meno-federalizzante/

International Monetary Fund, *Strenghthening the contractual framework to assess collective action problems in sovereign debt restructuring*, settembre 2014.

Visco I., *The Economic and Monetary Union: Time to Break the Deadlock, OMFIF-Banca d'Italia seminar «The future of the Euro area»*, 2019.

© 2020 Centro Studi Politici e Strategici Machiavelli
Via Giambologna 7, Firenze
Riproduzione consentita con attribuzione