



Jurisprudentie

CONCLUSIE VAN ADVOCaat-GENERAAL
M. WATHELET
van 4 oktober 2018¹

Zaak 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**

[verzoek van het Bundesverfassungsgericht (federaal grondwettelijk hof, Duitsland) om een prejudiciële beslissing]

„Prejudiciële verwijzing – Economisch en monetair beleid – Besluit (EU) 2015/774 van de Europese Centrale Bank (ECB) – Programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op de secundaire markten – Geldigheid – Artikelen 119 en 127 VWEU – Bevoegdheden van de ECB en het Europees Stelsel van centrale banken – Handhaving van de prijsstabiliteit – Evenredigheid – Artikel 123 VWEU – Verbod op monetaire financiering van de lidstaten van de eurozone”

Inhoud

I. Inleiding	3
II. Toepasselijke bepalingen	4

¹ Oorspronkelijke taal: Frans.

A. VWEU	4
B. Protocol betreffende het ESCB en de ECB	6
C. Besluit 2015/774	6
1. Geconsolideerde tekst van besluit 2015/774	6
2. Overwegingen van besluit 2015/774 en van de wijzigingsbesluiten ervan	9
a) Overwegingen van besluit 2015/774	9
b) Overwegingen van besluit 2015/2101	10
c) Overwegingen van besluit 2015/2464	10
d) Overwegingen van besluit 2016/702	11
e) Overwegingen van besluit 2017/100	11
III. Feiten van de hoofdgedingen	12
A. Voornaamste kenmerken van het PSPP	12
B. Hoofdgedingen en verwijzingsbeslissing	13
IV. Verzoek om een prejudiciële beslissing en procedure bij het Hof	14
V. Analyse	15
A. Inleidende opmerking over de relevante versie van besluit 2015/774	15
B. Ontvankelijkheid van het verzoek om een prejudiciële beslissing	16
C. Eerste en tweede prejudiciële vraag	18
1. Het in het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), afgebakende beoordelingskader	18
2. Toepassing van de uitgangspunten op het PSPP	19
a) Afwezigheid van zekerheid bij de marktdeelnemers	20
1) Geschiktheid van de in besluit 2015/774 opgenomen garanties [eerste prejudiciële vraag, onder a) en b)]	20
2) Afwezigheid van gevolgen van het aanhouden van obligaties tot hun vervaldatum en de verwerving van obligaties met een negatief rendement [eerste prejudiciële vraag, onder c) en d)]	23
i) Aanhouden van obligaties tot hun vervaldatum	23
ii) Aankoop van obligaties met een negatief rendement	24
3) Afwezigheid van gevolgen van de vermeende bepaalbaarheid van de te verwerven effecten voor de geldigheid van besluit 2015/774 [eerste prejudiciële vraag, onder a), en tweede prejudiciële vraag]	24

b) Prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren	26
3. Conclusie inzake de eerste en de tweede vraag	28
D. Derde en vierde vraag	28
1. Het in de arresten van 27 november 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), en 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), gedefinieerde analysekader	28
a) Definitie van het monetair beleid	28
b) Evenredigheidsbeginsel en omvang van het rechterlijk toezicht	29
2. Toepassing van de beginselen van het PSPP	30
a) Inachtneming van het mandaat van de ECB	30
1) Doelstelling en door het PSPP aangewende instrumenten	30
2) Indirecte gevolgen van het PSPP	31
i) Theoretische beschouwingen over het verband tussen het monetair en het economisch beleid en de omvang van het rechterlijk toezicht	31
ii) Garanties van het PSPP die de gevolgen ervan in termen van economisch beleid beperken	33
b) Evenredigheid van het PSPP	34
1) Geschiktheid van het PSPP om de doelstellingen van het ESCB te bereiken en noodzaak ervan	34
2) Evenredigheid in strikte zin van het PSPP	38
3. Conclusie inzake de derde en de vierde vraag	41
VI. Conclusie	41

I. Inleiding

1. Het onderhavige verzoek om een prejudiciële beslissing heeft betrekking op de geldigheid van besluit (EU) 2015/774 van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2015 inzake een programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op secundaire markten², zoals gewijzigd bij besluit (EU) 2015/2101 van de Europese Centrale Bank van 5 november 2015³ en bij besluit (EU) 2016/702 van de Europese Centrale Bank van 18 april 2016⁴ (hierna: „besluit 2015/774”),

² PB 2015, L 121, blz. 20, met rectificatie in PB 2017, L 113, blz. 63.

³ PB 2015, L 303, blz. 106.

⁴ PB 2016, L 121, blz. 24. Hoewel de verwijzende rechter hiernaar niet verwijst in zijn vragen is besluit 2015/774 ook gewijzigd bij besluit (EU) 2015/2464 van de Europese Centrale Bank van 16 december 2015 (PB 2015, L 344, blz. 1), alsmede bij besluit (EU) 2017/100 van de Europese Centrale Bank van 11 januari 2017 (PB 2017, L 16, blz. 51).

en de uitlegging van artikel 4, lid 2, VEU, de artikelen 119, 123, 125 en 127 VWEU, alsmede de artikelen 17 tot en met 24 van Protocol nr. 4 betreffende de statuten van het Europees Stelsel van centrale banken en van de Europese Centrale Bank⁵ (hierna: „protocol betreffende het ESCB en de ECB”).

2. Dit verzoek is ingediend door het Bundesverfassungsgericht (federaal grondwettelijk hof, Duitsland) in het kader van een aantal grondwettelijke beroepen betreffende de toepasselijkheid, in de Bondsrepubliek Duitsland, van verschillende besluiten van de Europese Centrale Bank (ECB), de medewerking door de Deutsche Bundesbank (Duitse centrale bank) aan de uitvoering van die besluiten, dan wel het gestelde stilzitten van die bank met betrekking tot die besluiten en over het gestelde stilzitten van de Bundesregierung (Duitse federale regering) en van de Deutsche Bundestag (tweede kamer van het Duitse federale parlement) met betrekking tot die medewerking en die besluiten.

3. Het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), vormt onvermijdelijk de achtergrond van deze nieuwe zaak. Om te beginnen is het verzoek om een prejudiciële beslissing namelijk opnieuw ingediend door het Bundesverfassungsgericht in het kader van een procedure die beoogt te doen vaststellen dat een handeling van de ECB kennelijk ultra vires en in strijd met de Duitse grondwettelijke identiteit is. Voorts houden de handelingen waar het in deze zaak om gaat en die welke aanleiding hebben gegeven tot het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), beide verband houdend met programma's van de ECB die „onconventioneel” worden genoemd en niet onder het monetair beleid zouden vallen en strijdig zouden zijn met het verbod van monetaire financiering van artikel 123 VWEU.

4. Het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), betrof evenwel een persbericht van de ECB waarin melding werd gemaakt van een besluit tot goedkeuring van een programma voor de aankoop van door de lidstaten van de eurozone uitgegeven overheidsschuldbewijzen onder de naam „Outright Monetary Transactions” (rechtstreekse monetaire transacties; hierna: „OMT”), dat tot op de dag van vandaag niet ten uitvoer is gelegd. Daarentegen is het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op secundaire markten („Public Sector Asset Purchase Programme”; hierna: „PSPP”), waar het in deze zaak om gaat, niet alleen formeel vastgesteld, maar het wordt ook sinds meer dan drie jaar ten uitvoer gelegd. Voorts vertonen het OMT-programma en het PSPP objectieve verschillen, die zowel het aangekondigde doel en de technische modaliteiten als de betrokken bedragen betreffen.

II. Toepasselijke bepalingen

A. VWEU

5. De relevante bepalingen zijn, in wezen, te vinden in titel VIII („Economisch en monetair beleid”) van het derde deel van het VWEU. Zo luidt artikel 119 VWEU:

„1. Teneinde de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie genoemde doelstellingen te bereiken, omvat het optreden van de lidstaten en de Unie, onder de voorwaarden waarin de Verdragen voorzien, de invoering van een economisch beleid dat gebaseerd is op de nauwe coördinatie van het economisch beleid van de lidstaten, op de interne markt en op de uitwerking van gemeenschappelijke doelstellingen en dat wordt gevoerd met inachtneming van het beginsel van een openmarkteconomie met vrije mededinging.

⁵ PB 2012, C 326, blz. 230.

2. Gelijktijdig daarmee omvat dit optreden, onder de voorwaarden en volgens de procedures waarin de Verdragen voorzien, één munt, de euro, alsmede het bepalen en voeren van één monetair en wisselkoersbeleid, beide met als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit en, onverminderd deze doelstelling, het ondersteunen van het algemene economische beleid in de Unie, met inachtneming van het beginsel van een openmarkteconomie met vrije mededinging.

3. Dit optreden van de lidstaten en van de Unie impliceert de naleving van de volgende grondbeginselen: stabiele prijzen, gezonde overheidsfinanciën en monetaire condities en een houdbare betalingsbalans.”

6. Artikel 123, lid 1, VWEU stelt het verbod van monetaire financiering van de lidstaten vast in de volgende bewoordingen:

„Het verlenen van voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten bij de Europese Centrale Bank of de centrale banken van de lidstaten, (hierna ‚nationale centrale banken’ te noemen), ten behoeve van instellingen, organen of instanties van de Unie, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten, alsmede het rechtstreeks van hen kopen door de Europese Centrale Bank of nationale centrale banken van schuldbewijzen, zijn verboden.”

7. De doelstellingen en fundamentele taken van de ECB zijn in artikel 127 VWEU als volgt verwoord:

„1. Het hoofddoel van het Europees Stelsel van Centrale Banken (hierna: ‚ESCB’ te noemen), is het handhaven van prijsstabiliteit. Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Unie teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie omschreven doelstellingen van de Unie. Het ESCB handelt in overeenstemming met het beginsel van een open-markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 119.

2. De via het ESCB uit te voeren fundamentele taken zijn:

- het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Unie;
- het verrichten van valutamarktoperaties in overeenstemming met de bepalingen van artikel 219;
- het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten;
- het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

[...]”

B. Protocol betreffende het ESCB en de ECB

8. Het protocol betreffende het ESCB en de ECB geeft een opsomming van de monetairbeleidsinstrumenten waarover de ECB beschikt. Hiertoe behoren de open markt- en krediettransacties. In artikel 18.1 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB worden zij als volgt gedefinieerd:

„Om de doelstellingen van het ESCB te kunnen verwezenlijken en de taken ervan te kunnen vervullen, mogen de ECB en de nationale centrale banken:

- in de financiële markten opereren door aan- en verkoop, hetzij onvoorwaardelijk (contant en op termijn) hetzij onder beding van wederverkoop, respectievelijk wederaankoop, door het in lening geven of nemen van vorderingen en verhandelbaar papier, luidende in euro of andere valuta's, evenals van edele metalen;
- krediettransacties verrichten met kredietinstellingen en andere marktpartijen, waarbij de verleende kredieten worden gedekt door toereikend onderpand.”

C. Besluit 2015/774

1. Geconsolideerde tekst van besluit 2015/774

9. Het besluit van de ECB dat centraal staat in de prejudiciële vragen van het Bundesverfassungsgericht is besluit 2015/774. Sedert de vaststelling ervan op 4 maart 2015 is dit besluit gewijzigd bij besluiten 2015/2101, 2015/2464, 2016/702, alsmede besluit 2017/100.

10. Artikel 1 van besluit 2015/774 heeft als opschrift „Instelling en toepassingsgebied van het PSPP” en luidt:

„Het Eurosysteem stelt bij deze het PSPP in krachtens welk programma de centrale banken van het Eurosysteem onder bepaalde voorwaarden op de secundaire markten de in artikel 3 bedoelde beleenbare verhandelbare schuldbewijzen van de in artikel 7 bedoelde in aanmerking komende wederpartijen kopen.”

11. Artikel 3 van besluit 2015/774 bepaalt, onder het opschrift „Beleenbaarheidscriteria voor verhandelbare schuldbewijzen”, het volgende:

„1. Behoudens de in artikel 3 vastgelegde vereisten kunnen centrale banken van het Eurosysteem uit hoofde van het PSPP overgaan tot aankopen van in euro luidende verhandelbare schuldbewijzen die zijn uitgegeven door centrale, regionale of lokale overheden van eurogebiedlidstaten, erkende in het eurogebied gevestigde agentschappen, in het eurogebied gevestigde internationale organisaties en in het eurogebied gevestigde multilaterale ontwikkelingsbanken. In uitzonderlijke omstandigheden, indien het beoogde aankoopbedrag niet kan worden gerealiseerd, kan de Raad van bestuur besluiten [...] verhandelbare schuldbewijzen aan te kopen die andere in het eurogebied gevestigde entiteiten hebben uitgegeven.

2. Om in aanmerking te komen voor aankoop uit hoofde van het PSPP, voldoen verhandelbare schuldbewijzen aan de beleenbaarheidscriteria voor verhandelbare activa voor krediettransacties van het Eurosysteem zulks krachtens deel vier van richtsnoer (EU) 2015/510 van de Europese Centrale Bank (ECB/2014/60), behoudens de volgende vereisten:

- a) de emittent of garant van de verhandelbare schuldbewijzen heeft een kredietkwaliteitsbeoordeling van minstens kredietkwaliteitscategorie 3 in de geharmoniseerde ratingschaal van het Eurosysteem, [...];

[...]

- d) indien emittentenratings of garantratings van een aanvaarde EKBI niet voldoen aan minstens kredietkwaliteitscategorie 3 in de geharmoniseerde ratingschaal van het Eurosysteem, zijn verhandelbare schuldbewijzen slechts beleenbaar indien zij zijn uitgegeven door, dan wel volledig gegarandeerd worden door centrale overheden van eurogebiedlidstaten uit hoofde van een financiëlebijstandsprogramma en waarvoor de toepassing van de kredietkwaliteitsdrempel van het Eurosysteem is opgeschort door de Raad van bestuur krachtens artikel 8 van richtsnoer ECB/2014/31;

- e) indien een lopend financiëlebijstandsprogramma wordt getoetst, wordt de beleenbaarheid voor PSPP-aankopen opgeschort en weer ingesteld bij een positief toetsingsresultaat.

3. Om in aanmerking te komen voor aankoop uit hoofde van het PSPP hebben de in lid 1 en 2 bedoelde schuldbewijzen ten tijde van hun aankoop door de betrokken centrale bank van het Eurosysteem een minimumrestlooptijd van één jaar en een maximumrestlooptijd van dertig jaar. [...]

[...]

5. Aankopen van nominale verhandelbare schuldinstrumenten met een negatief rendement tot het einde van de looptijd (of het slechtst mogelijke rendement) gelijk aan of boven de depositorente zijn toegestaan. Aankopen van nominale verhandelbare schuldinstrumenten met een negatief rendement tot het einde van de looptijd (of het slechtst mogelijke rendement) onder de depositorente zijn toegestaan, voor zover noodzakelijk.”

12. Artikel 4, lid 1, van besluit 2015/774 heeft als opschrift „Beperkingen van de uitvoering van aankopen” en luidt:

„Om de marktprijsvorming voor beleenbare effecten mogelijk te maken, mogen geen aankopen gedaan worden van recentelijk uitgegeven effecten of effecten uit vroegere emissies (‘tapped security’) en verhandelbare schuldinstrumenten met een restlooptijd die eindigt kort voor of na de looptijd van de uit te geven verhandelbare schuldinstrumenten, zulks gedurende een door de Raad van bestuur vast te stellen tijdsperiode (‘black-out periode’). Voor syndicates moet de betrokken black-out periode voorafgaande aan de emissie zo goed mogelijk nageleefd worden.”

13. Artikel 5, leden 1 en 2, van besluit 2015/774 bepaalt, onder het opschrift „Aankooplimieten”, het volgende:

„1. Behoudens artikel 3 is uit hoofde van het PSPP per internationaal effectenidentificatienummer (ISIN) een effectenemissielimiet van toepassing op verhandelbare schuldbewijzen die voldoen aan de in artikel 3 bedoelde criteria, zulks na consolidatie van in alle portfolio’s van centrale banken van het Eurosysteem aangehouden effecten. De effectenemissielimiet bedraagt:

- a) 50 % per ISIN voor door in aanmerking komende internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken uitgegeven beleenbare verhandelbare schuldbewijzen;

b) 33 % per ISIN voor overige beleenbare verhandelbare schuldbewijzen, [...]

2. Op alle verhandelbare voor aankoop uit hoofde van het PSPP in aanmerking komende verhandelbare schuldbewijzen die de in artikel 3 bedoelde restlooptijden hebben, is na consolidatie van aangehouden effecten in alle portfolio's van centrale banken van het Eurosysteem een geaggregeerde limiet van toepassing van:

- a) 50 % van de uitstaande effecten van een emittent die een in aanmerking komende internationale organisatie of een multilaterale ontwikkelingsbank is, dan wel
- b) 33 % van de uitstaande effecten van een emittent, met uitzondering van emittenten die een in aanmerking komende internationale organisatie of een multilaterale ontwikkelingsbank zijn.”

14. Artikel 6 van besluit 2015/774, met als opschrift „Portfolioallocatie”, bepaalt het volgende:

„1. 10 % van de boekwaarde van aankopen van uit hoofde van het PSPP beleenbare verhandelbare schuldbewijzen wordt aangekocht in effecten die in aanmerking komende internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken hebben uitgegeven, en 90 % van die boekwaarde wordt aangekocht in effecten die in aanmerking komende centrale, regionale of lokale overheden en erkende agentschappen hebben uitgegeven [...]. De Raad van bestuur kan deze allocatie herzien. Alleen [nationale centrale banken van de eurogebiedlidstaten (NCB's)] kopen schuldbewijzen die in aanmerking komende internationale organisaties, multilaterale ontwikkelingsbanken en regionale en lokale overheden hebben uitgegeven.

2. De NCB's kopen 90 % van de boekwaarde van aankopen van uit hoofde van het PSPP beleenbare verhandelbare schuldbewijzen en de ECB de resterende 10 %. De spreiding van aankopen over jurisdicties geschiedt overeenkomstig de kapitaalverdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank, zoals bedoeld in artikel 29 van de ESCB-statuten.

3. Centrale banken van het Eurosysteem passen een specialisatieschema toe voor de uit hoofde van het PSPP aan te kopen verhandelbare schuldbewijzen. De Raad van bestuur staat ad-hocafwijkingen toe van het specialisatieschema indien objectieve overwegingen de realisering van het voornoemde schema beletten of anderszins afwijkingen raadzaam maken, zulks om de globale monetairbeleidsdoelstellingen van het PSPP te verwezenlijken. Iedere NCB koopt met name beleenbare effecten van emittenten uit haar eigen jurisdictie. Alle NCB's kunnen door in aanmerking komende internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken uitgegeven effecten aankopen. De ECB koopt door centrale overheden en erkende agentschappen uitgegeven effecten uit alle jurisdicties.”

15. Artikel 8 van besluit 2015/774 heeft als opschrift „Transparantie” en luidt als volgt:

„1. Het Eurosysteem publiceert wekelijks in de toelichting bij zijn geconsolideerde weekstaat de geaggregeerde boekwaarde van de uit hoofde van het PSPP aangehouden effecten.

2. Het Eurosysteem publiceert maandelijks het gewogen gemiddelde van de restlooptijd van zijn aangehouden PSPP-effecten per emittent gezetenschap, daarbij een onderscheid makend tussen internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken en andere emittenten.

3. De boekwaarde van uit hoofde van het PSPP aangehouden effecten wordt wekelijks op de ECB-website gepubliceerd onder de afdeling openmarkttransacties.”

2. Overwegingen van besluit 2015/774 en van de wijzigingsbesluiten ervan

a) Overwegingen van besluit 2015/774

16. De overwegingen 2, 3 en 4 van besluit 2015/774 luiden als volgt:

- „(2) Op 4 september 2014 heeft de Raad van bestuur besloten een derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (hierna: het ‚CBPP3’) en een aankoopprogramma voor effecten op onderpand van activa opgestart (ABSPP) te initiëren. Naast de in september 2014 ingevoerde gerichte langerlopende herfinancieringstransacties beogen deze activa-aankoopprogramma’s de doorwerking van het monetaire beleid verder te versterken, kredietverstrekking aan de eurogebiedeconomie te bevorderen, minder strenge leningvoorwaarden voor huishoudens en ondernemingen te bewerkstelligen en ertoe bij te dragen dat de inflatie de 2 % weer zal naderen, hetgeen strookt met de primaire ECB-doelstelling prijsstabiliteit te handhaven.
- (3) Op 22 januari 2015 heeft de Raad van bestuur besloten dat activa-aankopen moeten worden uitgebreid met een programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op secundaire markten (hierna het ‚PSPP’) moet omvatten. Uit hoofde van het PSPP mogen NCB’s naar rato van hun respectieve aandelen in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB, en de ECB, van in aanmerking komende wederpartijen op de secundaire markten onvoorwaardelijk beleenbare verhandelbare schuldbewijzen aankopen. Dit besluit werd genomen als deel van het gemeenschappelijke monetaire beleid op basis van een aantal factoren die het neerwaartse risico voor prijsontwikkelingen op middellange termijn aanzienlijk versterkt hebben, waardoor de primaire ECB-doelstelling van handhaving van prijsstabiliteit in gevaar komt. Deze factoren omvatten een monetaire impuls van de vastgestelde monetairbeleidsmaatregelen die lager uitviel dan verwacht werd, een neerwaartse ontwikkeling van de meeste indicatoren van werkelijke en verwachte eurogebiedinflatie – zowel kernmaatregelen alsook maatregelen die de impact van volatiele componenten zoals energie en voedingsmiddelen uitsluiten – naar historische dieptepunten, en gestegen potentiële impact van tweede-ronde-effecten op lonen en prijsvorming voortvloeiende uit een significante daling van de olieprijsen.
- (4) Het PSPP is een evenredige maatregel om met verwachte prijsontwikkelingen verband houdende risico’s te matigen, aangezien het programma minder strenge monetaire en financiële voorwaarden zal bewerkstelligen, waaronder de leningvoorwaarden voor niet-financiële vennootschappen en huishoudens in het eurogebied, aldus gezamenlijke consumptie en investeringsuitgaven in het eurogebied ondersteunend en draagt er uiteindelijk toe bij dat de inflatie op middellange termijn weer net onder 2 % zal liggen. In een klimaat waarin de basisrentetarieven van de ECB het dal bereikt hebben, en specifiek op activa uit de particuliere sector gerichte aankoopprogramma’s de vigerende neerwaartse risico’s voor prijsstabiliteit meetbaar maar onvoldoende konden adresseren, is het noodzakelijk het PSPP toe te voegen aan de monetairbeleidsmaatregelen van het Eurosysteem, zijnde een instrument dat potentieel een sterke doorwerking naar de reële economie bewerkstelligt. Aangezien het PSPP het portfolio-evenwicht weer zal herstellen, zal het aanzienlijke PSPP-aankoopvolume bijdragen tot verwezenlijking van de onderliggende monetairbeleidsdoelstelling financieel intermediairs ertoe aan te zetten meer liquiditeiten aan de interbancaire markt en meer krediet aan de eurogebiedeconomie ter beschikking te stellen.”

b) Overwegingen van besluit 2015/2101

17. De overwegingen 2 en 3 van besluit 2015/2101 luiden als volgt:

- „(2) Op 3 september 2015 heeft de Raad van bestuur in beginsel besloten om de PSPP-effectenemissielimiet van 25 % tot 33 % per ISIN te verhogen, indien bij een case-by-case-verificatie wordt vastgesteld dat een aanhouding van 33 % per ISIN er niet toe zou leiden dat centrale banken van het Eurosysteem een blokkerend minderheidsbelang bereiken ingeval van ordentelijke schuldsaneringen.
- (3) De overwogen verhoging van de PSPP-effectenemissielimiet beoogt de volledige en soepele implementatie van het PSPP te bevorderen, waarbij tegelijkertijd een soepele werking van de markten in beleenbare verhandelbare schuldbewijzen mogelijk wordt gemaakt en ordentelijke schuldsaneringen niet worden belemmerd.”

c) Overwegingen van besluit 2015/2464

18. De overwegingen 2 tot en met 5 van besluit 2015/2464 luiden:

- „(2) Op 3 december 2015 heeft de Raad van bestuur in lijn met haar mandaat tot verzekering van prijsstabiliteit besloten om bepaalde ontwerpkenmerken van het PSPP aan te passen, teneinde op de middellange termijn de inflatieontwikkeling op een stabiel niveau veilig te stellen naar niveaus van net onder de 2 %. De aanpassingen zijn in lijn met het monetairbeleidsmandaat van de Raad van bestuur en geven overwegingen van risicobeheer op juiste wijze weer.
- (3) Dienovereenkomstig, teneinde de doelstellingen van het PSPP te bereiken, heeft de Raad van bestuur besloten om de beoogde horizon voor aankopen op basis van het PSPP te verlengen tot eind maart 2017, of langer indien noodzakelijk, en in ieder geval tot de Raad van bestuur vaststelt dat de inflatieontwikkeling stabiel is, hetgeen strookt met haar doelstelling om op middellange termijn een inflatiepercentage van net onder de 2 % te realiseren. De Raad van bestuur heeft besloten de beoogde horizon van de aankopen op basis van het CBPP3 en het ABSPP dienovereenkomstig te verlengen.
- (4) De Raad van bestuur heeft ook besloten dat, teneinde de flexibiliteit van het PSPP te versterken en daarmee de voortzetting van de soepele implementatie van aankopen te ondersteunen tot ten minste de beoogde einddatum, in euro luidende verhandelbare schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door regionale en lokale overheden die zich in het eurogebied bevinden, in aanmerking komen voor reguliere aankoop krachtens het PSPP door de nationale centrale banken van het rechtsgebied waarin de uitgevende entiteit is gevestigd.
- (5) Tevens heeft de Raad van bestuur besloten om de hoofdsomaflossingen van de onder het APP gekochte effecten te herinvesteren al naargelang de onderliggende effecten verlopen en voor zo lang als nodig, en aldus bijdragend aan gunstige liquiditeitscondities en een passende monetairbeleidskoers.”

d) Overwegingen van besluit 2016/702

19. De overwegingen 2 tot en met 5 van besluit 2016/702 luiden:

- „(2) Overeenkomstig het mandaat van de Raad van bestuur om prijsstabiliteit te verzekeren, behoeven bepaalde PSPP-kenmerken aanpassing, teneinde op de middellange termijn een stabiel inflatieniveau veilig te stellen van net onder de 2 %. De veranderingen stroken met het monetairbeleidsmandaat van de Raad van bestuur en houden naar behoren rekening met risicobeheeroverwegingen.
- (3) Derhalve om de PSPP-doelstellingen te verwezenlijken, moet de middels de gecombineerde maandelijkse APP-aankopen aan de markt verstrekte liquiditeit verhoogd worden naar 80 miljard EUR.
- (4) Bovendien moeten de emittenten- en effectenemissielimieten voor verhandelbare, door in aanmerking komende internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken uitgegeven effecten verhoogd worden. De nieuwe drempel werd vastgesteld om te verzekeren dat de beoogde aankopen evenredig aan de PSPP-doelstellingen blijven, mede gezien het beperkte risico van obstructie van ordentelijke schuldsanering.
- (5) Met ingang van april 2016 moet de toedeling tussen aankopen uit hoofde van het PSPP van door internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken uitgegeven beleenbare verhandelbare schuldbewijzen en aankopen van overige beleenbare verhandelbare schuldbewijzen gewijzigd worden om de PSPP-doelstellingen te verwezenlijken en de soepele PSPP-implementatie op het verhoogde aankoopvolumeniveau gedurende zijn looptijd te verzekeren.”

e) Overwegingen van besluit 2017/100

20. De overwegingen 3 tot en met 6 van besluit 2017/100 luiden als volgt:

- „(3) Op 8 december 2016 heeft de Raad van bestuur in lijn met zijn mandaat tot verzekering van prijsstabiliteit besloten dat bepaalde APP-parameters aangepast moeten worden om de APP-doelstellingen te verwezenlijken. De aanpassingen stroken met het monetairbeleidsmandaat van de Raad van bestuur, voldoen volledig aan de verdragsverplichtingen van de centrale banken van het Eurosysteem en houden naar behoren rekening met risicobeheeroverwegingen.
- (4) Meer bepaald moet de beoogde horizon van APP-aankopen worden verlengd tot eind december 2017, dan wel langer, indien noodzakelijk, en in ieder geval tot de Raad van bestuur vaststelt dat de inflatieontwikkeling stabiel is, die strookt met zijn doelstelling om op middellange termijn een inflatiepercentage van net onder de 2 % te realiseren.
- (5) Tot eind maart 2017 zal middels de gecombineerde maandelijkse APP-aankopen 80 miljard EUR aan liquiditeiten naar de markt blijven vloeien. Vanaf april 2017 tot eind december 2017 moeten de gecombineerde maandelijkse APP-aankopen 60 miljard EUR bedragen, dan wel meer, indien noodzakelijk, en in ieder geval tot de Raad van bestuur vaststelt dat de inflatieontwikkeling stabiel is en strookt met zijn inflatiedoelstelling. Indien gaandeweg de vooruitzichten minder gunstig worden, of indien financiële omstandigheden niet langer stroken met verdere ontwikkelingen die moeten resulteren in een stabiele inflatieontwikkeling, is de Raad van bestuur voornemens de omvang te vergroten en/of de duur van het programma te verlengen.

- (6) Om de voortzetting van de soepele toepassing van APP-aankopen gedurende de voorgenomen tijdspanne te waarborgen, moet de PSPP-looptijdbandbreedte worden vergroot door de minimumrestlooptijd voor beleenbare effecten te verlagen van twee jaar naar één jaar. Voor zover noodzakelijk, moeten bovendien APP-effectenaankopen met een rendement tot het einde van de looptijd beneden de ECB-depositorente worden toegestaan.”

III. Feiten van de hoofdgedingen

A. Voornaamste kenmerken van het PSPP

21. Besluit 2015/774, waarop de prejudiciële vragen van de verwijzende rechter betrekking hebben, vormt de juridische formalisering van het PSPP. Het laatstgenoemde is één van de vier subprogramma's van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa (Expanded Asset Purchase Programme; hierna: „APP”), dat door de ECB op 22 januari 2015 werd bekendgemaakt.

22. Het APP voorziet dus, naast de bestaande subprogramma's voor de aankoop van obligaties uit de particuliere sector⁶, in de aankoop van overheidsobligaties op de secundaire markt. Dit type programma wordt algemeen aangeduid als „kwantitatieve versoepeling” („quantitative easing”) vanwege de verhoging van de geldhoeveelheid van een centrale bank die de grootschalige aankoop van obligaties teweegbrengt. Hiertoe heeft de ECB in januari 2015 besloten in antwoord op de sterke neerwaartse druk op de inflatie in de eurozone.

23. De voornaamste kenmerken van het PSPP, zoals voorzien in de thans geldende versie van besluit 2015/774, kunnen als volgt worden samengevat:

- Obligaties die in aanmerking komen voor aankoop in het kader van het PSPP zijn in euro luidende verhandelbare schuldbewijzen die zijn uitgegeven door centrale, regionale of lokale overheden van eurogebiedlidstaten, erkende in het eurogebied gevestigde agentschappen, in het eurogebied gevestigde internationale organisaties en in het eurogebied gevestigde multilaterale ontwikkelingsbanken.⁷ De in aanmerking komende obligaties moeten op het moment van de aankoop op secundaire markten een minimumrestlooptijd van één jaar en een maximumrestlooptijd van dertig jaar hebben.⁸
- Voor elke obligatie bestaat een aankooplimiet die, in beginsel, is vastgesteld op 33 % per emissie voor zover het Eurosysteem hierdoor geen blokkerend minderheidsbelang kan bereiken in het kader van schuldsaneringsprocedures met „collectieveactieclausules”. Voorts mag het Eurosysteem in geen geval meer dan 33 % van de uitstaande effecten van een emittent in handen hebben.⁹
- Opdat schuldbewijzen in aanmerking kunnen komen voor aankoop uit hoofde van het PSPP moet de emittent (of de garant) van de verhandelbare schuldbewijzen een kredietkwaliteitbeoordeling van minstens kredietkwaliteitscategorie 3 in de geharmoniseerde ratingschaal van het Eurosysteem hebben.¹⁰

6 Te weten het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa („asset-backed securities purchase programme” of „ABSPP”) en het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties („covered bond purchase programme” of „CBPP3”). Op 10 maart 2016 is besloten het vierde subprogramma, het aankoopprogramma bedrijfssector („corporate sector purchase programme” of „CSPP”) te initiëren [zie besluit (EU) 2016/948 van de ECB van 1 juni 2016 betreffende de tenuitvoerlegging van het aankoopprogramma bedrijfssector (ECB/2016/16) (PB 2016, L 157, blz. 28)].

7 Artikel 3, lid 1, van besluit 2015/774.

8 Artikel 3, lid 3, van besluit 2015/774.

9 Artikel 5 van besluit 2015/774. De aankooplimieten bedragen 50 % voor obligaties van internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken.

10 Artikel 3, lid 2, van besluit 2015/774. Er gelden speciale regels voor obligaties van lidstaten die aan een financiëlebijstandsprogramma zijn onderworpen.

- Aankopen uit hoofde van het PSPP vinden plaats overeenkomstig bepaalde in het PSPP-besluit omschreven verdeelsleutels. Ten eerste bestaan de aankopen voor 10 % uit obligaties die door internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken zijn uitgegeven en voor 90 % uit obligaties die door centrale, regionale of lokale overheden van de lidstaten en erkende agentschappen zijn uitgegeven. Het aandeel van de nationale centrale banken in de boekwaarde van de aankopen van obligaties die voor het PSPP in aanmerking komen bedraagt 90 % (verdeeld tussen de lidstaten van de eurozone overeenkomstig de kapitaalverdeelsleutel van de ECB), waarbij de ECB het verblijvende aandeel aankoopt, zijnde 10 %. Behalve de internationale obligaties koopt elke nationale centrale bank enkel aandelen van emittenten uit haar eigen jurisdictie.¹¹
- De risico's en verliezen worden tussen de nationale centrale banken verdeeld ter hoogte van 20 % van de totale aankopen (bestaande uit de 10 % die de ECB aankoopt en de 10 % die alle nationale centrale banken van internationale instellingen kopen), terwijl voor 80 % van de verblijvende aankopen niet is voorzien in enige deling van de risico's en de verliezen, aangezien elke nationale centrale bank haar eigen risico draagt.¹²
- Tot slot zijn verschillende waarborgen, zoals een minimale tijdspanne (ook aangeduid als „embargoperiode” of „black-out periode”) vastgelegd in niet-openbare richtsnoeren van de ECB van 4 maart 2015 inzake een programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op secundaire markten (ECB/2015/NP3) (hierna: „PSPP-richtsnoeren”).

B. Hoofdgedingen en verwijzingsbeslissing

24. Een aantal groepen particulieren heeft voor de verwijzende rechter verschillende grondwettelijke beroepen ingesteld betreffende diverse besluiten van de ECB inzake het APP, de medewerking van de Deutsche Bundesbank bij de uitvoering van deze besluiten, dan wel het vermeende stilzitten met betrekking tot die besluiten, alsmede het vermeende stilzitten van de Bundesregierung en de Deutsche Bundestag met betrekking tot die medewerking en die besluiten.

25. Verzoekers in het hoofdgeding zijn van mening dat het PSPP inbreuk maakt op het in artikel 123 VWEU vastgestelde verbod van monetaire financiering van de lidstaten en op het beginsel van bevoegdheidstoedeling, dat is neergelegd in artikel 5, lid 1, VEU junctis de artikelen 119 en 127 VWEU. Voorts zouden de besluiten inzake het PSPP indruisen tegen het in het Grundgesetz (Duitse grondwet) verankerde democratiebeginsel en, om die reden, een inbreuk vormen op de Duitse grondwettelijke identiteit.

26. De verwijzende rechter merkt op dat indien besluit 2015/774 artikel 123 VWEU schendt of het mandaat van de ECB overschrijdt, hij een kennelijke en structureel relevante overschrijding van de bevoegdheid van de ECB zou moeten vaststellen en bijgevolg de beroepen in de hoofdgedingen zou moeten toewijzen. Dit zou ook gelden wanneer de uit besluit 2015/774 voortvloeiende regels inzake de verdeling van de verliezen de begrotingsbevoegdheid van de Bundestag zouden aantasten.

27. In deze omstandigheden heeft het Bundesverfassungsgericht de behandeling van de zaak geschorst en het Hof verzocht om een prejudiciële beslissing.

¹¹ Artikel 6 van besluit 2015/774.

¹² Zie de inleidende verklaring van de president van de ECB van 22 januari 2015 en het persbericht van de ECB van diezelfde dag alsmede het persbericht van de ECB van 10 maart 2016 betreffend de toevoeging van het CSPP aan het APP en de wijzigingen van het APP.

IV. Verzoek om een prejudiciële beslissing en procedure bij het Hof

28. Bij beslissing van 18 juli 2017, ingekomen bij het Hof op 15 augustus 2017, heeft het Bundesverfassungsgericht het Hof derhalve verzocht om een beslissing over de volgende prejudiciële vragen:

„1) Maakt besluit [...] 2015/774 [...], zoals gewijzigd bij [besluit] [...] 2016/1041 [...], of de wijze waarop het wordt uitgevoerd, inbreuk op artikel 123, lid 1, VWEU?

Is er met name sprake van een inbreuk op artikel 123, lid 1, VWEU wanneer in het kader van het [PSPP],

- a) in dier voege details over de aankopen worden meegedeeld, dat op de markten een feitelijke zekerheid ontstaat dat het Eurosysteem obligaties die door de lidstaten zullen worden uitgegeven, gedeeltelijk zal aankopen?
 - b) ook nadien geen details worden bekendgemaakt over de inachtneming van minimumtermijnen tussen de uitgifte van een schuldbewijs op de primaire markt en de aankoop ervan op de secundaire markt, zodat op dit punt geen rechterlijk toezicht mogelijk is?
 - c) alle aangekochte obligaties niet opnieuw worden verkocht, maar tot de vervaldatum ervan worden aangehouden en dus uit de markt worden genomen?
 - d) het Eurosysteem nominale verhandelbare schuldbewijzen met een negatief rendement tot het einde van de looptijd verwerft?
- 2) Schendt het [in de eerste vraag] vermelde besluit in elk geval artikel 123 VWEU wanneer het voor de verdere uitvoering ervan, in het licht van veranderde condities op de financiële markten, met name als gevolg van het schaarser worden van voor aankoop in aanmerking komende schuldbewijzen, noodzakelijk is de aanvankelijk geldende aankoopregels voortdurend te versoepelen, en wanneer de in de rechtspraak van het Hof van Justitie vastgestelde beperkingen voor een obligatieaankoopprogramma, zoals het PSPP, hun werking verliezen?
- 3) Schendt de thans geldende versie van het [in de eerste vraag] vermelde besluit [...] 2015/774 artikel 119 en artikel 127, leden 1 en 2, VWEU en de artikelen 17 tot en met 24 van het protocol betreffende [het ESCB en de ECB], omdat het de grenzen van het in voornoemde bepalingen geregelde mandaat inzake monetair beleid van de ECB overschrijdt en bijgevolg inbreuk maakt op de bevoegdheden van de lidstaten?

Worden de grenzen van het mandaat van de ECB met name overschreden omdat

- a) het [in de eerste vraag] vermelde besluit vanwege de omvang van het PSPP, die op 12 mei 2017 1 534,8 miljard EUR bedroeg, de voorwaarden voor herfinanciering van de lidstaten aanzienlijk beïnvloedt?
- b) het [in de eerste vraag] vermelde besluit, rekening houdend met de onder a) vermelde verbetering van de voorwaarden voor herfinanciering van de lidstaten en de effecten daarvan voor de commerciële banken, niet alleen indirecte gevolgen heeft voor het economische beleid, maar zijn objectief vaststelbare effecten laten vermoeden dat het programma, naast een doelstelling van monetair beleid, minstens evenzeer een doelstelling van economisch beleid nastreeft?
- c) het [in de eerste vraag] vermelde besluit vanwege de sterke uitwerking ervan op het economische beleid het evenredigheidsbeginsel schendt?

- d) gedurende de reeds meer dan twee jaar durende uitvoering ervan niet kan worden getoetst of het onder de eerste vraag vermelde besluit nog steeds noodzakelijk en evenredig is, omdat het geen specifieke motivering bevat?
- 4) Schendt het [in de eerste vraag] vermelde besluit in elk geval artikel 119 en artikel 127, leden 1 en 2, VWEU en de artikelen 17 tot en met 24 van het protocol betreffende [het ESCB en de ECB], omdat de omvang, de reeds meer dan twee jaar durende uitvoering ervan en de daaruit resulterende uitwerking op het economische beleid ertoe nopen de noodzaak en de evenredigheid van het PSPP anders te beoordelen, en omdat het daardoor vanaf een bepaald tijdstip het monetairbeleidsmandaat van de ECB heeft overschreden?
- 5) Schendt de bij het [in de eerste vraag] vermelde besluit mogelijkerwijs beoogde onbeperkte risicoverdeling bij wanbetaling met betrekking tot obligaties van centrale overheden en van daarmee gelijkgestelde emittenten tussen de nationale centrale banken van het Eurosysteem de artikelen 123 en 125 VWEU alsook artikel 4, lid 2, VEU, wanneer daardoor een herkapitalisatie van nationale centrale banken met middelen uit de begroting noodzakelijk kan worden?”

29. Schriftelijke opmerkingen zijn ingediend door Heinrich Weiss e.a., Bernd Lucke e.a., Johann Heinrich von Stein e.a., de ECB, de Deutsche Bundesbank, de Duitse, de Griekse, de Franse, de Italiaanse, de Portugese en de Finse regering alsook de Europese Commissie. Met uitzondering van de Finse regering waren die partijen aanwezig op de terechtzitting van 10 juli 2018 en hebben zij hun standpunt mondeling toegelicht. Ook Peter Gauweiler heeft bij die gelegenheid zijn standpunt naar voren gebracht.

V. Analyse

A. Inleidende opmerking over de relevante versie van besluit 2015/774

30. Met zijn vragen verzoekt het Bundesverfassungsgericht het Hof om zich uit te spreken over de geldigheid van besluit 2015/774. In zijn eerste vraag preciseert de verwijzende rechter dat het gaat om besluit 2015/774, zoals gewijzigd bij besluit 2015/2101 en besluit 2016/702, alsmede bij besluit (EU) 2016/1041 van de ECB van 22 juni 2016 inzake de beleenbaarheid van door de Helleense Republiek uitgegeven of volledige gegarandeerde verhandelbare schuldbewijzen en tot intrekking van besluit (EU) 2015/300 (ECB/2016/18).¹³

31. Hoewel besluit 2016/1041 is gebaseerd op besluit 2015/774, heeft het dit niet gewijzigd. Daarentegen is besluit 2015/774 wel gewijzigd bij besluit 2015/2464 en besluit 2017/100. Ofschoon de verwijzende rechter niet uitdrukkelijk verwijst naar deze twee laatste besluiten moeten deze mijns inziens in aanmerking worden genomen bij de beantwoording van de gestelde vragen.

32. In zijn eerste vraag beoogt het Bundesverfassungsgericht namelijk besluit 2015/774 „of de wijze waarop het wordt uitgevoerd”. Op het tijdstip van het verzoek om een prejudiciële beslissing waren de besluiten 2015/2464 en 2017/100 reeds vastgesteld. De uitvoering ervan vond dus noodzakelijkerwijs plaats op de basis van de vier besluiten die de oorspronkelijke tekst hebben gewijzigd. Voorts wendt de verwijzende rechter zich in zijn derde vraag tot het Hof met betrekking tot „de thans geldende versie van het [in de eerste vraag]” vermelde besluit 2015/774, dat wil zeggen 18 juli 2017. Tot slot lijkt de door de verwijzende rechter in het verzoek om een prejudiciële beslissing voorgestelde uitlegging van het Unierecht zelf, in bepaalde opzichten, gebaseerd op de laatste versie van besluit 2015/774.

¹³ PB 2016, L 169, blz. 14.

33. Ik ben het daarom eens met het standpunt van de Commissie dat het passender is om de geldigheid van besluit 2015/774 te beoordelen in de versie die gold op de datum van het verzoek om een prejudiciële beslissing, met alle kenmerken ervan op dat tijdstip.

B. Ontvankelijkheid van het verzoek om een prejudiciële beslissing

34. De Italiaanse regering betoogt, om te beginnen, dat de prejudiciële vragen van de verwijzende rechter in hun geheel niet-ontvankelijk zijn. Ik ben daarentegen van mening dat het verzoek om een prejudiciële beslissing, met uitzondering van de vijfde vraag, ontvankelijk is.

35. Ik wijs er namelijk op het onderhavige verzoek om een prejudiciële beslissing ontegenzeggelijk betrekking heeft op de uitlegging en de toepassing van het Unierecht. Zoals het Hof naar aanleiding van het arrest 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), in herinnering heeft gebracht, betekent dit dat het antwoord van het Hof concrete gevolgen zal hebben voor de beslechting van het hoofdgeding en dat het te wijzen arrest, zoals elk prejudicieel arrest, bindend is voor de nationale rechter bij de beslechting van het hoofdgeding, wat de uitlegging of de geldigheid van de betrokken handelingen van de ECB betreft.¹⁴

36. Voorts volgt ook uit de verwijzingsbeslissing dat bij de nationale rechterlijke instantie een reëel geschil aanhangig is waarin incidenteel de vraag van de geldigheid van een handeling van de Unie rijst. Het verzoek om een prejudiciële beslissing is dus in beginsel ontvankelijk.¹⁵

37. Het is juist dat, ofschoon de eerste, de tweede en de vierde vraag betrekking hebben op de geldigheid van besluit 2015/774 in het licht van, met name, de artikelen 119, 123 en 127 VWEU, de verwijzende rechter daarin twijfels uit die eerder voorkomen uit de uitvoering ervan dan uit het besluit zelf. De geldigheid van een handeling moet echter worden beoordeeld aan de hand van de feiten en de rechtstoestand zoals die bestonden op de datum waarop de handeling tot stand is gekomen en kan met name niet afhangen van beoordelingen achteraf met betrekking tot de graad van doeltreffendheid van de handeling.¹⁶ Dit betekent, zoals het Hof reeds heeft kunnen preciseren, dat „[n]aar analogie hiervan [...] bij de beoordeling van de geldigheid van een handeling, waartoe het Hof in het kader van een prejudiciële verwijzing moet overgaan, normalerwijze [moet] worden uitgegaan van de situatie op het tijdstip van de vaststelling van die handeling”.¹⁷

38. Uit het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), volgt evenwel dat wanneer de ECB op de secundaire markt staatsobligaties koopt, zij ervoor moet zorgen dat bij haar optreden voldoende garanties voorhanden zijn om dit in overeenstemming met het uit artikel 123, lid 1, VWEU resulterende verbod van monetaire financiering te doen.¹⁸ Voorts volgt uit artikel 119, lid 2, en artikel 127, lid 1, VWEU dat een programma dat dergelijke aankopen toestaat slechts rechtsgeldig kan worden vastgesteld en uitgevoerd wanneer de daarin opgenomen maatregelen evenredig zijn aan de doelstellingen van het monetaire beleid.¹⁹

14 Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punten 14 en 16).

15 Zie in die zin arresten van 10 december 2002, British American Tobacco (Investments) en Imperial Tobacco (C-491/01, EU:C:2002:741, punt 40), en 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 29).

16 Zie in die zin arrest van 22 oktober 2002, National Farmers' Union (C-241/01, EU:C:2002:604, punt 37 en aldaar aangehaalde rechtspraak).

17 Arrest van 17 juli 1997, SAM Schiffahrt en Stapf (C-248/95 en C-249/95, EU:C:1997:377, punt 46). Zie ook arrest van 1 oktober 2009, Gaz de France – Berliner Investissement (C-247/08, EU:C:2009:600, punt 49).

18 Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 102).

19 Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 66).

39. De door de verwijzende rechter in zijn eerste prejudiciële vraag vermelde elementen hebben betrekking op de garanties waarvan de geldigheid van besluit 2015/774 kan afhangen. In deze omstandigheden kunnen zij, mijns inziens, in aanmerking worden genomen. Dat lijkt mij ook het geval te zijn bij de tweede prejudiciële vraag, die betrekking heeft op „de in de rechtspraak van het Hof van Justitie vastgestelde beperkingen voor een obligatieaankoopprogramma, zoals het PSPP”.

40. Het is juist dat deze tweede vraag onzekere aspecten bevat, aangezien zij ziet op de mogelijke versoepeling van de toepasselijke regels in geval van een verandering in de situatie op de financiële markten beoogt. Zij is echter voor de oplossing van de gedingen die bij de verwijzende rechter aanhangig zijn²⁰ objectief noodzakelijk, aangezien zij, in wezen, betrekking heeft op de garanties waaraan het PSPP moet voldoen om niet strijdig te zijn met artikel 123 VWEU. Bijgevolg gaat het mijns inziens om een vraag die ontvankelijk is en samen met de eerste prejudiciële vraag kan worden behandeld.

41. De vierde prejudiciële vraag betreft in wezen het verband tussen het PSPP en het monetair beleid, en de evenredigheidstoets waaraan besluit 2015/774 moet worden onderworpen. Het lijkt mij daarom mogelijk om deze vraag ontvankelijk te achten en hierop een nuttig antwoord te geven door haar samen met de derde vraag, die hetzelfde probleem behandelt, te onderzoeken.

42. Ik ben daarentegen terughoudender wat de ontvankelijkheid van de vijfde prejudiciële vraag betreft. Hoewel een vermoeden van relevantie rust op de vragen betreffende de uitlegging van het Unierecht, kan hiervan namelijk geen sprake zijn „wanneer duidelijk blijkt dat de gevraagde uitlegging van het Unierecht geen verband houdt met een reëel geschil of met het voorwerp van het hoofdgeding, wanneer het vraagstuk van hypothetische aard is of wanneer het Hof niet beschikt over de gegevens, feitelijk en rechtens, die noodzakelijk zijn om een zinvol antwoord te geven op de gestelde vragen”.²¹

43. Evenals de ECB, de Griekse, de Franse, de Italiaanse, de Portugese en de Finse regering alsmede de Commissie, stel ik vast dat de vijfde prejudiciële vraag betrekking heeft op een ontwikkeling die onzeker is en zulks om twee redenen. Om te beginnen is het uitgangspunt van deze vijfde vraag een „door besluit [2015/774] *mogelijkerwijs* beoogde”²² onbeperkte risicoverdeling tussen de lidstaten van het eurogebied bij wanbetaling voor obligaties van centrale overheden en daarmee gelijk gestelde emittenten. Van een dergelijke onbeperkte verdeling is evenwel, in de huidige stand van de toepasselijke teksten, geen sprake in het kader van het PSPP. Integendeel, sinds de aankondiging van het programma op 22 maart 2015 is het streven om de verdeling van verliezen tussen centrale banken strikt te beperken een vast gegeven.²³

44. Voorts, gesteld dat tot een dergelijke onbeperkte verdeling wordt besloten, doet de mogelijkheid van een schending van de artikelen 123 en 125 VWEU en artikel 4, lid 2, VEU zich enkel voor, zoals de verwijzende rechter zelf aangeeft in de formulering van zijn vraag „*wanneer* [door deze onbeperkte risicoverdeling] een herkapitalisatie van nationale centrale banken met middelen uit de begroting noodzakelijk *kan* worden”.²⁴ Het gaat hierbij dus wel degelijk om een loutere aanname waarvan tot op heden geenszins is aangetoond dat deze werkelijkheid kan worden. De verwijzingsbeslissing vermeldt weliswaar dat de Deutsche Bundesbank in het boekjaar 2016 haar risicovoorziening aanzienlijk heeft verhoogd, maar de verwijzende rechter preciseert dienaangaande dat deze verhoging werd

20 Zie in die zin arresten van 15 december 1995, Bosman (C-415/93, EU:C:1995:463, punt 65), en 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 28).

21 Arrest van 6 oktober 2015, Târșia (C-69/14, EU:C:2015:662, punt 14). Zie ook arresten van 26 februari 2013, Melloni (C-399/11, EU:C:2013:107, punt 29), en 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 25).

22 Cursivering van mij.

23 Het standpunt van de ECB ten faveure van een tot 12 % van de aankopen gelimiteerde verdeling van verliezen tussen nationale centrale banken is aangekondigd in de inleidende verklaring van 22 januari 2015 van de president van de ECB en gepubliceerd in een persbericht van diezelfde dag. Deze verdeling is naderhand zelfs *verlaagd* tot 10 %, vanwege een ontwikkeling van de verdeling van de aankopen (zie persbericht van de ECB van 10 maart 2016 en de wijziging van artikel 6 van besluit 2015/774 bij artikel 1 van besluit 2016/702).

24 Cursivering van mij.

gemotiveerd met de omstandigheid dat de beslissingen van de Raad van bestuur van de ECB in het boekjaar 2016 tot uitbreiding van het APP en het PSPP hadden geresulteerd in extra risico's. Evenwel moet worden vastgesteld dat geen enkel van de besluiten met betrekking tot het PSPP een onbeperkte risicoverdeling beoogt. Bij gebreke van aanvullende elementen met betrekking tot de redenen voor de verhoging van de risicovoorziening van de Deutsche Bundesbank, kan derhalve de louter theoretische mogelijkheid van een herkapitalisatie van nationale centrale banken in geval van een aan het PSPP toe te schrijven majeure wanbetaling niet worden geconcretiseerd.

45. Het door de vijfde prejudiciële vraag opgeworpen vraagstuk lijkt mij dus wel degelijk van hypothetische aard, aangezien zowel de feitelijke als de juridische context die een beantwoording van deze vraag noodzakelijk zou maken niet overeenstemt met de huidige situatie en de mogelijkheid dat deze zich waarschijnlijk voordoet niet met voldoende zekerheid is aangetoond. Ook al zou ervan moeten worden uitgegaan dat een onbeperkte risicoverdeling een situatie is waarvan de waarschijnlijkheid naar genoegen is aangetoond, quod non, het staat hoe dan ook het buiten kijf dat deze risicoverdeling nog niet haar beslag heeft gekregen in een Unierechtelijke norm en zelfs niet is aangekondigd. Hoe zou zich het Hof, in deze omstandigheden, kunnen uitspreken over de geldigheid van een nog niet bestaande regeling?

46. Gelet op het voorgaande ben ik daarom van mening dat deze vijfde vraag, in deze context en thans, niet-ontvankelijk is.

C. Eerste en tweede prejudiciële vraag

1. Het in het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), afgebakende beoordelingskader

47. De eerste twee prejudiciële vragen hebben, in wezen, betrekking op de naleving van het in artikel 123, lid 1, VWEU neergelegde verbod van monetaire financiering van overheidsschulden.

48. Het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), heeft, dienaangaande, voor het relevante beoordelingskader gezorgd. Hoewel het PSPP en het OMT-programma in een aantal opzichten van elkaar verschillen, zijn het immers beide programma's voor de aankoop van staatsobligaties op de secundaire markten. Het Hof heeft in voornoemd arrest de grenzen getrokken die de ECB in acht moet nemen bij de uitvoering van een programma voor de aankoop van staatsobligaties. Van de partijen die in het kader van de onderhavige procedure opmerkingen hebben ingediend, kan de grote meerderheid zich overigens vinden in dit analyseschema.

49. Om te beginnen heeft het Hof bevestigd dat artikel 123, lid 1, VWEU elke financiële bijstand door het ESCB ten behoeve van een lidstaat verbiedt, zonder evenwel in het algemeen de mogelijkheid uit te sluiten dat het ESCB staatsobligaties op de secundaire markten koopt.²⁵

50. Het Hof heeft aan deze mogelijkheid evenwel twee beperkingen gesteld:

- In de eerste plaats „mag het ESCB geen staatsobligaties op de secundaire markt verkrijgen onder voorwaarden die aan zijn optreden in de praktijk hetzelfde effect zouden geven als een rechtstreekse aankoop van staatsobligaties van overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de lidstaten”.²⁶ Hiervan zou sprake zijn, wanneer de marktdeelnemers die op de primaire markt staatsobligaties zouden kunnen kopen, de zekerheid zouden hebben dat het ESCB die obligaties zal aankopen binnen een termijn en tegen voorwaarden die het die marktdeelnemers

²⁵ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 95).

²⁶ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 97).

mogelijk maakt de facto te handelen als tussenpersonen van het ESCB voor de rechtstreekse verwerving van die obligaties bij overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de betrokken lidstaat.

- In de tweede plaats mag het programma van de ECB dat de aankoop van staatsobligaties op de secundaire markten toestaat niet van dien aard zijn dat het de lidstaten de prikkel zou kunnen ontnemen om een gezond begrotingsbeleid te voeren. „Aangezien immers uit de artikelen 119, lid 2, VWEU, 127, lid 1, VWEU en 282, lid 2, VWEU blijkt dat het ESCB, onverminderd de doelstelling van prijsstabiliteit, het algemene economische beleid in de Unie ondersteunt, mag het ESCB op basis van artikel 123 VWEU niet aldus optreden, dat daarmee zou worden afgedaan aan de doeltreffendheid van dat beleid door de betrokken lidstaten de prikkel te ontnemen om een gezond begrotingsbeleid te voeren.”²⁷

51. Uit deze twee beperkingen volgt dat de ECB, wanneer zij op de secundaire markt staatsobligaties koopt, ervoor moet zorgen dat haar optreden vergezeld gaat van garanties die, ten eerste, voldoende waarborgen dat dit optreden in overeenstemming is met het uit artikel 123, lid 1, VWEU resulterende verbod van monetaire financiering en, ten tweede, ertoe strekken de gevolgen van het ECB-programma voor de prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren, te beperken.²⁸

2. Toepassing van de uitgangspunten op het PSPP

52. De principiële toelaatbaarheid van de aankoop van staatsobligaties op de secundaire markten door het ESCB staat buiten kijf.²⁹ Steun hiervoor biedt artikel 18.1 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB, op grond waarvan „het ESCB, [...], teneinde zijn doelstellingen te verwezenlijken en zijn taken te vervullen, op de financiële markten [kan] opereren door onder meer onvoorwaardelijke aan- en verkopen van verhandelbaar papier, waartoe staatsobligaties behoren, zonder dat daarbij bijzondere voorwaarden gelden, omdat anders zou worden voorbijgegaan aan de aard van openmarkttransacties”³⁰, alsmede verordening (EG) nr. 3603/93 van de Raad van 13 december 1993 tot vaststelling van de definities voor de toepassing van de in artikel 104 en artikel 104 B, lid 1, van het Verdrag [thans de artikelen 123 en 125 VWEU] vastgelegde verbodsbepalingen.³¹ Volgens de bewoordingen van de zevende overweging van voornoemde verordening is de mogelijkheid van aankopen op de secundaire markt namelijk uitdrukkelijk voorzien, aangezien hierin in herinnering wordt gebracht dat „de op de secundaire markt verrichte aankopen niet mogen bijdragen tot ontwijking van het doel van [artikel 123 VWEU]”.

53. De geldigheid van een programma als het PSPP hangt dus af van de hiermee gepaard gaande garanties. Concreet moet worden nagegaan of zij geschikt zijn om, ten eerste, te verhinderen dat de marktdeelnemers die op de markt van staatsobligaties actief zijn de facto kunnen handelen als tussenpersonen van het ESCB voor de rechtstreekse verwerving van obligaties bij overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de betrokken lidstaat en om, ten tweede, de betrokken lidstaten niet de prikkel te ontnemen een gezond begrotingsbeleid te voeren.

²⁷ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 109).

²⁸ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punten 102 en 115).

²⁹ Zie in die zin Wilsher, D., „Ready to Do Whatever it Takes? The Legal Mandate of the European Central Bank and the Economic Crisis”, *Cambridge Yearbook European Legal Studies*, deel 15, 2012-2013, blz. 510-536, in het bijzonder blz. 514.

³⁰ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 96).

³¹ PB 1993, L 332, blz. 1.

a) Afwezigheid van zekerheid bij de marktdeelnemers

54. Anders dan de verzoekers in de hoofdgedingen zijn de lidstaten en de instellingen van de Unie die opmerkingen hebben ingediend alle van mening dat het PSPP voldoende garanties biedt om te voorkomen dat de aankoop van staatsobligaties op de secundaire markten hetzelfde effect heeft als de rechtstreekse aankoop van dergelijke obligaties op de primaire markten. Ik deel deze analyse.

1) Geschiktheid van de in besluit 2015/774 opgenomen garanties [eerste prejudiciële vraag, onder a) en b)]

55. Ten eerste is het feit dat de Raad van bestuur de bevoegdheid heeft om te beslissen over de omvang, het starten, het continueren en de opschorting van de interventies op de secundaire markt waarin het PSPP voorziet niet zonder belang. Het gaat hierbij om een element dat uitdrukkelijk is meegewogen door het Hof in zijn beoordeling van de geldigheid van het OMT-programma.³² Uit met name de verslagen van de monetairbeleidsvergaderingen van de Raad van bestuur van de ECB blijkt dat het PSPP voortdurend, op onafhankelijke wijze, wordt geëvalueerd en aangepast voor zover als nodig om het aangekondigde doel te bereiken.³³

56. Ten tweede is het PSPP slechts één van de vier subprogramma's van het APP. De hierdoor toegestane aankoop van staatsobligaties op de secundaire markten is subsidiair ten opzichte van de drie andere programma's, die betrekking hebben op de aankoop van obligaties uit de particuliere sector.³⁴ Het feit dat de toegestane omvang van de aankoop van staatsobligaties maandelijks wordt vastgesteld op basis van de voorspelbaarheid van de aankopen in de andere drie subprogramma's is een element dat bijdraagt aan het voorkomen van de zekerheid van aankoop van staatsobligaties die op de primaire markt zijn verworven.

57. Ten derde draagt het ontbreken van selectiviteit van het PSPP eveneens ertoe bij dat wordt verzekerd dat de concrete uitvoeringsmodaliteiten van dit programma onvoorspelbaar zijn. Anders dan het OMT-programma voorziet het PSPP namelijk niet in een selectieve maar in een voor alle lidstaten van de eurozone representatieve aankoop van obligaties. Overeenkomstig artikel 6, lid 2, van besluit 2015/774 geschiedt de spreiding van aankopen over de lidstaten overeenkomstig de kapitaalverdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de ECB, zoals bedoeld in artikel 29 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB.³⁵

³² Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 106).

³³ Zo blijkt uit het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015 dat het APP „in maart 2015 zou starten en betrekking zou hebben op maandelijkse aankopen ter hoogte van 60 miljard EUR en zulks tot eind september 2016, en in ieder geval totdat de Raad van bestuur bewijs ziet van een aanhoudende verandering in het beloop van de inflatie die in overeenstemming is met zijn doelstelling op de middellange termijn een inflatiecijfer onder maar dicht bij 2 % te verwezenlijken” (blz. 21 van de Franse versie; zie ook het persbericht van de ECB van 22 januari 2015). De latere verslagen bevestigen „de bereidheid en het vermogen [van de Raad van bestuur] om op treden, indien nodig, gebruikmakend van alle in het kader van zijn mandaat beschikbare instrumenten, *met name de flexibiliteit van de programma's voor de aankopen van activa wat betreft de aanpassing van hun omvang, samenstelling en duur*” (verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 2 en 3 september 2015, blz. 19 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France; cursivering van mij). Zie ook het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 2 en 3 december 2015, in het bijzonder blz. 18-20 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France, of het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 7 en 8 december 2016, waarin valt te lezen dat het „gezien de huidige onzekerheden belangrijk is om te bevestigen dat de Raad van bestuur de ontwikkeling van de vooruitzichten op het gebied van prijsstabiliteit nauwlettend zal blijven volgen en dat, indien dit noodzakelijk is om zijn doelstelling te bereiken, hij zal optreden met gebruikmaking van alle in het kader van zijn mandaat beschikbare instrumenten” (blz. 15 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France).

³⁴ Artikel 2, lid 2, van de PSPP-richtsnoeren.

³⁵ Behoudens de uitsluiting van Griekenland wegens kredietkwaliteitsvereisten. Op de grondslag van deze garanties hebben de centrale banken van het Eurosysteem in het kader van het PSPP geen Griekse overheidsobligaties gekocht (zie besluit 2016/1041). Zie met betrekking tot deze voorwaarden de punten 86 en 87 van deze conclusie.

58. Ten vierde kan geen sprake zijn van zekerheid van aankoop voor de marktdeelnemers die actief zijn op de primaire markt, aangezien artikel 5 van besluit 2015/774 de aankoop van staatsobligaties op de secundaire markt onderwerpt aan twee limieten – na consolidatie van in alle portfolio's van centrale banken van het ESCB aangehouden effecten – die betrekking hebben op, ten eerste, de emissie van effecten en, ten tweede, de emittent. In beginsel staat de eerste limiet toe om obligaties aan te houden ter hoogte van 33 % van een enkele emissie³⁶; de tweede limiet verbiedt het aanhouden door het ESCB van meer dan 33 % van de uitstaande effecten van een enkele emittent over de gehele duur van het PSPP.³⁷ Afgezien van het feit dat het gaat om maximale limieten en niet om een verplichting tot aankoop van staatsobligaties in die omvang, hebben de limieten van artikel 5 van besluit 2015/774 tot gevolg dat de houder van een staatsobligatie niet de zekerheid kan hebben dat het ESCB zijn obligatie aankoopt, dan wel dat deze aankoop juist onmogelijk is vanwege het bereiken van een van de twee voornoemde plafonds. Door de dagelijkse controle van deze limieten door het risicomanagementcomité van het ESCB is de doeltreffendheid van deze garantie verzekerd.³⁸

59. Ten vijfde maakt ook het bestaan van een minimumtermijn tussen de uitgifte van een schuldbewijs op de primaire markt en de aankoop ervan op de secundaire markt het mogelijk te voorkomen dat de emissievoorwaarden voor staatsobligaties worden gewijzigd omdat zeker is dat de obligaties na de emissie ervan door het ESCB zullen worden gekocht.³⁹ Deze termijn is nodig voor de vorming van een marktprijs. Een dergelijke black-out periode is uitdrukkelijk geregeld in artikel 4, lid 1, van besluit 2015/774 en gepreciseerd in artikel 15 van de PSPP-richtsnoeren.

60. Het ontbreken van precieze informatie met betrekking tot deze periode is een voorwaarde sine qua non voor de doeltreffendheid ervan. Bekendmaking van de duur van de black-out periode zou de voorspelbaarheid van de aankopen en de prijsvorming kunnen beïnvloeden. Aangezien het risicomanagementcomité van het ESCB toeziet op de overeenstemming van transacties met de marktprijs⁴⁰, is de informatie dat de minimumtermijn tussen de uitgifte van een staatsobligatie op de primaire markt en de aankoop ervan op de secundaire markt eerder in dagen dan weken wordt gemeten mijns inziens voldoende om het rechterlijk toezicht op de overeenstemming van besluit 2015/774 met artikel 123 VWEU te verzekeren.⁴¹ Om te beginnen heeft het risicomanagementcomité van het ESCB meer dan een rechterlijke instantie de competentie en de deskundigheid om te oordelen over de vorming van een prijs tegen marktvoorwaarden en, bijgevolg, de geschiktheid van de black-out periode ter verzekering ervan. Verder kan niet worden uitgesloten dat de precieze bekendmaking van de black-out periode, zelfs achteraf, leidt tot verwachtingen van de marktdeelnemers, die de vorming van een marktprijs kunnen verhinderen.

61. Ten zesde maakt de balans tussen het soort informatie dat wordt verstrekt en de mate van nauwkeurigheid van de bekendgemaakte elementen het mogelijk om de doeltreffendheid van het PSPP te waarborgen en tegelijkertijd te voorkomen dat de marktdeelnemers die actief zijn op de primaire markt de zekerheid verkrijgen van een aankoop van de staatsobligaties op de secundaire markten.

36 Bij wijze van uitzondering is dit plafond gelimiteerd tot 25 % [artikel 5, lid 1, onder b), van besluit 2015/774]. Voorts bedraagt het 50 % voor obligaties van internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken [artikel 5, lid 1, onder a), van besluit 2015/774].

37 Het plafond per emittent bedraagt 50 % voor een emittent die een internationale organisatie of een multilaterale ontwikkelingsbank is [artikel 5, lid 2, onder a), van besluit 2015/774].

38 Artikel 4, lid 3, van de PSPP-richtsnoeren, gelezen in samenhang met punt 5 van de bijlage erbij.

39 Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punten 106 en 107).

40 Artikel 9 van de PSPP-richtsnoeren, gelezen in samenhang met punt 6 van de bijlage erbij.

41 De informatie is verstrekt door de ECB in het kader van de prejudiciële verwijzing (punt 89 van de opmerkingen van de ECB). Voorts wijs ik erop dat de ECB ook heeft gepreciseerd dat de termijn die in werkelijkheid verstreek tussen de emissie van een obligatie op de primaire markt en de aankoop ervan op de secundaire markten in het algemeen langer was dan die welke de black-out periode vereiste. Deze „feitelijke” verlenging van de black-out periode versterkt de onzekerheid van de marktdeelnemers met betrekking tot de verkoop van de op de primaire markt verworven overheidsobligaties en bevordert de vorming van een marktconforme prijs.

62. De belangrijkste modaliteiten van het PSPP, zoals het maandelijkse aankoopvolume, de verwachte looptijd van het APP en het criterium van de verdeling van de aankopen van staatsobligaties tussen de lidstaten van de eurozone of de eventuele risicoverdeling zijn bekendgemaakt vanaf 22 januari 2015 door de president van de ECB.⁴² Deze aankondiging draagt bij aan de doeltreffendheid van het APP; zij beoogt de effecten die worden nagestreefd met de door dit programma ingestelde aankoop van obligaties uit de particuliere en publieke sector te versterken. Met deze mededeling bevestigt de ECB haar inzet om deflationaire tendensen tegen te gaan door op geloofwaardige wijze de hiertoe ondernomen actie toe te lichten. Het gaat om een instrument waarmee de ECB de door het PSPP in het leven geroepen versoepeling van de monetaire en financiële voorwaarden doorgeeft aan de reële economie. Dit wordt in de economie aangeduid als het „signaling channel”. Hiermee kunnen de met een kwantitatief versoepelingsprogramma gezochte effecten doeltreffend worden versterkt.⁴³

63. Zoals de ECB in haar schriftelijke opmerkingen opmerkt, speelt deze mededeling echter enkel op macro-economisch niveau een rol. Met de verstrekte informatie kunnen de marktdeelnemers die op de primaire markt staatsobligaties zouden kunnen kopen niet de zekerheid verkrijgen dat het ESCB die obligaties zal aankopen binnen een termijn en tegen voorwaarden die het die marktdeelnemers mogelijk maakt de facto te handelen als tussenpersonen van het ESCB voor de rechtstreekse verwerving van die obligaties bij overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de betrokken lidstaat. Ter terechtzitting van 10 juli 2018 bevestigde het hoofd van de juridische afdeling van de Deutsche Bundesbank dat zo er al sprake zou zijn van enige voorspelbaarheid door de aankondigingen van de ECB – met name betreffende het feit dat een derde van de staatsobligaties kon worden verworven in het kader van het PSPP – dit geen rol speelde op micro-economisch niveau.

64. De door de ECB meegedeelde modaliteiten van het PSPP blijven namelijk algemeen van aard. Het maandelijkse aankoopvolume van het APP-programma is een indicatief gegeven dat zowel wat de aankoopdatum als wat de looptijd betreft niet anderszins is gepreciseerd. Bovendien wordt ook de mate waarin de aankooplimieten worden benut, per emissie en per emittent, niet gepubliceerd. Ten slotte wordt de effectenportefeuille van het PSPP weliswaar wekelijks gepubliceerd maar uitsluitend op geaggregeerde basis⁴⁴, terwijl de restloop maandelijks, per emittentingezetenschap, in de vorm van een gewogen gemiddelde wordt gepubliceerd.⁴⁵ Zoals uitgelegd ter terechtzitting van 10 juli 2018 door de ECB, moet de informatie die wordt gepubliceerd op de website van de ECB voldoende zijn voor de marktdeelnemers om te weten welke effecten het ESCB heeft zonder op de hoogte te zijn van de concrete aankooppraktijk.

65. Deze verschillende garanties lijken mij geëigend om te voorkomen dat de voorwaarden voor de uitgifte van staatsobligaties worden gewijzigd door de zekerheid dat deze obligaties door het ESCB zullen worden aangekocht na hun uitgifte. Op die manier kan worden uitgesloten dat de uitvoering van een programma als het PSPP in de praktijk hetzelfde effect heeft als een rechtstreekse aankoop van staatsobligaties van overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de lidstaten.

42 Zie de inleidende verklaring van de president van de ECB van 22 januari 2015 en het persbericht van de ECB van diezelfde dag. De aanpassingen van het PSPP zijn ook regelmatig medegedeeld (zie met name de persberichten van de ECB van 10 maart 2016 betreffende monetairbeleidsbeslissingen en wijzigingen van het APP, alsmede van 8 december 2016 betreffende monetairbeleidsbeslissingen).

43 Zie in die zin met name Krishnamurthy, A., en Vissing-Jorgensen, A., „The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, blz. 215-287; Bauer, M. D., en Rudebusch, G. D., „The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases”, *International Journal of Central Banking*, 2014, blz. 233-289.

44 Artikel 8, lid 1, van besluit 2015/774.

45 Artikel 8, lid 2, van besluit 2015/774.

2) Afwezigheid van gevolgen van het aanhouden van obligaties tot hun vervaldatum en de verwerving van obligaties met een negatief rendement [eerste prejudiciële vraag, onder c) en d)]

66. In zijn uiteenzettingen ter zake van de eerste prejudiciële vraag vraagt de verwijzende rechter zich af wat het gevolg kan zijn voor de wettigheid van het PSPP in het licht van artikel 123, lid 1, VWEU van het aanhouden van alle aangekochte obligaties tot de vervaldatum ervan, en de verwerving van nominale verhandelbare schuldbewijzen met een negatief effectief rendement. Ik ben van mening dat deze elementen niet kunnen leiden tot de ongeldigheid van besluit 2015/774.

i) Aanhouden van obligaties tot hun vervaldatum

67. Wat betreft het aanhouden van obligaties tot hun vervaldatum heeft het Hof in de zaak die heeft geleid tot het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), geoordeeld dat de mogelijkheid om de verworven obligaties tot hun vervaldatum aan te houden geen beslissende rol speelde bij de beoordeling van de geldigheid van het OMT-programma „aangezien die mogelijkheid vooronderstel[de] dat een dergelijke handelwijze noodzakelijk [wa]s om de beoogde doelstellingen te verwezenlijken en in elk geval de betrokken deelnemers aan het economische verkeer niet de zekerheid verschaft[e] dat het ESCB van die mogelijkheid gebruik zal maken”⁴⁶. Voorts heeft het Hof in herinnering gebracht dat een dergelijke handelwijze geenszins werd uitgesloten door artikel 18.1 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB en niet impliceert dat ervan wordt afgezien dat de emitterende lidstaat zijn schuld betaalt wanneer de obligatie vervalt.⁴⁷

68. Ik stel vast dat artikel 18.1 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB uitdrukkelijk voorziet in mogelijkheid van het *op termijn* aan- en verkopen van verhandelbaar papier op de kapitaalmarkt zonder hieraan enige beperking te verbinden. Anders dan de verwijzende rechter in overweging geeft, lijkt mij, in deze omstandigheden, niet als voorwaarde voor de afwezigheid van gevolgen van het aanhouden van een obligatie tot haar vervaldatum voor de wettigheid van een programma als het PSPP te gelden dat de operatie uitzonderlijk van aard is. Wel geldt het vereiste dat het aanhouden beantwoordt aan de doelstelling van het betrokken programma.

69. Dit lijkt mij hier het geval te zijn. Om te beginnen constateer ik dat de PSPP-richtsnoeren bevestigen dat het ESCB op elk moment effecten die onder dit programma zijn verworven uit monetairbeleidsoverwegingen kan verkopen.⁴⁸ Bovendien staat artikel 3, lid 3, van besluit 2015/774 de verwerving van effecten toe met een restlooptijd van 1 tot 30 jaar en 364 dagen. Dankzij een dergelijke vrijheid bij de verdeling van effecten kunnen marktdeelnemers er niet zeker van zijn dat het ESCB *alle* obligaties tot hun vervaldatum zal aanhouden.

70. Bovenal lijkt mij het aanhouden van verworven effecten tot hun vervaldatum te kunnen beantwoorden aan de doelstelling van het PSPP. Het PSPP is immers gericht op de handhaving van de prijsstabiliteit. In overweging 4 van besluit 2015/774 valt, preciezer geformuleerd, te lezen dat „[a]angezien het PSPP het portfolio-evenwicht weer zal herstellen, [...] het aanzienlijke PSPP-aankoopvolume [zal] bijdragen tot verwezenlijking van de onderliggende monetairbeleidsdoelstelling financieel intermediairs ertoe aan te zetten meer liquiditeiten aan de interbancaire markt en meer krediet aan de eurogebiedeconomie ter beschikking te stellen”.

⁴⁶ Punt 118 van dat arrest.

⁴⁷ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 118).

⁴⁸ Artikel 12, lid 2, van de PSPP-richtsnoeren.

71. Gelet op dit specifieke doel ben ik het met de Duitse regering eens dat het aannemelijk lijkt dat verworven schuldinstrumenten alleen zullen worden doorverkocht als het effect van de aankoop op het monetair beleid daardoor niet meer in het gedrang komt.⁴⁹ Dit vereist echter een voldoende toename van de liquiditeit op de markt om de portefeuille opnieuw in balans te brengen en bijgevolg het niet voortijdig doorverkopen van de verworven effecten. Het aanhouden van de staatsobligaties, of zelfs van een meerderheid ervan, tot hun vervaldatum is mijns inziens dus in overeenstemming met de door het PSPP nagestreefde doelstelling.

ii) Aankoop van obligaties met een negatief rendement

72. Ingevolge artikel 3, lid 5, van besluit 2015/774 zijn aankopen van nominale verhandelbare schuldinstrumenten met een negatief rendement tot het einde van de looptijd gelijk aan of boven de depositorente toegestaan. Deze mogelijkheid leidt er mijns inziens niet toe dat het uit artikel 123, lid 1, VWEU resulterende verbod van monetaire financiering wordt omzeild.

73. Om te beginnen zij eraan herinnerd dat de door de ECB te verrichten openmarkttransacties onvermijdelijk een risico van verliezen voor haar meebrengen en zulks los van het aangekondigde rendement.⁵⁰ Verder heeft de ECB, wat betreft het PSPP, uitdrukkelijk aangegeven dat prioriteit moest worden gegeven aan de aankoop van effecten met een positief rendement.⁵¹

74. Omdat de obligaties van bepaalde lidstaten van de eurozone vanwege de marktomstandigheden tegen een negatief percentage worden uitgegeven, zou voorts het verbod van aankoop van hun schuldbewijzen ingaan tegen het beginsel van de open markt dat ingevolge artikel 18.1 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB leidend moet zijn bij de operaties van het ESCB op de financiële markten.⁵² Zoals de ECB en de Commissie benadrukken, zou een uitsluiting van het PSPP van de aankoop van obligaties met een negatief rendement in strijd zijn met het beginsel van marktneutraliteit, dat deel uitmaakt van het beginsel van een openmarkteconomie met vrije mededinging, dat op grond van artikel 127, lid 1, VWEU een voorwaarde is bij het optreden van het ESBC.⁵³

75. Tot slot, zoals de Duitse regering terecht opmerkt, zou het afzien van de aankoop van staatsobligaties die tegen een negatief percentage zijn uitgegeven in tegenspraak zijn met een essentieel element van het PSPP, dat voorziet in de verwerving van staatsobligaties uit *alle* lidstaten van de eurozone, hetgeen het nastreven van de monetairbeleidsdoelstelling verzekert.

76. In deze omstandigheden lijkt mij de aankoop van staatsobligaties met een negatief rendement niet in strijd met artikel 123, lid 1, VWEU.

3) Afwezigheid van gevolgen van de vermeende bepaalbaarheid van de te verwerven effecten voor de geldigheid van besluit 2015/774 [eerste prejudiciële vraag, onder a), en tweede prejudiciële vraag]

77. Volgens de verwijzende rechter maakt de combinatie van het aangekondigde totaalvolume van het APP, de verdeling volgens de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de ECB en het vaste aandeel van de aankoop van staatsobligaties in het APP het mogelijk om van tevoren het maandelijkse aankoopvolume van overheidsobligaties van een bepaalde lidstaat te bepalen. In dit

49 Punt 16 van de schriftelijke opmerkingen van de Duitse regering.

50 Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 125).

51 Zie persbericht van de ECB van 19 januari 2017 betreffende details van de aankoop van activa in het kader van het APP met rendementen beneden het percentage van de depositofaciliteit.

52 Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 96).

53 Zie ook artikel 119, lid 2, VWEU. Overweging 6 van besluit 2015/774 verwijst uitdrukkelijk naar het beginsel van een openmarkteconomie met vrije mededinging.

verband zouden het schaarser worden van voor aankoop in aanmerking komende schuldbewijzen, gelet op de strikte voorwaarden met betrekking tot de restlooptijd en het rendement, evenals het voor het ESCB geldende aankoopplafond van 33 % per emissie bij de marktdeelnemers een feitelijke zekerheid kunnen doen ontstaan over de concrete effecten die in het kader van het PSPP worden aangekocht.

78. Deze mogelijke zekerheid, die niet juridisch maar feitelijk van aard is, en is gebaseerd op de door de ECB aangekondigde voorwaarden in combinatie met de sinds de inwerkingtreding van het PSPP waargenomen praktijk van de aankoop van effecten leidt mijns inziens niet tot de ongeldigheid van besluit 2015/774.

79. Om te beginnen, als er al zekerheid zou bestaan over de aankoop van staatsobligaties, zou deze van macro- en niet van micro-economische aard zijn.⁵⁴ Bovendien lijken de analyses waarop de verwijzende rechter zich baseert geen rekening te houden, althans niet in voldoende mate, met het feit dat een deel van de aankopen die in het kader van het PSPP zijn gedaan, betrekking hebben op obligaties die niet door de centrale regeringen van de lidstaten zijn uitgegeven.⁵⁵

80. Voorts zou deze vermeende zekerheid enkel mogelijk zijn door het schaarser worden van beschikbare effecten. Gesteld dat dit schaarser worden zou vaststaan⁵⁶ en dat blijkt dat hieruit met zekerheid kan worden afgeleid welke staatsobligaties precies worden aangekocht, dan zouden deze bevindingen ertoe leiden dat de doeltreffendheid van de garanties waarin besluit 2015/774 voorziet wordt beoordeeld op basis van feiten die dateren van na de vaststelling ervan. Zoals ik heb benadrukt in het kader van het onderzoek van de ontvankelijkheid van het verzoek om een prejudiciële beslissing, moet de geldigheid van een handeling evenwel worden beoordeeld aan de hand van de feiten en de rechtstoestand zoals die bestonden *op de datum waarop de handeling tot stand is gekomen*; die geldigheid kan met name niet afhangen van beoordelingen achteraf met betrekking tot de graad van doeltreffendheid van die handeling.⁵⁷

81. Wanneer de gevolgen van een maatregel op het moment van de vaststelling ervan niet met zekerheid zijn te voorzien, kan de beoordeling van de bevoegde autoriteit slechts worden afgekeurd indien zij, gelet op de gegevens waarover zij ten tijde van de vaststelling van de betrokken regeling beschikte, kennelijk onjuist is.⁵⁸ In het onderhavige geval lijkt mij besluit 2015/774 niet het resultaat te zijn van een beoordeling die „kennelijk onjuist” is. Integendeel, het staat buiten kijf dat – zoals valt te lezen in de considerans van besluit 2015/774 – dit besluit is vastgesteld „[i]n een klimaat waarin de basisrentetarieven van de ECB het dal bereikt [hadden], en specifiek op activa uit de particuliere sector gerichte aankoopprogramma’s de vigerende neerwaartse risico’s voor prijsstabiliteit meetbaar maar onvoldoende konden adresseren”⁵⁹. In die omstandigheden leek het met recht „noodzakelijk het PSPP toe te voegen aan de monetairbeleidsmaatregelen van het Eurosysteem, zijnde een instrument dat potentieel een sterke doorwerking naar de reële economie bewerkstelligt”⁶⁰. De garanties die het PSPP flankeren sterken mij nog in mijn overtuiging dat de ECB besluit 2015/774 op basis van een doordachte en afgewogen beoordeling heeft vastgesteld.

54 Zie punt 63 van deze conclusie.

55 Volgens de ECB zou dit één achtste van het omloopvolume van de in het kader van het PSPP aangehouden obligaties bedragen.

56 De bewering is formeel weersproken door verschillende lidstaten in antwoord op schriftelijke vragen van het Hof. Overigens heeft de Deutsche Bundesbank in haar schriftelijke beantwoording van vragen van het Hof gesteld dat in 2016 weliswaar aanwijzingen van schaarste op de markt van Duitse staatsobligaties konden worden waargenomen, maar dat de Duitse staatsobligaties niettemin steeds in voldoende hoeveelheden beschikbaar waren geweest.

57 Zie in die zin arrest van 22 oktober 2002, National Farmers’ Union (C-241/01, EU:C:2002:604, punt 37 en aldaar aangehaalde rechtspraak).

58 Zie in die zin arresten van 5 oktober 1994, Crispoltoni e.a. (C-133/93, C-300/93 en C-362/93, EU:C:1994:364, punt 43), en 12 juli 2001, Jippes e.a. (C-189/01, EU:C:2001:420, punt 84).

59 Overweging 4 van besluit 2015/774.

60 Overweging 4 van besluit 2015/774.

82. Zeker, ik ben niet ongevoelig voor de stelling die advocaat-generaal Bobek recentelijk in zijn conclusie in de zaak *Confédération paysanne e.a.* (C-528/16, EU:C:2018:20) heeft verdedigd, volgens welke niet elke ontwikkeling zonder belang is voor de beoordeling van de geldigheid van de betrokken handeling van Unierecht.⁶¹ Bijgevolg zou sprake zijn van een verplichting tot het actueel houden van de wetgeving die „in extreme gevallen waarin niet op technische of sociale ontwikkelingen wordt gereageerd” ertoe kan leiden dat de betrokken wettelijke bepalingen ongeldig worden verklaard.⁶²

83. Van een dergelijke situatie is hier evenwel geen sprake, aangezien besluit 2015/774 voorwerp is geweest van verschillende opeenvolgende wijzigingen die, mogelijkerwijs, de aanvankelijk voorziene aankoopregels hebben versoepeld, maar ook hebben bijgedragen aan de instandhouding van de doeltreffendheid van de voor de geldigheid ervan noodzakelijke garanties. Ik denk met name aan de verhoging van de effectenemissielimiet⁶³ of de opnemings van door regionale en lokale overheden uitgegeven schuldinstrumenten in de lijst van beleenbare activa.⁶⁴ Deze maatregelen kunnen – theoretisch – de schaarste aan beschikbare effecten voorkomen of op zijn minst verzachten. Dit was trouwens de reden die uitdrukkelijk werd aangevoerd ter motivering van de aangehaalde tweede wijziging. Volgens het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 2 en 3 december 2015 werd namelijk „geoordeeld dat [de opnemings van door regionale en lokale overheden uitgegeven schuldinstrumenten in de lijst van beleenbare activa] zou bedragen aan het voorkomen van elke mogelijke druk op de beschikbaarheid van effecten”⁶⁵.

b) Prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren

84. In deze fase van mijn analyse ben ik van mening dat de door het PSPP toegestane aankoop van staatsobligaties op de secundaire markten niet hetzelfde effect heeft als een rechtstreekse aankoop van dit soort obligaties van overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de lidstaten. Om ervoor te zorgen dat het PSPP niet strijdig is met het verbod van monetaire financiering van artikel 123, lid 1, VWEU moeten de hiermee gepaard gaande garanties evenwel ook de gevolgen ervan voor de prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren beperken.

85. Naast het feit dat de effecten van een programma zoals het PSPP voor de prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren reeds beperkt worden door de mogelijkheid voor het ESCB om de aangekochte obligaties te allen tijde opnieuw te verkopen⁶⁶, of te stoppen met het programma, lijken mij drie kenmerken van dit programma van wezenlijk belang.

86. In de eerste plaats vereist artikel 3, lid 2, onder a), van besluit 2015/774 dat de emittent of garant van de verhandelbare schuldbewijzen een kredietkwaliteitsbeoordeling van minstens kredietkwaliteitscategorie 3 in de geharmoniseerde ratingschaal van het Eurosysteem heeft. Bij gebreke hiervan schrijft artikel 3, lid 2, onder d), van besluit 2015/774 voor dat de verhandelbare schuldbewijzen slechts beleenbaar zijn, indien zij zijn uitgegeven door, dan wel volledig gegarandeerd worden door centrale overheden van eurogebiedlidstaten uit hoofde van een financiëlebijstandsprogramma en waarvoor de toepassing van de kredietkwaliteitsdrempel van het Eurosysteem is opgeschort door de Raad van bestuur krachtens artikel 8 van richtsnoer ECB/2014/31 van de Europese Centrale Bank van 9 juli 2014 inzake aanvullende tijdelijke maatregelen betreffende herfinancieringstransacties van het Eurosysteem en de beleenbaarheid van onderpand en tot wijziging van richtsnoer ECB/2007/9.⁶⁷

61 Zie de punten 131-142 van die conclusie. Zie ook mijn conclusie in de zaak *Coman e.a.* (C-673/16, EU:C:2018:2, voetnoot 25).

62 Conclusie van advocaat-generaal Bobek in de zaak *Confédération paysanne e.a.* (C-528/16, EU:C:2018:20, punt 140).

63 Zie besluit 2015/2101.

64 Zie besluit 2015/2464.

65 Verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 2 en 3 december 2015, blz. 18 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

66 Zie in die zin met betrekking tot het OMT-programma arrest van 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 117).

67 PB 2014, L 240, blz. 28.

87. Dit vereiste vormt een belangrijke garantie voor de prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren. Wanneer een emittent van staatsobligaties niet langer een gezond begrotingsbeleid voert, kunnen de uitgegeven obligaties deze kredietkwaliteitsrating immers verliezen. Dit verlies zou dan automatisch resulteren in het einde van de aankoop van deze obligaties.⁶⁸

88. In de tweede plaats worden de aankopen over de openbare emittenten van alle lidstaten van de eurozone verdeeld op basis van een criterium dat objectief en onafhankelijk is van de economische situatie of hun begrotingsbeleid, te weten de kapitaalverdeelsleutel van de ECB. Het PSPP kan daarom niet worden uitgelegd als een mechanisme dat staten in financiële moeilijkheden kan helpen. De door artikel 5, lid 2, van besluit 2015/774 voorgeschreven geaggregeerde limiet per emittent versterkt deze garantie verder door de lidstaten van de eurozone afhankelijk te maken van de vraag, voor het merendeel van de door hen uitgegeven obligaties, van particuliere investeerders.

89. In de derde plaats draagt ook de beperking van de risicoverdeling bij de aankopen door de ECB zelf en de aankopen van obligaties van internationale instellingen, zijnde 20 % van het PSPP, bij aan de instandhouding van de prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren. Zoals de Deutsche Bundesbank in haar schriftelijke opmerkingen opmerkt, zijn het, voor 80 % van de in het kader van het PSPP gedane aankopen, de lokale belastingbetalers of de andere schuldeisers van publieke leningen die de mogelijke verliezen en de herkapitalisatie van de betrokken centrale bank zullen moeten dragen. Het gaat hierbij om een „sleutelparameter” van het PSPP.⁶⁹

90. Deze risicodeling komt weliswaar niet uitdrukkelijk voor in besluit 2015/774, maar is expressis verbis vermeld in de inleidende verklaring van de president van de ECB van 22 januari 2015 en in de persberichten van de ECB van 22 januari 2015 en 10 maart 2016. Daarnaast komt, volgens de ECB, de verdeling tussen de centrale banken van het Eurosysteem van verliezen die kunnen voortvloeien uit de verwerving van obligaties van internationale organisaties en multilaterale ontwikkelingsbanken met zetel in de eurozone, tot uitdrukking in het niet-gepubliceerde besluit van de ECB van 19 november 2015 betreffende de verdeling van verliezen uit monetairbeleidstransacties (herziene versie) (ECB/2015/NP29), dat is gebaseerd op artikel 32.4, tweede alinea, van de statuten van het ESCB en de ECB. De verdeling van verliezen die kunnen voortvloeien uit de verwerving van obligaties van lidstaten van de eurozone zou, op haar beurt, worden behandeld in overeenstemming met artikel 33.2 van de statuten van het ESCB en de ECB. Aldus zouden de eventuele verliezen het jaarlijkse overschot dat de ECB kan overmaken aan de centrale banken van het Eurosysteem verminderen of resulteren in een overdracht van verliezen.

91. Deze verschillende kenmerken lijken mij voldoende om te voorkomen dat een programma zoals het PSPP de lidstaten de prikkel ontnemt om een gezond begrotingsbeleid te voeren. Overigens kan worden opgemerkt dat, aangezien de Raad op 22 juni 2018 heeft besloten de buitensporigtekortprocedure ten aanzien van Frankrijk af te sluiten⁷⁰, er nog maar één lidstaat aan een procedure voor buitensporig tekort onderworpen is, terwijl dat er 24 waren in 2011.⁷¹ Deze objectieve situatie wijst erop dat de lidstaten van de eurozone een gezond begrotingsbeleid voeren.

⁶⁸ De uitsluiting van Griekse obligaties van het PSPP bevestigt de doeltreffendheid van deze garantie (zie besluit 2016/1041).

⁶⁹ Zie in die zin de verklaring van B. Cœuré (verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 9 en 10 maart 2016, blz. 8 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France).

⁷⁰ Overeenkomstig de aanbeveling van de Commissie van 23 mei 2018 tot intrekking van beschikking 2009/414/EG betreffende het bestaan van een buitensporig tekort in Frankrijk [zie besluit van de Commissie COM(2018) 433 final].

⁷¹ Het gaat om Spanje.

3. Conclusie inzake de eerste en de tweede vraag

92. Uit het voorgaande volgt, om te beginnen, dat het PSPP aan het optreden van het ESCB niet hetzelfde effect verleent als een rechtstreekse aankoop van staatsobligaties van overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de lidstaten en, voorts, dat het PSPP niet van dien aard is dat het de lidstaten de prikkel ontnemt om een gezond begrotingsbeleid te voeren. In die omstandigheden is besluit 2015/774 mijns inziens niet in strijd met artikel 123, lid 1, VWEU.

D. Derde en vierde vraag

93. De derde en de vierde vraag betreffen in wezen het verband tussen het PSPP en het monetair beleid – dat het kader is van het mandaat van de ECB – en de evenredigheidsstoets waaraan besluit 2015/774 moet worden onderworpen om na te gaan of het in overeenstemming is met artikel 119 en artikel 127, leden 1 en 2, VWEU (en de artikelen 17-24 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB). De verwijzende rechter vraagt zich af, of het PSPP, gelet op het volume, de duur van de toepassing en de daaruit voortvloeiende gevolgen ervan, nog steeds kan worden geacht binnen het mandaat van de ECB te vallen.

94. Overeenkomstig het in artikel 5, lid 2, VEU geformuleerde beginsel van bevoegdheidstoedeling moet het ESCB handelen binnen de grenzen van de bevoegdheden die hem door het primaire recht zijn verleend. Het mag dus geen programma vaststellen en uitvoeren dat het gebied te buiten gaat dat door het primaire recht aan het monetair beleid is toegewezen. Teneinde de eerbieding van dat beginsel te verzekeren, zijn de handelingen van het ESCB, onder de in de Verdragen gestelde voorwaarden, bovendien onderworpen aan het rechterlijk toezicht van het Hof.⁷²

95. De voor de beantwoording van deze vragen noodzakelijke parameters zijn vastgesteld in de arresten van 27 november 2012, *Pringle* (C-370/12, EU:C:2012:756), en 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400).

1. Het in de arresten van 27 november 2012, *Pringle* (C-370/12, EU:C:2012:756), en 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400), gedefinieerde analysekader

a) Definitie van het monetair beleid

96. Hoewel het VWEU het monetair beleid nergens nauwkeurig definieert, heeft het Hof niettemin vastgesteld dat het de doelstellingen van het monetair beleid vastlegt en dat het mogelijk was vast te stellen over welke middelen het ESCB beschikt om dat beleid uit te voeren.⁷³

97. Wat dit betreft geven de arresten van 27 november 2012, *Pringle* (C-370/12, EU:C:2012:756), en 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400), weliswaar blijk van een bepaalde ontwikkeling in hun formulering, maar deze ontwikkeling heeft mijns inziens geen gevolgen. In het eerstgenoemde arrest heeft het Hof verklaard dat het VWEU in de bepalingen betreffende het monetair beleid „veeleer naar de doelstellingen ervan verwijst en *niet zozeer* naar de instrumenten ervan”.⁷⁴ Deze prioritering is evenwel verdwenen in het als tweede genoemde arrest, aangezien het

⁷² Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 41).

⁷³ Zie in die zin arresten van 27 november 2012, *Pringle* (C-370/12, EU:C:2012:756, punt 53), en 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 42).

⁷⁴ Cursivering van mij.

Hof hierin heeft verklaard dat het VWEU „*zowel* de doelstellingen van het monetair beleid *als* de middelen waarover het ESCB beschikt om dat beleid uit te voeren, vastlegt”.⁷⁵ In weerwil van dit lexicale verschil staat evenwel vast dat bij de vraag of een maatregel onder het monetair beleid valt naar de nagestreefde doelstellingen *en* de aangewende middelen moet worden gekeken.⁷⁶

98. Het is ook belangrijk om in herinnering te brengen dat een maatregel van monetair beleid niet gelijk kan worden gesteld met een maatregel van economisch beleid louter omdat deze indirecte gevolgen kan hebben voor de stabiliteit van de eurozone.⁷⁷ Eventuele indirecte gevolgen kunnen namelijk niet betekenen dat een programma van de ECB moet worden aangemerkt als een maatregel van economisch beleid, aangezien uit het Verdrag zelf, in het bijzonder de artikelen 119, lid 2, VWEU, 127, lid 1, VWEU en 282, lid 2, VWEU, volgt dat het ESCB, onverminderd de doelstelling van prijsstabiliteit, het algemene economische beleid in de Unie ondersteunt.⁷⁸

b) Evenredigheidsbeginsel en omvang van het rechterlijk toezicht

99. Wanneer blijkt dat een programma van de ECB onder het monetair beleid valt, volgt uit de artikelen 119, lid 2, VWEU en 127, lid 1, VWEU, gelezen in samenhang met artikel 5, lid 4, VEU, dat een programma voor de aankoop van obligaties zoals het PSPP slechts rechtsgeldig kan worden vastgesteld en uitgevoerd wanneer de daarin opgenomen maatregelen evenredig zijn aan de doelstellingen van dat beleid.⁷⁹ Dit betekent in concreto dat het PSPP, net als elke handeling van een instelling van de Unie, geschikt moet zijn om de door de betrokken regelgeving legitiem nagestreefde doelstellingen te bereiken, en niet verder mag gaan dan daarvoor noodzakelijk is.

100. Wat evenwel het rechterlijk toezicht op de inachtneming van deze voorwaarden betreft, geldt ten aanzien van het PSPP hetzelfde voorbehoud als dat welk het Hof in punt 68 van het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), met betrekking tot het OMT-programma heeft gemaakt. Het ESCB moet namelijk bij het uitwerken en uitvoeren van een programma voor openmarkttransacties, zoals het PSPP, tevens technische keuzes, prognoses en complexe afwegingen maken. In dat kader dient het ESCB daarom een ruime beoordelingsbevoegdheid te worden toegekend.

101. Het Hof heeft niettemin gepreciseerd dat in deze gevallen waarin een instelling van de Unie over een ruime beoordelingsvrijheid beschikt, het toezicht op de inachtneming van bepaalde procedurele waarborgen van fundamenteel belang is en dat tot die waarborgen „de verplichting voor het ESCB [behoort] om alle relevante gegevens van de betrokken situatie zorgvuldig en onpartijdig te onderzoeken en om zijn besluiten toereikend te motiveren”⁸⁰.

⁷⁵ Cursivering van mij.

⁷⁶ Zie in die zin arresten van 27 november 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, punt 55), en 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 46).

⁷⁷ Zie in die zin arresten van 27 november 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, punt 56), en 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 52).

⁷⁸ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 59).

⁷⁹ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 66).

⁸⁰ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 69).

2. Toepassing van de beginselen van het PSPP

a) Inachtneming van het mandaat van de ECB

1) Doelstelling en door het PSPP aangewende instrumenten

102. Volgens artikel 119, lid 2, VWEU en artikel 127, lid 1, VWEU bestaat het hoofddoel van het ESCB in het handhaven van prijsstabiliteit. De doelstelling van het PSPP – en meer in het algemeen van het APP waarvan het één van de vier subprogramma's vormt – is om bij te dragen aan deze prijsstabiliteit door de sinds 2013 en in versterkte mate sinds 2014 waargenomen daling van de inflatie tegen te gaan.

103. Deze doelstelling wordt uitdrukkelijk beoogd in overweging 4 van besluit 2015/774. Hierin zegt de ECB dat „het [PSPP] minder strenge monetaire en financiële voorwaarden zal bewerkstelligen, waaronder de leningvoorwaarden voor niet-financiële vennootschappen en huishoudens in het eurogebied, aldus gezamenlijke consumptie en investeringsuitgaven in het eurogebied ondersteunend en [...] er uiteindelijk toe bij[draagt] dat de inflatie op middellange termijn weer net onder 2 % zal liggen” en zulks „[i]n een klimaat waarin de basisrentetarieven van de ECB het dal bereikt hebben”. Deze doelstelling was ook leidend bij elke wijziging van het PSPP.⁸¹

104. In zijn inleidende verklaring van 22 januari 2015 heeft de president van de ECB overigens bevestigd dat de aankopen in het kader van het APP zouden worden uitgevoerd totdat de Raad van bestuur van de ECB bewijs zou zien van „een aanhoudende verandering in het beloop van de inflatie die in overeenstemming is met [de] doelstelling op de middellange termijn een inflatiecijfer onder maar dicht bij 2 % te verwezenlijken”. Aangezien de verwezenlijking van deze doelstelling aanstaande is, heeft de ECB voorts besloten, tijdens de vergadering van de Raad van bestuur van 14 juni 2018, om het maandelijkse bedrag van de in het kader van het APP gedane netto activa-aankopen vanaf oktober 2018 in beginsel te verlagen naar 15 miljard EUR tot eind december 2018 en de netto-aankopen dan te beëindigen.⁸²

105. Het verband tussen het PSPP en de prijsstabiliteit en, bijgevolg, het monetairbeleidsmandaat van de ECB, lijkt dus buiten kijf te staan, evenals de noodzaak om te reageren op het gevaar van deflatie dat bij de vaststelling van het PSPP objectief is vastgesteld.⁸³ Voorts wordt, zoals met name de Italiaanse en de Finse regering in hun schriftelijke opmerkingen benadrukken, de monetairbeleidsdoelstelling van het programma versterkt door het ontbreken van selectiviteit van het PSPP.⁸⁴

81 Aldus heeft de ECB in overweging 2 van besluit 2015/2464 gepreciseerd dat „[o]p 3 december 2015 [...] de Raad van bestuur in lijn met haar mandaat tot verzekering van prijsstabiliteit besloten [heeft] om bepaalde ontwerpkenmerken van het PSPP aan te passen, teneinde op de middellange termijn de inflatieontwikkeling op een stabiel niveau veilig te stellen naar niveaus van net onder de 2 %”. Zie ook overweging 2 van besluit 2016/702 en de overwegingen 3 en 4 van besluit 2017/100. Volgens een door de Raad van bestuur van de ECB in 1998 genomen besluit wordt prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex met minder dan 2 %. Op 8 mei 2003 heeft de Raad van bestuur deze definitie bevestigd en besloten zich in het streven naar prijsstabiliteit erop te richten de inflatie dicht bij 2 % te handhaven op de middellange termijn. Hiermee committeerde de ECB zich om een toereikende veiligheidsmarge te verschaffen ter bescherming tegen de risico's van deflatie (zie persbericht van de ECB van 8 mei 2003 betreffende de monetairbeleidsstrategie van de ECB).

82 Zie persbericht van de ECB van 14 juni 2018 betreffende monetairbeleidsbeslissingen.

83 Zie in die zin 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, blz. 11-51.

84 Zie met betrekking tot het verband tussen het monetair beleid en de uniciteit van de toepassing van het PSPP in alle lidstaten van de eurozone Adamski, D., „Economic Constitution of the Euro Area After the Gauweiler Preliminary Ruling”, *Common Market Law Review*, deel 52, 2015, blz. 1451-1490, in het bijzonder blz. 1488, voetnoot 122. In het kader van de zaak die aanleiding heeft gegeven tot het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), heeft het Hof verklaard dat uit het enkele feit dat het OMT-programma specifiek tot de staatsobligaties van bepaalde lidstaten beperkt is niet als zodanig volgde dat de door het ESCB gebruikte instrumenten niet onder het monetair beleid vielen (punt 55). Dit klemde temeer wanneer een dergelijke selectiviteit ontbreekt.

106. De aangewende middelen zijn tevens instrumenten van monetair beleid, aangezien het, overeenkomstig artikel 3 van besluit 2015/774, gaat om het toestaan van de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op de secundaire markten. Zoals het Hof heeft vastgesteld in punt 54 van het arrest van 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400), „[blijkt] [u]it artikel 18.1 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB, dat is opgenomen in hoofdstuk IV van dit protocol, [...] duidelijk dat de ECB en de nationale centrale banken, teneinde de uit het primair recht voortvloeiende doelstellingen van het ESCB te kunnen verwezenlijken en de in dat recht vastgestelde taken ervan te kunnen vervullen, in beginsel in de financiële markten mogen opereren door onvoorwaardelijke aan- en verkopen van in euro luidend verhandelbaar papier”.

107. De verwijzende rechter zelf is van mening dat het doel van het PSPP en de aangewende middelen een in beginsel toelaatbare concretisering vormen van de taak van de ECB die erin bestaat de prijsstabiliteit te verzekeren. Aangezien de inflatie op doorslaggevende wijze afhangt van het consumptiegedrag van particuliere huishoudens en van de reële economie, kan namelijk de – door het PSPP beoogde – toename van de liquiditeit van de commerciële banken en hun klanten worden beschouwd als een passend intermediair doel op de weg naar de beïnvloeding van de stijging van de prijzen.⁸⁵

2) Indirecte gevolgen van het PSPP

108. Het hoge volume van de door besluit 2015/774 toegestane aankopen en de duur van het PSPP voeden niettemin twijfels bij het Bundesverfassungsgericht dat zich daarom afvraagt welke impact de *effecten* van het PSPP in termen van economisch beleid op de geldigheid van besluit 2015/774 kunnen hebben.

109. Ten eerste zou het volume van het PSPP noodzakelijkerwijs een wijziging van het economisch beleid met zich brengen. Het feit dat het PSPP de banken in staat stelt om een zeer groot volume aan risicovolle effecten – waarvan ze zich zonder het PSPP niet of slechts met verlies hadden kunnen ontdoen – aan het ESCB te verkopen zou neerkomen op een doelstelling van economisch beleid, aangezien het PSPP de economische situatie van de banken aanzienlijk zou verbeteren en hun kredietwaardigheid zou vergroten. Ten tweede zou het PSPP de herfinancieringsvoorwaarden van de lidstaten verbeteren die tegen aanzienlijk gunstigere voorwaarden geld zouden kunnen lenen op de kapitaalmarkt dan zonder het programma het geval zou zijn. Gegeven het bijzonder hoge volume van het PSPP zou dit tot gevolg kunnen hebben dat dit programma kwalitatief moet worden aangemerkt als een programma dat overwegend onder het economisch beleid valt.

i) Theoretische beschouwingen over het verband tussen het monetair en het economisch beleid en de omvang van het rechterlijk toezicht

110. Dat de uitvoering van het PSPP gevolgen heeft voor het door de lidstaten gevoerde economisch beleid is onvermijdelijk en zulks des te meer omdat krachtens artikel 119, lid 2, VWEU, artikel 127, lid 1, VWEU en artikel 282, lid 2, VWEU de secundaire doelstelling van het ECB bestaat in het steunen van het economisch beleid van de Unie.⁸⁶ Dat is de reden waarom, zoals het Hof heeft geoordeeld in het arrest van 16 juni 2015, *Gauweiler e.a.* (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 59), indirecte gevolgen niet kunnen betekenen dat een programma van de ECB dat een doelstelling van monetair beleid nastreeft en hiertoe aan dit beleid eigen instrumenten inzet moet worden aangemerkt als een maatregel van economisch beleid.

⁸⁵ Zie punt 117 van het verzoek om een prejudiciële beslissing.

⁸⁶ Zie in die zin 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, blz. 493-534, in het bijzonder blz. 513 en 514. De auteur spreekt van „poreusheid” tussen enerzijds de bevoegdheidsgebieden die onder het monetair beleid vallen en anderzijds die welke onder het economische beleid vallen.

111. De moeilijkheid bestaat er dus in, de „indirecte gevolgen” van een maatregel van monetair beleid af te bakenen. Volgens het Bundesverfassungsgericht kan dit begrip niet zien op zekere en voorzienbare gevolgen van de betwiste maatregel zijn, maar zie het slechts op gevolgen die door verdere tussenstappen verbonden zijn met die maatregel. Ik deel deze zienswijze niet.

112. Om te beginnen wijs ik erop dat hoewel het Hof het begrip „indirecte gevolgen” niet heeft gedefinieerd naar aanleiding van de zaak die heeft geleid tot het arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400), het in het kader van die zaak onderzochte gevolg niet samenhangt met een „tussenstap” van het OMT-programma, maar, integendeel, met een *conditio sine qua non* voor de toepasselijkheid ervan, namelijk de binding van de uitvoering van het programma aan de onverkorte naleving van de macro-economische aanpassingsprogramma’s van de EFSF of het ESM. Het Hof heeft erkend dat, met die voorwaarde, niet was uitgesloten dat het OMT-programma „incidenteel” een impuls kan geven om die aanpassingsprogramma’s na te leven en aldus tot op zekere hoogte de verwezenlijking kan bevorderen van de daarmee nagestreefde doelstellingen van economisch beleid. Deze meer dan waarschijnlijke en met het betrokken programma onmiddellijk samenhangende gevolgen zijn evenwel als indirect aangemerkt.⁸⁷

113. Tenzij men de betekenis van het door het Hof gebruikte bijvoeglijk naamwoord geweld zou willen aandoen, kan het begrip „indirect gevolg” tevens niet gelijk worden gesteld met een gevolg dat slechts „beperkt”, „bijkomend”, of „marginaal” is. Een dergelijke opvatting zou trouwens in tegenspraak zijn met de bewoordingen van het VWEU dat de prijsstabiliteit namelijk verbindt met de steun aan het algemeen economisch beleid in de Unie zonder de omvang van een dergelijke steun te beperken. Artikel 127, lid 1, VWEU gelast het ESCB integendeel om op deze wijze op te treden, aangezien hierin in de tegenwoordige tijd van de aantoonende wijs wordt bepaald dat „het ESCB het algemene economische beleid in de Unie [ondersteunt] teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie omschreven doelstellingen van de Unie”. De enige beperking aan deze steun bestaat erin geen afbreuk te doen aan het doel van prijsstabiliteit.

114. Tot slot ben ik van mening dat het Hof moet waken voor een opportuniteitstoetsing, aangezien „het [ESCB] bij het uitwerken *en uitvoeren* van een programma voor openmarkttransacties [...] over een ruime beoordelingsbevoegdheid beschikt”⁸⁸ en zulks vanwege de technische keuzes, prognoses en complexe afwegingen die het moet maken.

115. In die omstandigheden ben ik van mening dat, voor zover werd vastgesteld dat de doelstellingen van het betrokken programma en de voor de uitvoering ervan gekozen instrumenten onder het monetair beleid vallen, het noodzakelijk maar voldoende is dat de rechter het bestaan vaststelt van garanties die in theorie volstaan om te voorkomen dat het programma in feite een doelstelling van overwegend economisch beleid nastreeft, dan wel het doel van prijsstabiliteit ondermijnt.

116. Dit lijkt mij in overeenstemming met de taak van de rechter, die zich, wanneer vaststaat dat de opsteller van een norm vanwege zeer ingewikkelde economische, wetenschappelijke en technische feitelijke elementen beschikt over een ruime beoordelingsbevoegdheid, moet beperken tot de vraag of er bij de uitoefening van deze bevoegdheid geen sprake is geweest van een kennelijke beoordelingsfout of van misbruik van bevoegdheid, en of de wetgever de grenzen van zijn beoordelingsbevoegdheid niet kennelijk heeft overschreden.⁸⁹ „In die context kan de rechter van de Unie zijn beoordeling van de [economische,] wetenschappelijke en technische feiten immers niet in de plaats stellen van die van de [instelling], aan wie het Verdrag die taak heeft toevertrouwd.”⁹⁰

⁸⁷ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punten 56-59).

⁸⁸ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 68; cursivering van mij).

⁸⁹ Zie in die zin met betrekking tot de controle op het optreden van de wetgever van de Unie op economisch gebied arrest van 11 januari 2017, Spanje/Raad (C-128/15, EU:C:2017:3, punt 46), of op wetenschappelijk gebied arrest van 21 juni 2018, Polen/Parlement en Raad (C-5/16, EU:C:2018:483, punt 150).

⁹⁰ Arrest van 21 juni 2018, Polen/Parlement en Raad (C-5/16, EU:C:2018:483, punt 150). Zie in die zin ook arresten van 22 november 2001, Nederland/Raad (C-301/97, EU:C:2001:621, punt 135), en 8 juli 2010, Afton Chemical (C-343/09, EU:C:2010:419, punt 28).

117. Een dergelijke controle lijkt beperkt, ja zelfs een formaliteit te zijn. Niettemin kan het Hof – of een andere rechterlijke instantie – niet het verwijt worden gemaakt, aldus te werk te gaan, aangezien een diepgaander onderzoek niet langer een juridische maar, in dit geval, een economische analyse zou zijn die niet onder de technische competentie van de rechter valt.⁹¹ Het vraagstuk van de deskundigheid moet noodzakelijkerwijs in aanmerking worden genomen bij een beschouwing over de scheiding der machten en de oplossing van constitutionele conflicten.⁹² Net zo min als de organen van de ECB zijn de rechterlijke instanties die tot taak hebben de geldigheid van de beslissingen van deze instelling te controleren gekozen. Beide ontlenen hun legitimiteit niet alleen aan hun onafhankelijkheid – wat iets anders is dan straffeloosheid – maar ook aan hun deskundigheid, die de afbakening van de grenzen van hun mandaat mogelijk maakt.

ii) Garanties van het PSPP die de gevolgen ervan in termen van economisch beleid beperken

118. Bij het eerste gevolg van het PSPP dat door de verwijzende rechter aan de kaak wordt gesteld omdat het een doelstelling van economisch beleid zou hebben, gaat het om de verbetering van de economische situatie van de banken en de verhoging van hun kredietwaardigheid door de verkoop aan het ESCB van een groot volume aan risicovolle effecten waarvan de banken zich zonder het PSPP niet (of slechts met verlies) hadden kunnen ontdoen.

119. Wat dit betreft vormt de door artikel 3, lid 2, onder a), van besluit 2015/774 voorgeschreven kredietkwaliteit niet alleen een garantie die bijdraagt aan het voortbestaan van de prikkel om een gezond begrotingsbeleid te voeren, maar toont ook aan dat het PSPP niet tot doel heeft de commerciële banken in staat te stellen zich te ontdoen van hun risicovolle effecten.

120. Het tweede door de verwijzende rechter genoemde indirecte gevolg zou bestaan in de verbetering van de herfinancieringsvoorwaarden van de lidstaten, die tegen aanzienlijk gunstigere voorwaarden geld zouden kunnen lenen op de kapitaalmarkt dan zonder het PSPP het geval zou zijn. Gegeven het bijzonder hoge volume van het PSPP zou dit tot gevolg kunnen hebben dat dit programma kwalitatief moet worden aangemerkt als een programma dat overwegend onder het economisch beleid valt.

121. Zoals het Hof reeds terecht heeft vastgesteld, impliceert het voeren van het monetair beleid dat voortdurend invloed wordt uitgeoefend op de rentevoeten en de herfinancieringsvoorwaarden voor de banken, hetgeen noodzakelijkerwijs gevolgen heeft voor de financieringsvoorwaarden van de overheidsschuld van de lidstaten.⁹³ Het optreden van de ECB kan evenwel niet gelijk worden gesteld met de verlening van financiële bijstand aan een lidstaat, aangezien een dergelijke maatregel vanzelfsprekend niet onder het monetair beleid valt.⁹⁴

91 Zie in die zin 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, blz. 493-534, in het bijzonder blz. 509; Classen, Cl. D., „Funktionsadäquate checks and balances statt richterliche Vollkontrolle unter demokratischem Vorwand”, *Europarecht*, 2015, deel 4, blz. 477-486; Herrmann, Chr., en Dornacher, C., „Grünes Licht vom EuGH für EZB-Staatsanleihenkäufe – ein Lob der Sachlichkeit!”, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2015, blz. 579-583, en 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*, deel 11, 2015, blz. 563-576, in het bijzonder blz. 575. Een aantal van deze auteurs baseert zich ook op de noodzakelijke onafhankelijkheid van de ECB ter rechtvaardiging van het beperkte karakter van de toetsing die het Hof moet uitoefenen.

92 Zie dienaangaande Halberstam, D., „Constitutional Heterarchy: The Centrality of Conflict in the European Union and the United States”, in: Dunoff, J., en Trachtman, J., (red.), *Ruling the World? Constitutionalism, International Law and Global Government*, Cambridge University Press, 2009, blz. 326-355. Zie ook voor een toepassing van de theorie van Halberstam op de besluiten van de Unie ter bestrijding van de financiële crisis Fabbrini, F., „The Euro-Crisis and the Courts: Judicial Review and the Political Process in Comparative Perspective”, *Berkeley Journal of International Law*, deel 32:1, 2014, blz. 64-123, in het bijzonder blz. 116 e.v.

93 Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 110).

94 Zie in die zin arrest van 27 november 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, punt 57).

122. In dit verband maken een aantal garanties die het PSPP met het oog op artikel 123 VWEU geldigheid verlenen, het ook mogelijk zich ervan te vergewissen dat dit programma niet primair een doelstelling van economisch beleid nastreeft. Naast het ondergeschikt maken van de aankoop van staatsobligaties aan de kredietkwaliteit⁹⁵, lijken mij drie garanties essentieel. Ten eerste zijn de in het kader van het PSPP gedane aankopen van staatsobligaties subsidiair ten opzichte van het optreden dat is toegestaan door de drie andere programma's van het APP, die allemaal betrekking hebben op de aankoop van obligaties uit de particuliere sector.⁹⁶ Ten tweede worden de door het PSPP toegestane aankopen verdeeld over alle lidstaten van de eurozone volgens een vaste en objectieve verdeelsleutel, waarbij niet wordt gezien naar de individuele economische situatie van die staten. Ten derde is de risicoverdeling beperkt tot 20 % van de in het kader van het PSPP gedane aankopen. Deze kenmerken, die de uitvoering van het PSPP bepalen en afbakenen, laten het niet toe dit programma gelijk te stellen met het verlenen van financiële bijstand aan een lidstaat.

123. Gelet op het voorgaande, heeft de ECB mijns inziens dus geen kennelijke beoordelingsfout gemaakt bij het bepalen van het doel van het programma of bij de keuze van de voor de uitvoering ervan te gebruiken instrumenten. Evenmin heeft zij haar bevoegdheid misbruikt⁹⁷ of de grenzen van haar beoordelingsbevoegdheid kennelijk overschreden. Hierbij zij opgemerkt dat, ook al streeft het PSPP een doelstelling van monetair beleid na met gebruikmaking van instrumenten die onder dit beleid vallen, de in dit beleid vervatte maatregelen ook evenredig moeten zijn aan de aangekondigde doelstelling.

b) Evenredigheid van het PSPP

124. Uit de artikelen 119, lid 2, VWEU en 127, lid 1, VWEU, gelezen in samenhang met artikel 5, lid 4, VEU, volgt dat een onder het monetair beleid vallend programma voor de aankoop van obligaties slechts rechtsgeldig kan worden vastgesteld en uitgevoerd wanneer de daarin opgenomen maatregelen evenredig zijn aan de doelstellingen van dat beleid.⁹⁸

125. Zoals ik al meermaals in deze conclusie heb opgemerkt beschikte het ESCB evenwel over een ruime beoordelingsbevoegdheid, aangezien het, bij het uitwerken en uitvoeren van een programma voor openmarkttransacties, zoals het PSPP, technische keuzes, prognoses en complexe afwegingen moest maken.⁹⁹ In dat kader „[is] het toezicht op de inachtneming van bepaalde procedurele waarborgen van fundamenteel belang [...]. Tot die waarborgen behoort de verplichting voor het ESCB om alle relevante gegevens van de betrokken situatie zorgvuldig en onpartijdig te onderzoeken en om zijn besluiten toereikend te motiveren.”¹⁰⁰

1) Geschiktheid van het PSPP om de doelstellingen van het ESCB te bereiken en noodzaak ervan

126. Volgens overweging 4 van besluit 2015/774 is het PSPP een evenredige maatregel om met verwachte prijsontwikkelingen verband houdende risico's te matigen, aangezien „het programma minder strenge monetaire en financiële voorwaarden zal bewerkstelligen, waaronder de leningvoorwaarden voor niet-financiële vennootschappen en huishoudens in het eurogebied, aldus gezamenlijke consumptie en investeringsuitgaven in het eurogebied ondersteunend en draagt er uiteindelijk toe bij dat de inflatie op middellange termijn weer net onder 2 % zal liggen”. Volgens

⁹⁵ Zie met betrekking tot deze voorwaarde de punten 86 en 87 van deze conclusie.

⁹⁶ Artikel 2, lid 2, van de PSPP-richtsnoeren.

⁹⁷ Er zij aan herinnerd dat sprake is van misbruik van bevoegdheid „wanneer op grond van objectieve, relevante en overeenstemmende aanwijzingen blijkt dat de handeling uitsluitend of althans overwegend is vastgesteld om andere dan de aangegeven doelen te bereiken, dan wel te ontkomen aan de toepassing van een procedure die het Verdrag speciaal heeft voorzien om aan de omstandigheden van het geval het hoofd te bieden” [arrest van 22 november 2001, Nederland/Raad (C-301/97, EU:C:2001:621, punt 153)].

⁹⁸ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 66).

⁹⁹ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 68).

¹⁰⁰ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 69).

dezelfde overweging is de maatregel gerechtvaardigd, immers „[i]n een klimaat waarin de basisrentetarieven van de ECB het dal bereikt hebben, en specifiek op activa uit de particuliere sector gerichte aankoopprogramma's de vigerende neerwaartse risico's voor prijsstabiliteit meetbaar maar onvoldoende konden adresseren, is het noodzakelijk het PSPP toe te voegen aan de monetairbeleidsmaatregelen van het Eurosysteem, zijnde een instrument dat potentieel een sterke doorwerking naar de reële economie bewerkstelligt. Aangezien het PSPP het portfolio-evenwicht weer zal herstellen, zal het aanzienlijke PSPP-aankoopvolume bijdragen tot verwezenlijking van de onderliggende monetairbeleidsdoelstelling financieel intermediairs ertoe aan te zetten meer liquiditeiten aan de interbancaire markt en meer krediet aan de eurogebiedeconomie ter beschikking te stellen”.

127. Dat ten tijde van de vaststelling van besluit 2015/774 sprake was van een gevaar van deflatie staat buiten kijf.¹⁰¹ De deflatoire context van het PSPP wordt trouwens omschreven in overweging 3 van besluit 2015/774. Volgens deze overweging stelt de ECB namelijk vast dat het besluit werd genomen „op basis van een aantal factoren die het neerwaartse risico voor prijsontwikkelingen op middellange termijn aanzienlijk versterkt hebben, waardoor de primaire ECB-doelstelling van handhaving van prijsstabiliteit in gevaar komt. Deze factoren omvatten een monetaire impuls van de vastgestelde monetairbeleidsmaatregelen die lager uitviel dan verwacht werd, een neerwaartse ontwikkeling van de meeste indicatoren van werkelijke en verwachte eurogebiedinflatie – zowel kernmaatregelen alsook maatregelen die de impact van volatiele componenten zoals energie en voedingsmiddelen uitsluiten – naar historische dieptepunten, en gestegen potentiële impact van tweede-ronde-effecten op lonen en prijsvorming voortvloeiende uit een significante daling van de olieprijsen.”

128. Zoals de verwijzende rechter erkent, hangt de inflatie op doorslaggevende wijze af van het consumptiegedrag van particuliere huishoudens en van de reële economie. In zoverre kan de toename van de liquiditeit van de commerciële banken en hun klanten worden beschouwd als een passend intermediair doel op de weg naar de beïnvloeding van de inflatie.¹⁰²

129. De economische doctrine waarop de ECB zich beroept, lijkt te bevestigen dat een programma voor kwantitatieve versoepeling geschikt is om het doel van prijsstabiliteit te bereiken vanwege de aanzienlijke en aanhoudende invloed ervan op de economie. Een omvangrijke aankoop van effecten, waaronder obligaties uit de publieke sector, bewerkstelligt immers een versoepeling van de monetaire en financiële voorwaarden, die bedrijven en huishoudens in staat stelt gunstigere financieringen te verkrijgen. Dit heeft in beginsel tot gevolg dat investeringen en consumptie worden gestimuleerd, wat bijdraagt aan de terugkeer van een inflatiepercentage van net onder de 2 %.

130. Zoals de ECB overtuigend uitlegt in haar schriftelijke opmerkingen is besluit 2015/774 geschikt om zijn doel te bereiken door gebruikmaking van drie kanalen waarlangs invloed wordt uitgeoefend: het signaalkanaal, het kanaal van de looptijd en het kanaal voor deerschikking van de portefeuilles. Om te beginnen signaleert het PSPP dat de ECB bereid is deflatoire tendensen tegen te gaan en versterkt het zodoende de geloofwaardigheid van de mededelingen over de toekomstige ontwikkeling van de basisrentetarieven. Vervolgens resulteert het PSPP in een daling van de looptijdgerelateerde risicopremies die door marktdeelnemers worden verlangd, welke samenhangen met het nemen van renterisico's. Ten slotte stimuleren de lagere opbrengsten van overheidsobligaties door de daling van het aanbod particuliere investeerders om hun portefeuilles her te verdelen over andere marktsegmenten, met name door de aankoop van bedrijfsobligaties dan wel, in het geval van banken, door meer krediet te verstrekken aan huishoudens en particuliere bedrijven.

101 Zie met name 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, blz. 11-51.

102 Zie punt 117 van het verzoek om een prejudiciële beslissing.

131. Overigens was het PSPP noodzakelijk, omdat de ECB andere, even doeltreffende maatregelen van monetair beleid reeds had uitgeput. De enige categorie effecten die, op grond van haar bestaande marktvolume, het aankoopvolume kon generen om de inflatiekloof te dichten was die van de obligaties van de publieke sector.

132. Deze kenmerken van een maatregel van kwantitatieve versoepeling en de context waarin besluit 2015/774 moet worden gezien, zijn toegelicht door de president van de ECB in zijn inleidende verklaring van 22 januari 2015 en, meer nog, in het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, tijdens welke werd besloten tot de vaststelling van het PSPP. Hoewel op de ECB een belangrijke motiveringsplicht rust, moet bij de vraag of deze is nagekomen niet alleen acht worden geslagen op de bewoordingen van de betrokken handeling, maar ook op de context ervan en op het geheel van rechtsregels die de betrokken materie beheersen.¹⁰³ De inleidende verklaringen van de president van de ECB en de verslagen van de monetairbeleidsvergaderingen van de Raad van bestuur van de ECB maken ontegenzeggelijk deel uit van de documenten die deze „context” kunnen weergeven.

133. De inleidende verklaring van de president van de ECB vormt een eerste nuttig motiveringselement. Hierin zet hij namelijk in duidelijke en toegankelijke bewoordingen uiteen dat „[h]et vandaag genomen monetairbeleidsbesluit ten aanzien van de additionele aankopen van activa [...] genomen [is] om twee ongunstige ontwikkelingen tegen te gaan. Ten eerste is de inflatiedynamiek zwakker gebleven dan verwacht. Hoewel de sterke daling van de olieprijs gedurende de afgelopen maanden de meest bepalende factor blijft voor de totale inflatie, is het potentieel voor tweede-ronde-effecten op de loon- en prijsvorming toegenomen en zou dit de prijsontwikkeling op de middellange termijn negatief kunnen beïnvloeden. Deze beoordeling wordt ondersteund door een verdere daling van de markt-gebaseerde maatstaven van de inflatieverwachtingen voor alle looptijden en door het feit dat de meeste indicatoren van de werkelijke en de verwachte inflatie op of dicht bij hun historisch laagste punt liggen. Tegelijkertijd blijft de economische slapte in het eurogebied aanzienlijk en blijven de geld- en kredietontwikkelingen bedrukt. Ten tweede was, hoewel de tussen juni en september vorig jaar genomen monetairbeleidsmaatregelen tot een aanzienlijke verbetering in termen van de koersen op de financiële markten hebben geleid, dit niet het geval voor de kwantitatieve uitkomsten. Dientengevolge was de bestaande mate van monetaire accommodatie onvoldoende om op adequate wijze de verhoogde risico's van een te lange periode van lage inflatie tegen te gaan. Daarom is de goedkeuring van verdere balansmaatregelen van vandaag op zijn plaats om onze doelstelling voor de prijsstabiliteit te verwezenlijken, gezien het feit dat de basisrentetarieven van de ECB hun ondergrens hebben bereikt.”

134. Het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015 is nog vollediger. Zo is hierin met name sprake van een „somber” inflatieperspectief in de eurozone, aangezien de jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde indexcijfers van de consumptieprijzen (HICP) uitkomt op - 0,2 % in december 2014 „voornamelijk door een daling van het jaarlijkse wijzigingspercentage van energie maar ook van voedingsmiddelen”.¹⁰⁴ Onder het kopje „Beschouwingen en mogelijke opties van monetair beleid” van punt 1, „Beoordeling van de financiële, economische en monetaire ontwikkelingen en mogelijke opties”, wordt uitdrukkelijk de vraag gesteld of „de reeds aangewende monetaire stimulering geëigend blijft om een inflatiepercentage van net onder de 2 % op middellange termijn te bereiken, dan wel of een uitgebreid programma voor de aankoop van activa noodzakelijk is geworden om te voldoen aan de opdracht van prijsstabiliteit van de ECB”, en zulks terwijl „de macro-economische risico's die verbonden zijn aan een te lange

¹⁰³ Zie in die zin arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 70).

¹⁰⁴ Verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 4 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

periode van lage inflatie nijpender zijn geworden en de risico's van tweede-ronde-effecten zijn toegenomen".¹⁰⁵ Ook wordt geconstateerd dat het „kwantitatieve” element van de in het verleden door de Raad van bestuur genomen maatregelen niet aan de aanvankelijke verwachtingen heeft voldaan.

135. In deze context heeft P. Praet, lid van de Directie van de ECB, twee mogelijke opties van monetair beleid in overweging gegeven: ofwel de onmiddellijke versterking van het ingezette accommoderend monetair beleid – waarbij twee varianten de revue zijn gepasseerd –, ofwel een afwachtende houding, waarbij is opgemerkt dat het „noodzakelijk is om tijdens deze vergadering naar behoren rekening te houden met de risico's die voortvloeien uit het besluit om niet op te treden, die groter kunnen zijn dan de risico's die samenhangen met het nemen van maatregelen”.¹⁰⁶ Bij die gelegenheid is ook de vraag inzake de verdeling van de risico's ter sprake gekomen, alsmede de verschillende in aanmerking komende formules.¹⁰⁷ De operationele details van een mogelijk programma voor de aankoop van effecten van de publieke sector zijn opgesteld door B. Coeuré, een ander lid van de Directie van de ECB.

136. Het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015 getuigt van een echte discussie over de prijsontwikkeling – waaruit geen deflationaire situatie bleek maar niettemin een risico van tweede-ronde-effecten dat zeer serieus onder ogen moest worden genomen. Op de basis van deze discussie zijn de monetairbeleidsbesluiten genomen. Het verslag vermeldt uitdrukkelijk dat „tijdens deze vergadering tevens verschillende elementen ten faveure van de handhaving een afwachtende benadering zijn aangevoerd door een aantal leden die de kosten-batenanalyse van de voorgestelde maatregelen ongunstig achtten”.¹⁰⁸ Deze elementen zijn verderop in het verslag nader uitgewerkt, evenals de voorgestelde alternatieve oplossingen.

137. Niettemin „bestond de breed gedragen opvatting dat, gelet op het huidige rendement van de obligaties uit de particuliere sector en de omvang van de markt van deze obligaties, de aankopen van dit type obligaties een betrekkelijk gering kredietverruimend potentieel hadden en daarom de in dit stadium geboden accommodering slechts in beperkte mate mogelijk maakten”.¹⁰⁹ Bijgevolg is na een open en op argumenten berustende discussie „de aankoop van staatsschuld het enige beschikbare instrument gebleken met voldoende volume voor de stimulans die nodig is om de prijsstabiliteitsdoelstelling van de ECB gestand te doen”.¹¹⁰ Vervolgens werden de risicoverdeling, het programmavolume en de technische kenmerken van het PSPP besproken en besloten.

138. Uit het bovenstaande volgt dat de redenering en de besluiten van het ESCB duidelijk en ondubbelzinnig blijken uit, hetzij rechtstreeks de overwegingen van besluit 2015/774, welke zijn toegelicht door de inleidende verklaring van de president van de ECB van 22 januari 2015, hetzij het verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015. Besluit 2015/774 beantwoordt dus aan de in artikel 296, tweede alinea, VWEU vereiste motivering, aangezien de belanghebbenden de rechtvaardigingsgronden van de genomen maatregel kunnen kennen en de bevoegde rechter zijn toezicht kan uitoefenen.

¹⁰⁵ Verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 7 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

¹⁰⁶ Verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 8 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

¹⁰⁷ Zie verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 9 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

¹⁰⁸ Verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 16 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

¹⁰⁹ Verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 17 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

¹¹⁰ Verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 17 en 18 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

139. Voorts blijkt uit deze motiveringselementen dat het ESCB alle relevante aspecten van de betrokken situatie zorgvuldig en onpartijdig heeft onderzocht en dat zijn analyse van de economische situatie, op het tijdstip van de aankondiging van het programma en besluit 2015/774, niet behept was met een kennelijke beoordelingsfout.

2) *Evenredigheid in strikte zin van het PSPP*

140. Ook al is het PSPP geschikt om de hierdoor nagestreefde doelstelling van prijsstabiliteit te bereiken, het mag tevens niet duidelijk verder gaan dan hetgeen noodzakelijk is.

141. Dienaangaande preciseren de overwegingen 5 en 7 van besluit 2015/774, om te beginnen, dat „[h]et PSPP [...] een aantal waarborgen [omvat] om te verzekeren dat voorgenomen aankopen evenredig zullen zijn aan zijn doelstellingen en dat bij de uitwerking van het PSPP genoegzaam rekening werd gehouden met de daarmee samenhangende financiële risico's, die middels risicobeheer beperkt zullen worden” en, voorts, dat „[a]angaande de omvang van het PSPP, het ABSPP en het CBPP3 [...] middels de gecombineerde maandelijkse aankopen 60 miljard EUR aan liquiditeiten naar de markt [zal] vloeien. Beoogd wordt tot eind september 2016 aankopen te doen, en in elk geval tot de Raad van bestuur vaststelt dat de inflatieontwikkeling stabiel is, hetgeen strookt met de doelstelling op middellange termijn een inflatiepercentage van net onder de 2 % te realiseren”.

142. Om te beginnen lijkt het bedrag van 60 miljard EUR niet verder te gaan dan wat toen nodig was. Uit het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015 blijkt namelijk dat een programma met een volume „in de orde van grootte van 50 miljard EUR over de periode van maart 2015 tot eind 2016” werd gezien als „noodzakelijk ter compensatie van de afzwakking van de inflatieperspectieven in samenhang met een monetair stimulering die gematigder is dan verwacht”. Niettemin „ontstond er brede instemming om, ter versnelling van de impact [van het PSPP], hierop in zekere zin vooruit te lopen door het maandelijks volume van aankopen op te voeren tot 60 miljard EUR, vanaf maart 2015 tot eind september 2016, zonder het totale volume van geplande aankopen significant te wijzigen”.¹¹¹

143. Vervolgens hebben de in de loop van 2015 en 2016 waargenomen ongunstige ontwikkelingen de wijzigingen van besluit 2015/774 gerechtvaardigd, met name wat de duur en het volume van het PSPP betreft.

144. Zo is met name de op 3 december 2015 besloten verlenging van het PSPP vastgesteld na een beargumenteerde discussie op basis van verschillende gegevens die bevestigden dat de aanpassing van de inflatie naar een percentage dicht bij de buurt van 2 % langer duurder dan in maart 2015 was verwacht.¹¹² Het lijkt geen twijfel dat de betrokken belangen tegen elkaar zijn afgewogen. Uit het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 2 en 3 december 2015 blijkt namelijk dat „naar voren is gebracht dat het risico van niets doen significant hoger was dan van optreden”, maar ook dat een aantal leden van de Raad van bestuur „de elementen die in de richting voerden van een herijking van het monetair beleid tijdens deze vergadering onvoldoende vonden”, dan wel „de aandacht vestigden op het feit dat het oordeel over de noodzaak om op te treden niet kon worden gescheiden van de aard van resterende beschikbaar instrumenten” en dat „de doeltreffendheid van aanvullende monetairbeidsmaatregelen moet worden beoordeeld in het licht van hun kosten en

¹¹¹ Verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 21 en 22 januari 2015, blz. 19 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France. In haar schriftelijke opmerkingen preciseert de ECB gebruik te hebben gemaakt van verschillende econometrische modellen ter raming van de aankoopvolumes die ongeveer nodig waren om het beoogde inflatiepercentage te bereiken (zie punt 22 van die opmerkingen).

¹¹² Zie dienaangaande de uiteenzetting van P. Praet en de discussie binnen de Raad van bestuur hierover in het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 2 en 3 december 2015, in het bijzonder blz. 6, 11 en 12 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

mogelijke tweede-ronde-effecten”. Dus, ook al kreeg het voorstel tot verlenging van het APP van september 2016 tot maart 2017 veel steun, er ontstond een ruime consensus over het feit dat de conjunctuur geen andere opties rechtvaardigde zoals een langere uitbreiding van het programma of de uitbreiding van het maandelijkse aankoopvolume.¹¹³

145. Het besluit van 8 december 2016 om het volume van de maandelijkse aankopen in het kader van het APP te verhogen naar 80 miljard EUR is genomen na een soortgelijk debat en zulks na de constatering van opnieuw een verslechtering van de perspectieven voor een duurzame aanpassing van de inflatie door, in hoofdzaak, de verslechtering van externe omstandigheden.¹¹⁴ Zoals vermeld – en nader uitgewerkt – in het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 9 en 10 maart 2016 „zijn met betrekking tot de verschillende componenten van de voorgestelde maatregelen diverse opvattingen geuit”.¹¹⁵ Zo hebben sommigen gewezen op de kosten en risico's van een sterkere betrokkenheid bij de aankoop van activa van de publieke sector¹¹⁶, of het standpunt ingenomen dat de invoering van een vrijstellingsregeling van de depositorente over door de banken gestalde reserve-overschotten niet gerechtvaardigd was.¹¹⁷

146. Het besluit om het APP tot december 2017 te verlengen, beantwoordt tevens aan een diepgaande analyse van de te verwachten prijsontwikkeling. Zo heeft P. Praet tijdens zijn uiteenzetting over de internationale context en de economische en monetaire ontwikkelingen in eurozone – zonder het herstel van de inflatie onvermeld te laten – de aandacht van de Raad van bestuur van de ECB gevestigd op het feit dat de onderliggende inflatie nog geen overtuigende opwaartse trend liet zien. In het licht van alle parameters waarover de ECB destijds beschikte, achtte P. Praet de verlenging van het programma voor de aankoop van activa na maart 2017 gerechtvaardigd, aangezien de voortgang in de richting van een duurzame aanpassing van de inflatieontwikkeling nog altijd onvoldoende was.¹¹⁸ Vervolgens zijn aan de Raad van bestuur twee opties in overweging gegeven: voortzetting van de maandelijkse aankoop van 80 miljard EUR gedurende zes maanden of verlenging van het programma met negen maanden van maandelijks 60 miljard EUR. Na te zijn ingegaan op de met de uitvoering van beide opties verbonden vragen, heeft zowel P. Praet als B. Cœuré zich voor de tweede optie uitgesproken.¹¹⁹

147. Deze opties zijn het voorwerp geweest van een echte discussie binnen de Raad van bestuur van de ECB. Uit het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 7 en 8 december 2016 blijkt namelijk dat de argumenten voor een kortere of langere tijdsspanne van aankopen de revue zijn gepasseerd, terwijl andere bestuursleden zich voor geen van de voorgestelde opties uitspraken.¹²⁰ De verlenging van de aankopen met een periode van negen maanden van

113 Zie het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 2 en 3 december 2015, in het bijzonder blz. 15-17 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

114 Met name de daling van de energieprijzen en de ontwikkeling van de wisselkoers. Zie het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 9 en 10 maart 2016, in het bijzonder blz. 12 en 22 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

115 In het bijzonder blz. 15 van dit verslag van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

116 Zie het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 9 en 10 maart 2016, in het bijzonder blz. 17 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

117 Zie het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 9 en 10 maart 2016, in het bijzonder blz. 19 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

118 Zie met betrekking tot de inaanmerkingneming van de geboekte vooruitgang en de ontoereikendheid ervan ook de discussie binnen de Raad van bestuur van de ECB (zie het verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 7 en 8 december 2016, in het bijzonder blz. 9 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France).

119 Verslag van de monetairbeidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 7 en 8 december 2016, in het bijzonder blz. 6 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

120 In het bijzonder blz. 13 en 14 van dit verslag in de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

maandelijks 60 miljard EUR werd uiteindelijk beschouwd als de optie die „zorgde voor de juiste balans tussen het signaleren van vertrouwen en de noodzaak van het behoud van stabiliteit in een onzekere context en tegelijkertijd het voordeel bood van flexibiliteit in geval van ongunstige omstandigheden en operationeel haalbaar bleef”.¹²¹

148. De verschillende wijzigingen van het PSPP, met name wat betreft de duur en het volume ervan, zijn dus wel degelijk het resultaat van een weging van de betrokken belangen. Wat dit betreft waarborgt de praktijk van de ECB om de verslagen van de monetairbeleidsvergaderingen van de Raad van bestuur van de ECB, tijdens welke de besluiten met betrekking tot het PSPP worden genomen, te publiceren een specifieke en toereikende motivering die beantwoordt aan de vereisten van artikel 296, tweede alinea, VWEU. Eenmaal aangekondigd in de persberichten van de ECB en herhaald in de overwegingen van de besluiten van de ECB tot wijziging van besluit 2015/774 kan de bindende kracht van de maandelijkse volumes van de aankopen en de duur van het APP voor het ESCB niet worden betwist, al was het alleen maar wegens het beginsel *patere legem quam ipse fecisti*. Volgens de ECB hebben deze wijzigingen ook geleid tot de wijziging van artikel 2, lid 2, en artikel 3 van de PSPP-richtsnoeren, teneinde de wijzigingen van de maandelijkse volumes van de aankopen van het APP uit te voeren alsook de verlengingen van de toepassingsduur ervan.

149. Naast de onderwerping van de voorzetting van het PSPP aan de doelstelling van het bereiken, op middellange termijn, van een inflatiepercentage van net onder de 2 % – wat bepalend is voor de duur maar ook het volume ervan – wordt de mogelijke omvang van het PSPP bovendien op verschillende wijzen door besluit 2015/774 beperkt.

150. Deze beperkingen komen overeen met een aantal van de garanties die voorkomen dat de marktdeelnemers die op de markten van staatsobligaties actief zijn de facto kunnen handelen als tussenpersonen van het ESCB voor de rechtstreekse verwerving van obligaties bij overheidsinstanties en publiekrechtelijke lichamen van de betrokken lidstaat. Ik zal deze daarom enkel in herinnering roepen:

- ten eerste is het PSPP slechts één van de vier subprogramma's van het APP en de hierdoor toegestane aankoop van staatsobligaties op de secundaire markt is subsidiair ten opzichte van de drie andere programma's, die betrekking hebben op de aankoop van obligaties uit de particuliere sector¹²²;
- ten tweede volgt uit artikel 6, lid 2, van besluit 2015/774 dat de aankopen over de lidstaten worden gespreid overeenkomstig de kapitaalverdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de ECB, zoals bedoeld in artikel 29 van het protocol betreffende het ESCB en de ECB, en
- ten derde onderwerpt artikel 5 van besluit 2015/774 de aankoop van staatsobligaties op de secundaire markt aan twee limieten die betrekking hebben op, ten eerste, de emissie van effecten en, ten tweede, de emittent.

151. Uit de kenmerken van het PSPP zoals die zijn vastgesteld bij besluit 2015/774 blijkt derhalve dat het ESCB de verschillende betrokken belangen op zodanige wijze heeft gewogen dat wordt voorkomen dat zich tijdens de uitvoering van het betrokken programma nadelen voordoen die kennelijk onevenredig zijn aan de nagestreefde doelstellingen.

¹²¹ Zie verslag van de monetairbeleidsvergadering van de Raad van bestuur van de ECB van 7 en 8 december 2016, blz. 12 van de Franstalige versie die beschikbaar is op de website van de Banque de France.

¹²² Artikel 2, lid 2, van de PSPP-richtsnoeren.

152. Mijn conclusie houdt geen ontkenning in van de onenigheid met betrekking tot de doeltreffendheid van het PSPP. Zoals het Hof reeds terecht heeft kunnen verklaren, mag echter, „gelet op het feit dat vragen van monetair beleid gewoonlijk omstreden zijn en de ruime beoordelingsbevoegdheid van het ESCB, niet meer worden verlangd dan dat het gebruikmaakt van zijn economische deskundigheid en van de nodige technische middelen waarover het beschikt om deze analyse met de grootste zorg en nauwkeurigheid te verrichten”.¹²³ Wat dit betreft geven de verslagen van de monetairbeleidsvergaderingen van de Raad van bestuur van de ECB over besluit 2015/774 voldoende blijk van deze zorg.

3. Conclusie inzake de derde en de vierde vraag

153. Uit het voorgaande volgt dat de ECB met de vaststelling van besluit 2015/774 de grenzen van haar mandaat zoals gedefinieerd in artikel 119 en artikel 127, leden 1 en 2, VWEU niet heeft overschreden en dat het PSPP is vastgesteld en uitgevoerd met inachtneming van het beginselen van de bevoegdheidstoedeling en evenredigheid, neergelegd in artikel 5, leden 2 en 4, VEU.

VI. Conclusie

154. Gelet op het voorgaande geef ik het Hof in overweging de prejudiciële vragen van het Bundesverfassungsgericht (federaal grondwettelijk hof, Duitsland) te beantwoorden als volgt:

„Bij onderzoek van besluit (EU) 2015/774 van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2015 inzake een programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen op secundaire markten, zoals gewijzigd bij besluit (EU) 2015/2101 van de Europese Centrale Bank van 5 november 2015, besluit (EU) 2016/702 van de Europese Centrale Bank van 18 april 2016, besluit (EU) 2015/2464 van de Europese Centrale Bank van 16 december 2015, alsmede besluit (EU) 2017/100 van de Europese Centrale Bank van 11 januari 2017, is niet gebleken van feiten of omstandigheden die de geldigheid ervan kunnen aantasten.”

¹²³ Arrest van 16 juni 2015, Gauweiler e.a. (C-62/14, EU:C:2015:400, punt 75).