



Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO
MELCHIORA WATHELETA
przedstawiona w dniu 4 października 2018 r.¹

Sprawa 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**

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Bundesverfassungsgericht
(federalny trybunał konstytucyjny, Niemcy)]

Odesłanie prejudycjalne – Polityka gospodarcza i pieniężna – Decyzja (UE) 2015/774 Europejskiego Banku Centralnego (EBC) – Program zakupów aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych – Ważność – Artykuły 119 i 127 TFUE – Uprawnienia przyznane EBC i Europejskiemu Systemowi Banków Centralnych – Utrzymanie stabilności cen – Proporcjonalność – Artykuł 123 TFUE – Zakaz monetyzacji długu państw członkowskich strefy euro

Spis treści

I. Wprowadzenie	3
II. Ramy prawne	4

¹ Język oryginału: francuski.

A. Traktat FUE	4
B. Protokół w sprawie ESBC i EBC	5
C. Decyzja 2015/774	6
1. Tekst skonsolidowany decyzji 2015/774	6
2. Motywy decyzji 2015/774 i decyzji ją zmieniających	8
a) Motywy decyzji 2015/774	8
b) Motywy decyzji 2015/2101	9
c) Motywy decyzji 2015/2464	9
d) Motywy decyzji 2016/702	10
e) Motywy decyzji 2017/100	10
III. Okoliczności faktyczne sporów w postępowaniach głównych	11
A. Zasadnicze cechy PSPP	11
B. Postępowania główne i postanowienie odsyłające	12
IV. Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym i postępowanie przed Trybunałem	13
V. Analiza	14
A. Uwaga wstępna w przedmiocie właściwego brzmienia decyzji 2015/774	14
B. W przedmiocie dopuszczalności wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym	15
C. W przedmiocie pytań prejudycjalnych pierwszego i drugiego	17
1. Ramy analizy określone w wyroku z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400)	17
2. W przedmiocie stosowania zasad PSPP	18
a) W przedmiocie braku pewności podmiotów	19
1) W przedmiocie adekwatności gwarancji przewidzianych w decyzji 2015/774 [pierwsze pytanie prejudycjalne, w tym lit. a) i b)]	19
2) W przedmiocie braku wpływu utrzymania obligacji do terminu zapadalności i zakupu obligacji o ujemnej stopie zwrotu [pierwsze pytanie prejudycjalne lit. c) i d)]	21
i) W przedmiocie utrzymania obligacji do terminu ich zapadalności	22
ii) W przedmiocie zakupu obligacji o ujemnej stopie zwrotu	23
3) W przedmiocie braku wpływu zarzucanej przewidywalności papierów wartościowych, które zostaną nabyte, na ważność decyzji 2015/774 [pierwsze pytanie prejudycjalne lit. a) i drugie pytanie prejudycjalne]	23

b) W przedmiocie zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej.....	25
3. Wnioski w przedmiocie pytań pierwszego i drugiego	26
D. W przedmiocie pytań trzeciego i czwartego	26
1. Ramy analizy wyznaczone w wyrokach z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), i z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400)	27
a) W przedmiocie definicji polityki pieniężnej.....	27
b) W przedmiocie zasady proporcjonalności i zakresu kontroli sądowej w tym względzie ...	28
2. W przedmiocie stosowania zasad PSPP	28
a) W przedmiocie poszanowania mandatu EBC	28
1) W przedmiocie celów i instrumentów stosowanych w ramach PSPP	28
2) W przedmiocie skutków pośrednich PSPP.....	29
i) Teoretyczne rozważania w przedmiocie powiązań między polityką pieniężną a polityką gospodarczą i zakresu kontroli sądowej.....	30
ii) W przedmiocie gwarancji PSPP, które ograniczają jego wpływ na politykę gospodarczą	31
b) W przedmiocie proporcjonalności PSPP	32
1) W przedmiocie zdolności PSPP do osiągnięcia celów ESBC i jego niezbędności	33
2) W przedmiocie proporcjonalności sensu stricto PSPP	36
3. Wnioski w przedmiocie pytań trzeciego i czwartego	39
VI. Wnioski	39

I. Wprowadzenie

1. Niniejszy wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy ważności decyzji (UE) 2015/774 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 4 marca 2015 r. w sprawie programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych², zmienionej decyzją (UE) 2015/2101 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 5 listopada 2015 r.³ oraz decyzją (UE) 2016/702

² Dz.U. 2015, L 121, s. 20.

³ Dz.U. 2015, L 303, s. 106.

Europejskiego Banku Centralnego z dnia 18 kwietnia 2016 r.⁴ (zwanej dalej „decyzją 2015/774”), a także wykładni art. 4 ust. 2 TUE, art. 119, 123, 125 i 127 TFUE, jak również art. 17–24 Protokołu (nr 4) w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego⁵ (zwanego dalej „protokołem w sprawie ESBC i EBC”).

2. Wniosek ten został złożony przez Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny, Niemcy) w ramach kilku skarg konstytucyjnych w przedmiocie stosowania w Republice Federalnej Niemiec różnych decyzji Europejskiego Banku Centralnego (EBC), współudziału Deutsche Bundesbank (niemieckiego banku federalnego, Niemcy) w realizacji tych decyzji lub zarzucanej mu bezczynności wobec tych decyzji oraz bezczynności podnoszonej wobec Bundesregierung (rządu federalnego, Niemcy) i Deutscher Bundestag (izby niższej parlamentu federalnego Niemiec) wobec tego współudziału i tych samych decyzji.

3. Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), niewątpliwie wpisuje się w tło tej nowej sprawy. Po pierwsze bowiem, wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym zostaje ponownie skierowany do Trybunału przez Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny) w ramach procedury, która ma na celu stwierdzenie, że akt EBC ma w oczywisty sposób charakter ultra vires i jest sprzeczny z niemiecką tożsamością konstytucyjną. Po drugie, zarówno akt rozpatrywany w niniejszej sprawie, jak i ten rozpatrywany w sprawie, w której zapadł wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), są związane z „niekonwencjonalnymi” programami EBC, które nie wchodzą w zakres polityki pieniężnej i naruszają zakaz udzielania pożyczek określony w art. 123 TFUE.

4. Niemniej jednak wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), dotyczył komunikatu prasowego EBC, relacjonującego decyzję zatwierdzającą program zakupu obligacji skarbowych emitowanych przez państwa członkowskie strefy euro nazwany „Outright Monetary Transactions” (bezwarunkowe transakcje monetarne, zwany dalej „OMT”), która nie została wówczas – ani jak do tej pory nigdy później – wprowadzona w życie. Natomiast rozpatrywany w niniejszej sprawie program zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych („secondary markets public sector asset purchase programme”, zwany dalej „PSPP”) nie tylko został formalnie przyjęty, ale jest także realizowany od ponad trzech lat. Ponadto OMT i PSPP wykazują obiektywne różnice dotyczące zarówno wskazanego celu i przewidzianych warunków technicznych, jak i przedmiotowych kwot.

II. Ramy prawne

A. Traktat FUE

5. Odpowiednie postanowienia ujęto głównie w tytule VIII części trzeciej traktatu FUE, zatytułowanej „Polityka gospodarcza i pieniężna”. Zgodnie zatem z art. 119 TFUE:

„1. Dla osiągnięcia celów określonych w artykule 3 Traktatu o Unii Europejskiej, działania państw członkowskich i Unii obejmują, na warunkach przewidzianych w traktatach, przyjęcie polityki gospodarczej opartej na ścisłej koordynacji polityk gospodarczych państw członkowskich, rynku wewnętrznym i ustaleniu wspólnych celów oraz prowadzonej w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją.

⁴ Dz.U. 2016, L 121, s. 24. Jakkolwiek sąd odsyłający nie przywołuje tych decyzji w swoich pytaniach, decyzja 2015/774 została również zmieniona decyzją (UE) 2015/2464 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 16 grudnia 2015 r. (Dz.U. 2015, L 344, s. 1), a także decyzją Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2017/100 z dnia 11 stycznia 2017 r. (Dz.U. 2017, L 15, s. 51).

⁵ Dz.U. 2012, C 326, s. 230.

2. Równolegle, na warunkach i zgodnie z procedurami przewidzianymi w Traktatach, działania te obejmują jedną walutę, euro, jak również określenie oraz prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej i polityki wymiany walut, których głównym celem jest utrzymanie stabilności cen, oraz, bez uszczerbku dla tego celu, wspieranie ogólnych polityk gospodarczych w Unii, zgodnie z zasadą otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją.

3. Te działania państw członkowskich i Unii zakładają poszanowanie następujących zasad przewodnich: stabilnych cen, zdrowych finansów publicznych i warunków pieniężnych oraz trwałej równowagi płatniczej”.

6. Artykuł 123 ust. 1 TFUE przewiduje natomiast zakaz monetyzacji długu państw członkowskich w sposób następujący:

„1. Zakazane jest udzielanie przez Europejski Bank Centralny lub banki centralne państw członkowskich, zwane dalej »krajowymi bankami centralnymi«, pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom, organom lub jednostkom organizacyjnym Unii, rządowi centralnemu, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym państw członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich przez Europejski Bank Centralny lub krajowe banki centralne ich papierów dłużnych”.

7. Cele oraz podstawowe zadania EBC zapisano w art. 127 TFUE w następujący sposób:

„1. Głównym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych, zwanego dalej »ESBC«, jest utrzymanie stabilności cen. Bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze w Unii, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii przedstawionych w artykule 3 Traktatu o Unii Europejskiej. ESBC działa w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów oraz zgodnie z zasadami określonymi w artykule 119.

2. Podstawowe zadania ESBC polegają na:

- definiowaniu i urzeczywistnianiu polityki pieniężnej Unii,
- przeprowadzaniu operacji walutowych zgodnie z artykułem 219,
- utrzymywaniu i zarządzaniu oficjalnymi rezerwami walutowymi państw członkowskich,
- popieraniu sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych.

[...]”.

B. Protokół w sprawie ESBC i EBC

8. Protokół w sprawie ESBC i EBC wymienia instrumenty polityki pieniężnej, jakimi dysponuje EBC. Wśród tych instrumentów znajdują się operacje otwartego rynku i operacje kredytowe. Zostały one określone w art. 18 ust. 1 protokołu w sprawie ESBC i EBC w następujący sposób:

„Aby osiągnąć cele ESBC i wykonywać swe zadania EBC i krajowe banki centralne mogą:

- dokonywać operacji na rynkach finansowych w formie kupna i sprzedaży bezwarunkowej (na rynku kasowym i terminowym), albo z zastrzeżeniem prawa odkupu, oraz udzielając i zaciągając pożyczki wyrażone w wierzytelnościach i papierach zbywalnych w euro lub innych walutach, jak również w odniesieniu do metali szlachetnych,

- dokonywać właściwie zabezpieczonych operacji kredytowych z instytucjami kredytowymi oraz innymi uczestnikami rynku”.

C. Decyzja 2015/774

1. Tekst skonsolidowany decyzji 2015/774

9. W centralnym punkcie pytań prejudycjalnych zadanych przez Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny) leży decyzja EBC 2015/774. Od momentu jej przyjęcia w dniu 4 marca 2015 r. decyzja ta została zmieniona decyzjami 2015/2101, 2015/2464, 2016/702 oraz decyzją 2017/100.

10. Artykuł 1 decyzji 2015/774, zatytułowany „Ustanowienie i zakres programu PSPP”, stanowi:

„Eurosistem ustanawia niniejszym PSPP, w ramach którego banki centralne Eurosystemu będą na szczególnych warunkach dokonywały zakupu na rynkach wtórnych kwalifikowanych rynkowych dłużnych papierów wartościowych, o których mowa w art. 3, od kwalifikowanych kontrahentów, o których mowa w art. 7”.

11. Artykuł 3 decyzji 2015/774, zatytułowany „Kryteria kwalifikacji rynkowych dłużnych papierów wartościowych”, przewiduje:

„1. Z zastrzeżeniem wymogów, o których mowa w art. 3, do zakupów przez banki centralne Eurosystemu w ramach PSPP kwalifikują się denominowane w euro rynkowe dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rządy centralne, samorządy regionalne i władze lokalne państw członkowskich, których walutą jest euro, uznane agencje z siedzibą w strefie euro, organizacje międzynarodowe z siedzibą w strefie euro oraz wielostronne banki rozwoju z siedzibą w strefie euro. W wyjątkowych okolicznościach – w razie trudności z osiągnięciem zakładanego poziomu zakupów – Rada Prezesów może podjąć decyzję o zakupie rynkowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez inne podmioty z siedzibą w strefie euro [...].

2. Aby kwalifikować się do zakupów w ramach PSPP, rynkowe dłużne papiery wartościowe muszą spełniać kryteria kwalifikacji aktywów rynkowych na potrzeby operacji kredytowych Eurosystemu zgodnie z częścią czwartą wytycznych Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/510 (EBC/2014/60), z zastrzeżeniem następujących wymogów:

- a) emitent lub gwarant rynkowych dłużnych papierów wartościowych powinien mieć ocenę jakości kredytowej co najmniej na poziomie stopnia 3 jakości kredytowej w zharmonizowanej skali Eurosystemu [...];

[...]

- d) jeżeli ocena kredytowa przyznana przez zaakceptowaną [zewnętrzną instytucję oceny wiarygodności kredytowej] emitentowi, gwarantowi lub emisji nie jest co najmniej na poziomie stopnia 3 jakości kredytowej w zharmonizowanej skali Eurosystemu, rynkowe dłużne papiery wartościowe uznaje się za kwalifikowane, wyłącznie jeżeli zostały one wyemitowane lub są w pełni gwarantowane przez rząd centralny państwa członkowskiego strefy euro w ramach programu wsparcia finansowego i jeżeli zastosowanie do nich minimalnych wymogów Eurosystemu w zakresie jakości kredytowej zostało zawieszone przez Radę Prezesów stosownie do art. 8 wytycznych EBC/2014/31;

- e) w przypadku przeglądu istniejącego programu wsparcia finansowego kwalifikacja do zakupów w ramach PSPP zostaje zawieszona i przywraca się ją wyłącznie w przypadku pozytywnego wyniku przeglądu.

3. Aby kwalifikować się do zakupów w ramach PSPP, dłużne papiery wartościowe w rozumieniu ust. 1 i 2 powinny mieć minimalny okres pozostały do zapadalności 1 rok oraz maksymalny okres pozostały do zapadalności 30 lat w dacie zakupu przez właściwy bank centralny Eurosystemu [...].

[...]

5. Dopuszcza się zakupy nominalnych rynkowych instrumentów dłużnych o ujemnej stopie zwrotu do wykupu [lub najniższej możliwej stopie zwrotu (yield to worst)], która jest równa lub wyższa od stopy depozytu w banku centralnym. W niezbędnym zakresie dopuszcza się zakupy nominalnych rynkowych instrumentów dłużnych o ujemnej stopie zwrotu do wykupu (lub najniższej możliwej stopie zwrotu [yield to worst]), która jest poniżej stopy depozytu w banku centralnym”.

12. Artykuł 4 decyzji 2015/774, zatytułowany „Ograniczenia w dokonywaniu zakupów”, stanowi w ust. 1:

„Aby umożliwić ustalenie ceny rynkowej kwalifikowanych papierów wartościowych, nie dopuszcza się zakupów nowo wyemitowanych lub finansowanych papierów wartościowych oraz rynkowych instrumentów dłużnych z pozostałym terminem do zapadalności bliskim w czasie terminowi zapadalności rynkowych instrumentów dłużnych, które będą wyemitowane w terminie określonym przez Radę Prezesów (»black-out-period«). W przypadku konsorcjów taki black-out period stosuje się na zasadzie najwyższej staranności przed emisją”.

13. Artykuł 5 decyzji 2015/774, zatytułowany „Limity zakupu”, ma w ust. 1 i 2 następujące brzmienie:

„1. Z zastrzeżeniem art. 3 do rynkowych instrumentów dłużnych spełniających kryteria, o których mowa w art. 3, w ramach PSPP stosuje się limit udziału emisji oparty na międzynarodowym numerze identyfikacyjnym papierów wartościowych (ISIN) [(international securities identification number)], po konsolidacji zasobów we wszystkich portfoliach banków centralnych Eurosystemu. Stosuje się następujący limit udziału emisji:

- a) 50% dla danego numeru ISIN w odniesieniu do kwalifikowanych rynkowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez kwalifikowane organizacje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju;
- b) 33% dla danego numeru ISIN w odniesieniu do pozostałych kwalifikowanych rynkowych dłużnych papierów wartościowych; [...]

2. Wszystkie rynkowe dłużne papiery wartościowe kwalifikowane do zakupów w ramach PSPP, które mają minimalny okres pozostały do zapadalności określony w art. 3, podlegają zagregowanemu limitowi po konsolidacji zasobów we wszystkich portfoliach banków centralnych Eurosystemu, wynoszącemu:

- a) 50% pozostałych do wykupu papierów wartościowych emitenta będącego kwalifikowaną organizacją międzynarodową lub wielostronnym bankiem rozwoju; lub
- b) 33% pozostałych do wykupu papierów wartościowych emitenta innego niż kwalifikowana organizacja międzynarodowa lub wielostronny bank rozwoju”.

14. W art. 6 decyzji 2015/774, zatytułowanym „Skład portfeli”, wyjaśniono:

„1. 10% wartości bilansowej zakupionych rynkowych instrumentów dłużnych kwalifikowanych w ramach PSPP powinny stanowić papiery wartościowe wyemitowane przez kwalifikowane organizacje międzynarodowe oraz wielonarodowe banki inwestycyjne, a 90% tej wartości bilansowej powinny stanowić papiery wartościowe wyemitowane przez kwalifikowane rządy centralne, samorządy

regionalne i władze lokalne oraz uznane agencje [...]. Taki skład portfela podlega weryfikacji przez Radę Prezesów. Zakupy papierów wartościowych wyemitowanych przez kwalifikowane organizacje międzynarodowe, wielostronne banki rozwoju oraz samorządy regionalne i władze lokalne dokonywane są wyłącznie przez [krajowe banki centralne państwa członkowskiego, którego walutą jest euro (KBC)].

2. Udział KBC w wartości bilansowej zakupów rynkowych dłużnych papierów wartościowych kwalifikowanych w ramach PSPP wynosi 90%, a pozostałe 10% zostaje zakupione przez EBC. Podział zakupów pomiędzy jurysdykcje oparty jest na kluczu subskrypcji kapitału EBC, o którym mowa w art. 29 statutu ESBC.

3. Banki centralne Eurosystemu zastosują schemat specjalizacji dla przydziału rynkowych dłużnych papierów wartościowych podlegających zakupowi w ramach PSPP. Rada Prezesów zezwoli na odstępstwa ad hoc od schematu specjalizacji, w przypadku gdy obiektywne przesłanki mogłyby uniemożliwić działanie zgodne ze schematem, lub w inny sposób zezwoli na odstępstwa uzasadnione interesem osiągnięcia ogólnych celów polityki pieniężnej PSPP. W szczególności każdy KBC dokonuje zakupu papierów wartościowych emitentów z jego własnej jurysdykcji. Zakupów papierów wartościowych wyemitowanych przez kwalifikowane organizacje międzynarodowe oraz wielostronne banki rozwoju mogą dokonywać wszystkie KBC. EBC może dokonywać zakupu papierów wartościowych wyemitowanych przez rządy centralne i uznane agencje wszystkich jurysdykcji”.

15. Zgodnie z brzmieniem art. 8 decyzji 2015/774, zatytułowanego „Przejrzystość”:

„1. Eurosystem publikuje co tydzień zagregowaną wartość księgową papierów wartościowych utrzymywanych w ramach PSPP w komentarzu do swojego skonsolidowanego tygodniowego sprawozdania finansowego.

2. Eurosystem publikuje co miesiąc ważony średni okres wymagalności posiadanych zasobów w ramach PSPP w podziale na siedzibę emitenta, oddzielając organizacje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju od innych emitentów.

3. Wartość księgowa papierów wartościowych utrzymywanych w ramach PSPP podlega cotygodniowej publikacji na stronie internetowej EBC w zakładce dotyczącej operacji *otwartego rynku*”.

2. Motywy decyzji 2015/774 i decyzji ją zmieniających

a) Motywy decyzji 2015/774

16. Motywy 2, 3 i 4 decyzji 2015/774 mają następujące brzmienie:

„(2) W dniu 4 września 2014 r. Rada Prezesów postanowiła o rozpoczęciu realizacji trzeciego programu zakupu zabezpieczonych obligacji (zwanego dalej »CBPP3«) oraz programu zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*asset-backed securities purchase programme* – ABSPP). Obok ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących wprowadzonych we wrześniu 2014 r. programy zakupu tych aktywów mają na celu dalsze wzmocnienie transmisji polityki pieniężnej, ułatwienie udzielania kredytu w gospodarce strefy euro, łagodzenie warunków zaciągania kredytów przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa oraz przyczynienie się do powrotu stopy inflacji do poziomu bliższego 2% zgodnie z podstawowym celem EBC, jakim jest utrzymanie stabilności cen.

(3) W dniu 22 stycznia 2015 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o rozszerzeniu zakupu aktywów o program zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych (*secondary markets public sector asset purchase programme*, PSPP). Na podstawie PSPP krajowe banki centralne –

w proporcjach odzwierciedlających ich odpowiednie udziały w kluczu kapitałowym – oraz EBC mogą dokonywać bezwarunkowych zakupów kwalifikowanych rynkowych dłużnych papierów wartościowych od kwalifikowanych kontrahentów na rynkach wtórnych. Niniejsza decyzja podjęta została jako część jednolitej polityki pieniężnej, z uwagi na szereg czynników, które znacząco zwiększyły ryzyko pogorszenia się perspektyw inflacyjnych w średnim okresie, uniemożliwiając realizację podstawowego celu ECB, którym jest zapewnienie stabilności cen. Do czynników tych zaliczyć należy: mniejszy od oczekiwanego impuls monetarny pochodzący z zastosowanych instrumentów polityki pieniężnej, trend spadkowy większości wskaźników obecnej i oczekiwanej inflacji w strefie euro – zarówno w zakresie wskaźników podstawowych, jak i wskaźników z wyłączeniem wpływu komponentów zmiennych, takich jak energia i żywność – w kierunku najniższych historycznie wartości oraz zwiększony potencjał wystąpienia wtórnych efektów znaczących spadków cen ropy na płace i stabilność cen.

- (4) PSPP jest proporcjonalnym środkiem ograniczającym ryzyko pogorszenia się perspektyw inflacyjnych, gdyż prowadzi do dalszego rozluźnienia warunków monetarnych i finansowych, w tym mających znaczenie dla warunków kredytowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, wspierając w ten sposób konsumpcję oraz wydatki inwestycyjne w strefie euro i przyczyniając się przez to do powrotu stóp inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie. W sytuacji, w której podstawowe stopy procentowe EBC osiągnęły poziom swojego dolnego ograniczenia, a programy zakupów skupiające się na aktywach sektora prywatnego oceniane są jako dostarczające wymiernych, lecz niewystarczających impulsów do ograniczenia ryzyka dla stabilności cen, konieczne jest rozszerzenie instrumentarium polityki pieniężnej Eurosystemu o program zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych, jako instrumentu o wysokim potencjale transmisji do gospodarki realnej. Poprzez wpływ na realokację portfela aktywów, znaczący wolumen zakupów dokonanych w ramach PSPP przyczyni się do osiągnięcia zasadniczego celu polityki pieniężnej, jakim jest skłonienie instytucji pośrednictwa finansowego do zwiększenia płynności dostarczanej na rynek międzybankowy oraz podaży kredytu dla gospodarki strefy euro”.

b) Motywy decyzji 2015/2101

17. Motywy 2 i 3 decyzji 2015/2101 mają następujące brzmienie:

- „(2) W dniu 3 września 2015 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o podwyższeniu limitu emisji w ramach PSPP z 25% do 33% dla numeru ISIN, z zastrzeżeniem obowiązku sprawdzenia w każdym przypadku, czy zakupy przekraczające początkowy limit emisji na poziomie 33% dla numeru ISIN nie prowadzą do posiadania przez banki centralne Eurosystemu blokujących udziałów mniejszościowych w ramach uporządkowanej restrukturyzacji zadłużenia.
- (3) Celem proponowanego podwyższenia limitu emisji w ramach PSPP jest wspieranie pełnej i niezakłóconej realizacji PSPP przy jednoczesnym zapewnieniu niezakłóconego działania rynków kwalifikowanych rynkowych dłużnych papierów wartościowych i uporządkowanej restrukturyzacji zadłużenia”.

c) Motywy decyzji 2015/2464

18. Motywy 2–5 decyzji 2015/2464 mają następujące brzmienie:

- „(2) W dniu 3 grudnia 2015 r., wykonując swoje zadanie utrzymywania stabilności cen, Rada Prezesów podjęła decyzję o przeglądzie niektórych założeń PSPP, by zapewnić stałe dostosowanie się ścieżki inflacji do poziomu minimalnie poniżej 2% w średnim okresie. Wprowadzone zmiany są zgodne z zadaniem Rady Prezesów utrzymywania stabilności cen i w należyty sposób uwzględniają kwestie zarządzania ryzykiem.

- (3) Dlatego też, w celu osiągnięcia założeń PSPP, Rada Prezesów podjęła decyzję o rozszerzeniu horyzontu zakupów objętych PSPP do końca marca 2017 r. lub w razie konieczności dłużej, a w każdym razie do czasu, gdy Rada Prezesów zauważy stałe dostosowanie się ścieżki inflacji do poziomu minimalnie poniżej 2% w średnim okresie. Rada Prezesów podjęła decyzję o odpowiednim rozszerzeniu zamierzonego horyzontu zakupów na podstawie CBPP3 i ABSPP.
- (4) Rada Prezesów podjęła również decyzję, aby celem zwiększenia elastyczności PSPP, a tym samym wsparcia ciągłego, należytego wdrażania zakupów co najmniej do czasu ich przewidywanego zakończenia, zakwalifikować denominowane w euro rynkowe instrumenty dłużne wyemitowane przez samorządy regionalne i władze lokalne do regularnych zakupów w ramach PSPP dokonywanych przez krajowe banki centralne właściwe dla siedziby emitenta.
- (5) Rada Prezesów podjęła również decyzję o reinwestowaniu kwoty głównej papierów wartościowych nabytych w ramach programu zakupu aktywów APP w dacie zapadalności bazowych papierów wartościowych tak długo, jak to konieczne, przyczyniając się tym samym do stworzenia korzystnych warunków płynnościowych i odpowiedniego stanowiska polityki pieniężnej”.

d) Motywy decyzji 2016/702

19. W motywach 2–5 decyzji 2016/702 wyjaśniono, co następuje:

- „(2) W ramach wykonywania zadania Rady Prezesów polegającego na utrzymywaniu stabilności cen należy zmodyfikować niektóre założenia PSPP, tak by zapewnić stałe dostosowanie ścieżki inflacji do poziomu minimalnie poniżej 2% w średnim okresie. Zmiany te są zgodne z ciężącym na Radzie Prezesów zadaniem utrzymywania stabilności cen i w należyty sposób uwzględniają kwestie zarządzania ryzykiem.
- (3) W szczególności osiągnięcie celów PSPP wymaga podwyższenia kwoty płynności dostarczanej na rynek za pośrednictwem łącznych miesięcznych zakupów w ramach APP do kwoty 80 miliardów EUR.
- (4) Ponadto podwyższone powinny także zostać limity dotyczące emitenta i udziału emisji dla rynkowych papierów wartościowych wyemitowanych przez kwalifikowane organizacje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju. Nowy próg został ustalony na poziomie gwarantującym proporcjonalność przewidywanych zakupów do celów PSPP, biorąc również pod uwagę, że ryzyko zakłócenia uporządkowanej restrukturyzacji długów jest niewielkie.
- (5) Poczynając od kwietnia 2016 r. należy wprowadzić modyfikacje proporcji pomiędzy zakupami kwalifikowanych rynkowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez organizacje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju a zakupami innych kwalifikowanych rynkowych dłużnych papierów wartościowych w ramach PSPP, tak aby możliwe było osiągnięcie celów tego programu oraz zapewnienie jego niezakłóconej realizacji przez cały okres jego trwania i przy zwiększonych wielkościach zakupów”.

e) Motywy decyzji 2017/100

20. Motywy 3–6 decyzji 2017/100 mają następujące brzmienie:

- „(3) W dniu 8 grudnia 2016 r., wykonując swoje zadanie utrzymywania stabilności cen, Rada Prezesów podjęła decyzję o zmianie niektórych założeń APP, tak aby umożliwić osiągnięcie jego celów. Zmiany te są zgodne z zakresem zadań Rady Prezesów w obszarze polityki pieniężnej, nie naruszają zobowiązań traktatowych banków centralnych Eurosystemu oraz w odpowiedni sposób uwzględniają potrzeby zarządzania ryzykiem.

- (4) W szczególności horyzont zakupów objętych APP powinien zostać rozszerzony do końca grudnia 2017 r. lub w razie konieczności dłużej, a w każdym razie do czasu, gdy Rada Prezesów uzna, iż nastąpiło stałe dostosowanie się ścieżki inflacji do poziomu minimalnie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.
- (5) Kwota płynności dostarczanej na rynek za pośrednictwem łącznych miesięcznych zakupów w ramach APP powinna nadal wynosić 80 miliardów EUR do końca marca 2017 r. Od kwietnia 2017 r. kwota łącznych miesięcznych zakupów w ramach APP powinna utrzymywać się na poziomie 60 miliardów EUR do końca grudnia 2017 r. lub w razie konieczności dłużej, a w każdym razie do czasu, gdy Rada Prezesów uzna, iż nastąpiło stałe dostosowanie się ścieżki inflacji do celu inflacyjnego. Jeżeli w międzyczasie perspektywy staną się mniej korzystne lub jeżeli warunki finansowe przestaną być zbieżne z dalszym postępowaniem w kierunku osiągnięcia stałego dostosowania ścieżki inflacji do celu inflacyjnego, Rada Prezesów zamierza zwiększyć rozmiary lub czas trwania programu.
- (6) Aby zapewnić nieprzerwaną i niezakłóconą realizację zakupów w ramach APP w planowanym horyzoncie czasowym, należy rozszerzyć zakres zapadalności PSPP przez zmniejszenie minimalnego okresu pozostałego do zapadalności kwalifikowanych papierów wartościowych z dwóch lat do jednego roku. Ponadto w niezbędnym zakresie w ramach APP należy dopuścić zakupy papierów wartościowych o stopie zwrotu do wykupu poniżej stopy depozytu w banku centralnym⁶.

III. Okoliczności faktyczne sporów w postępowaniach głównych

A. Zasadnicze cechy PSPP

21. Decyzja 2015/774, której dotyczą pytania prejudycjalne zadane przez sąd odsyłający, formułuje PSPP pod względem prawnym. Program ten stanowi jeden z czterech podprogramów rozszerzonego programu zakupu aktywów („Expanded Asset Purchase Programme”, zwanego dalej „APP”) ogłoszonego przez EBC w dniu 22 stycznia 2015 r.

22. APP przewiduje zatem, obok istniejących podprogramów zmierzających do nabycia obligacji sektora prywatnego⁶, zakup obligacji sektora publicznego na rynkach wtórnych. Program tego rodzaju uznaje się zazwyczaj za „luzowanie ilościowe” („quantitative easing”) z powodu zwiększenia ilości pieniądza banku centralnego, do którego prowadzi zakup znacznej liczby obligacji. Został on wprowadzony przez EBC w styczniu 2015 r. w odpowiedzi na znaczną presję na obniżanie inflacji w strefie euro.

23. Główne cechy PSPP, zgodnie z aktualnie obowiązującą wersją decyzji 2015/774, można podsumować w następujący sposób:

- Obligacjami kwalifikującymi się do zakupów w ramach PSPP są rynkowe dłużne papiery wartościowe denominowane w euro, emitowane przez rząd centralny, samorząd regionalny lub władze lokalne państwa członkowskiego, którego walutą jest euro, uznane agencje z siedzibą

⁶ Czyli programu zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami („asset-backed securities purchase programme” lub „ABSPP”) oraz trzeciego programu zakupu zabezpieczonych obligacji („covered bond purchase programme” lub „CBPP 3”). Czwarty podprogram, program skupu aktywów sektora przedsiębiorstw („corporate sector purchase programme” lub „CSPP”), został ustanowiony w dniu 10 marca 2016 r. [zob. decyzja (UE) 2016/948 EBC z dnia 1 czerwca 2016 r. w sprawie realizacji programu zakupu w sektorze przedsiębiorstw (EBC/2016/16) (Dz.U. 2016, L 157, s. 28)].

w strefie euro, organizacje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju z siedzibą w strefie euro⁷. Obligacje kwalifikowane muszą mieć rezydualny termin zapadalności nie krótszy niż rok i nie dłuższy niż trzydzieści lat w momencie zakupu na rynkach wtórnych⁸.

- Dla każdej obligacji istnieje limit zakupu wynoszący, co do zasady, 33% emisji, pod warunkiem że Eurosystem nie uzyskuje w ten sposób mniejszości blokującej w ramach procedury restrukturyzacji długu obejmującej „klauzule wspólnego działania”. Ponadto Eurosystem nie może w żadnym razie posiadać więcej niż 33% salda papierów wartościowych jednego emitenta⁹.
- Emitenci (lub gwaranci) rynkowych dłużnych papierów wartościowych muszą posiadać notowanie co najmniej na poziomie stopnia 3 jakości kredytowej w zharmonizowanej skali ratingowej Eurosystemu, aby te papiery wartościowe uzyskały kwalifikację do PSPP¹⁰.
- Zakupy w ramach PSPP są dokonywane na podstawie określonych kluczy rozliczeniowych zdefiniowanych w decyzji PSPP. Po pierwsze, zakupy obejmują w 10% obligacje emitowane przez organizacje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju oraz w 90% obligacje emitowane przez rządy centralne, regionalne lub lokalne państw członkowskich i uznane agencje. Udział krajowych banków centralnych w wartości bilansowej zakupów obligacji kwalifikowanych w ramach PSPP wynosi 90% (w rozbiciu na państwa członkowskie należące do strefy euro na podstawie klucza subskrypcji kapitału EBC), a pozostałe 10% zostaje zakupione przez EBC. Oprócz obligacji międzynarodowych każdy krajowy bank centralny kupuje wyłącznie obligacje pochodzące od emitentów z własnego kraju¹¹.
- Ryzyko i straty dzielone są pomiędzy krajowe banki centralne do wysokości 20% zakupów ogółem (w tym 10% zakupów samego EBC i 10% zakupów obligacji organizacji międzynarodowych zakupionych przez krajowe banki centralne), natomiast dla pozostałych 80% zakupów nie został przewidziany żaden podział ryzyka i strat; każdy krajowy bank centralny pokrywa własne ryzyko¹².
- Wreszcie, szereg gwarancji, takich jak minimalny okres zatrzymania (zwany także „okresem embarga” lub „black-out period”), zostało określonych w wytycznych (niepublicznych) z dnia 4 marca 2015 r. w sprawie programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych (EBC/2015/NP3) (zwanym dalej „wytycznymi PSPP”).

B. Postępowania główne i postanowienie odsyłające

24. Kilka grup osób złożyło do sądu odsyłającego odrębne skargi konstytucyjne dotyczące różnych decyzji EBC odnoszących się do APP, współudziału Deutsche Bundesbank (niemieckiego banku federalnego) we wdrażaniu tych decyzji oraz zarzucanej mu beczynności wobec tych decyzji, a także podnoszonej beczynności rządu federalnego i izby niższej parlamentu federalnego wobec tego współudziału i tych samych decyzji.

⁷ Artykuł 3 ust. 1 decyzji 2015/774.

⁸ Artykuł 3 ust. 3 decyzji 2015/774.

⁹ Artykuł 5 decyzji 2015/774. Limity zakupu wynoszą 50% dla obligacji organizacji międzynarodowych i wielostronnych banków rozwoju.

¹⁰ Artykuł 3 ust. 2 decyzji 2015/774. Specjalne zasady mają zastosowanie do obligacji państw członkowskich objętych programem pomocy finansowej.

¹¹ Artykuł 6 decyzji 2015/774.

¹² Zobacz oświadczenie wstępne prezesa EBC z dnia 22 stycznia 2015 r. i komunikat prasowy EBC z tego samego dnia, a także komunikat prasowy EBC z dnia 10 marca 2016 r. w sprawie dodania programu CSPP do APP oraz zmian w APP.

25. Zdaniem skarżących w postępowaniach głównych PSPP narusza zakaz monetyzacji długu państw członkowskich zapisany w art. 123 TFUE i zasadę przyznania kompetencji zawartą w art. 5 ust. 1 TUE w związku z art. 119 i 127 TFUE. Decyzje dotyczące PSPP naruszają ponadto zasadę demokracji zapisaną w *Grundgesetz* (niemieckiej ustawie zasadniczej) oraz naruszają z tego względu niemiecką tożsamość konstytucyjną.

26. Sąd odsyłający wskazuje, że jeśli decyzja 2015/774 narusza art. 123 TFUE lub wykracza poza mandat EBC, będzie on musiał stwierdzić oczywiste i strukturalnie istotne przekroczenie uprawnień przez EBC, a w konsekwencji uwzględnić skargi w postępowaniach głównych. Podobnie będzie w sytuacji, gdy system podziału strat wynikający z decyzji 2015/774 wpływa na uprawnienia budżetowe izby niższej parlamentu federalnego.

27. W tych okolicznościach Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z pytaniami prejudycjalnymi.

IV. Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym i postępowanie przed Trybunałem

28. Postanowieniem z dnia 18 lipca 2017 r., które wpłynęło do Trybunału w dniu 15 sierpnia 2017 r., Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującymi pytaniami prejudycjalnymi:

„1) Czy decyzja [...] 2015/774 [...] w brzmieniu decyzji [...] 2016/1041 [...] względnie sposób jej wykonania narusza art. 123 ust. 1 TFUE?

Czy w szczególności zostaje naruszony art. 123 ust. 1 TFUE, gdy w ramach [PSPP]:

- a) szczegóły zakupu zostają podane do wiadomości w sposób uzasadniający na rynkach faktyczną pewność, że Eurosystem częściowo nabędzie obligacje emitowane przez państwa członkowskie;
 - b) również następnie nie zostają podane do wiadomości szczegóły dochowania terminów minimalnych między emisją papieru wartościowego na rynek pierwotny a jego wykupem na rynku wtórnym, w związku z czym w tym zakresie nie jest możliwa kontrola sądowa;
 - c) wszystkie nabyte obligacje nie zostają ponownie sprzedane, lecz są zatrzymywane do dnia ich zapadalności i w związku z tym zostają one wycofane z rynku;
 - d) Eurosystem nabywa nominalnie rynkowe dłużne papiery wartościowe o ujemnej stopie zwrotu do wykupu?
- 2) Czy decyzja wskazana w [pytaniu pierwszym] narusza art. 123 TFUE w każdym razie wówczas, gdy biorąc pod uwagę zmienione warunki na rynkach finansowych, w szczególności ze względu na zmniejszenie liczby nabywalnych dłużnych papierów wartościowych, jej dalsze wykonanie wymaga stałego rozluźniania pierwotnie obowiązujących zasad zakupu i określone w orzecznictwie Trybunału ograniczenia programu zakupu obligacji, jaki stanowi PSPP, tracą swą skuteczność?
- 3) Czy wskazana w [pytaniu pierwszym] decyzja [...] 2015/774 [...] w aktualnym brzmieniu narusza art. 119 i art. 127 ust. 1 i 2 TFUE oraz art. 17–24 protokołu w sprawie [SESB i EBC], ponieważ wykracza poza uregulowany w wymienionych przepisach mandat [EBC] dotyczący polityki pieniężnej i w związku z tym ingeruje w kompetencje państw członkowskich?

Czy przekroczenie mandatu [EBC] wynika w szczególności z tego, że:

- a) decyzja wskazana w [pytaniu pierwszym], ze względu na wartość PSPP, wynoszącą w dniu 12 maja 2017 r. 1534,8 [mld] EUR, znacznie wpływa na warunki refinansowania państw członkowskich;
 - b) decyzja wskazana w [pytaniu pierwszym], biorąc pod uwagę wskazaną w [lit.] a) poprawę warunków refinansowania państw członkowskich i jej wpływ na banki komercyjne, wywiera nie tylko pośrednie skutki w zakresie polityki gospodarczej, lecz również jej obiektywnie stwierdzalne skutki wskazują na cele programu leżące w polityce gospodarczej, przynajmniej równorzędnie z celami polityki pieniężnej;
 - c) decyzja wskazana w [pytaniu pierwszym] narusza zasadę proporcjonalności ze względu na jej silne skutki w zakresie polityki gospodarczej;
 - d) decyzji wskazanej w [pytaniu pierwszym] nie można zbadać pod kątem trwałego niezbędnego charakteru i proporcjonalności ze względu na brak szczególnego uzasadnienia podczas realizacji trwającej więcej niż dwa lata?
- 4) Czy decyzja wskazana w [pytaniu pierwszym] narusza w każdym razie art. 119 i art. 127 ust. 1 i 2 TFUE oraz art. 17–24 protokołu w sprawie [SESB i EBC] z tego względu, że wartość PSPP, jego trwająca więcej niż dwa lata realizacja oraz wynikające z tego skutki w zakresie polityki gospodarczej skłaniają do odmiennej oceny niezbędnego charakteru i proporcjonalności PSPP i w związku z tym stanowi on od określonego momentu przekroczenie mandatu w zakresie polityki pieniężnej [EBC]?
- 5) Czy ewentualnie przyjęty w decyzji wskazanej w [pytaniu pierwszym] nieograniczony rozdział ryzyka przy niewykonaniu zobowiązania obligacji rządów centralnych i zrównanych z nimi emitentów pomiędzy krajowe banki centralne Eurosystemu narusza art. 123 i 125 TFUE oraz art. 4 ust. 2 TUE, gdy w związku z tym konieczna może stać się rekapitalizacja krajowych banków centralnych środkami budżetowymi?”.

29. Uwagi na piśmie zostały przedłożone przez Heinricha Weissa i in., Bernda Luckego i in., J.H. von Steina i in., EBC, Deutsche Bundesbank (niemiecki bank federalny), rządy niemiecki, grecki, francuski, włoski, portugalski i fiński oraz przez Komisję Europejską. Z wyjątkiem rządu fińskiego wszyscy ci uczestnicy postępowania wypowiedzieli się na rozprawie, która odbyła się w dniu 10 lipca 2018 r. Peter Gauweiler również przedstawił swoje argumenty przy tej okazji.

V. Analiza

A. Uwaga wstępna w przedmiocie właściwego brzmienia decyzji 2015/774

30. Poprzez swoje pytania Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny) zwraca się do Trybunału o orzeczenie w przedmiocie ważności decyzji 2015/774. W swoim pierwszym pytaniu prejudycjalnym sąd odsyłający wyjaśnia, że chodzi o decyzję 2015/774, zmienioną decyzją 2015/2101 i decyzją 2016/702, a także decyzją (UE) 2016/1041 EBC z dnia 22 czerwca 2016 r. w sprawie kwalifikowania rynkowych instrumentów dłużnych emitowanych lub w pełni gwarantowanych przez Republikę Grecką i uchylającą decyzję (UE) 2015/300 (EBC/2016/18)¹³.

¹³ Dz.U. 2016, L 169, s. 14.

31. Jakkolwiek decyzja 2016/1041 opiera się na decyzji 2015/774, to jednak jej nie zmienia. Natomiast decyzja 2015/774 została zmieniona decyzją 2015/2464 oraz decyzją 2017/100. Chociaż sąd odsyłający nie wymienia wyraźnie tych dwóch ostatnich decyzji, uważam, że należy wziąć je pod uwagę przy udzielaniu odpowiedzi na zadane pytania.

32. W istocie w swoim pytaniu pierwszym Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny) rozważa decyzję 2015/774 „lub sposób jej wykonania”. W chwili wydania postanowienia odsyłającego decyzje 2015/2464 i 2017/100 zostały już przyjęte. Jej wdrożenie odbywało się zatem siłą rzeczy na podstawie czterech decyzji zmieniających pierwotny tekst. Ponadto w pytaniu trzecim sąd odsyłający zwraca się do Trybunału o wyjaśnienie w przedmiocie decyzji 2015/774 „wskazanej w [pytaniu pierwszym] [...] w aktualnym brzmieniu”, to jest z dnia 18 lipca 2017 r. Wreszcie, wykładnia prawa Unii zaproponowana przez sąd odsyłający we wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym sama wydaje się pod pewnymi względami oparta na najnowszej wersji decyzji 2015/774.

33. Zgadzam się zatem z Komisją, że bardziej sensowne wydaje się dokonanie oceny ważności decyzji 2015/774 w brzmieniu obowiązującym w dniu złożenia wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym wraz ze wszystkimi cechami, które posiadała ona w tamtym momencie.

B. W przedmiocie dopuszczalności wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym

34. Rząd włoski podnosi na wstępie niedopuszczalność wszystkich pytań prejudycjalnych skierowanych przez sąd odsyłający. Z wyjątkiem pytania piątego uważam jednak, że wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym jest dopuszczalny.

35. W istocie pragnę zauważyć, że niniejszy wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy bez wątpienia kwestii wykładni i stosowania prawa Unii. Jak przypominał Trybunał w wyroku z dnia 16 czerwca 2015 r., *Gauweiler i in.* (C-62/14, EU:C:2015:400), oznacza to, że odpowiedź Trybunału ma konkretny wpływ na rozstrzygnięcie sporu w postępowaniu głównym i że wyrok, który zapadnie, podobnie jak każdy wyrok wydany w trybie prejudycjalnym, będzie wiążący dla sądu odsyłającego w zakresie dotyczącym wykładni lub ważności aktów EBC rozpatrywanych przy rozstrzygnięciu sporu w postępowaniu głównym¹⁴.

36. Ponadto z postanowienia odsyłającego wynika także, że przed sądem krajowym toczy się rzeczywisty spór, w którym incydentalnie powstaje pytanie o ważność aktu Unii. Zatem wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym jest co do zasady dopuszczalny¹⁵.

37. Prawdą jest, że jakkolwiek pytania pierwsze, drugie i czwarte dotyczą ważności decyzji 2015/774 z punktu widzenia w szczególności art. 119, 123 i 127 TFUE, to jednak sąd wyraża w nich wątpliwości płynące bardziej z wykonania tej decyzji niż z samej decyzji. Zgodność z prawem aktu powinna być oceniana na podstawie okoliczności faktycznych i prawnych istniejących w chwili wydania tego aktu i nie może w szczególności zależeć od retrospektywnej oceny skuteczności tego aktu¹⁶. Jak Trybunał miał już sposobność wyjaśnić, „[a]nalogicznie ocena ważności danego aktu, której przeprowadzenie należy do Trybunału w ramach odesłania prejudycjalnego, powinna zazwyczaj opierać się na sytuacji istniejącej w chwili przyjęcia tego aktu”¹⁷.

¹⁴ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., *Gauweiler i in.*, C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 14, 16.

¹⁵ Zobacz podobnie wyroki: z dnia 10 grudnia 2002 r., *British American Tobacco (Investments) i Imperial Tobacco*, C-491/01, EU:C:2002:741, pkt 40; z dnia 16 czerwca 2015 r., *Gauweiler i in.*, C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 29.

¹⁶ Zobacz podobnie wyrok z dnia 22 października 2002 r., *National Farmers' Union*, C-241/01, EU:C:2002:604, pkt 37 i przytoczone tam orzecznictwo.

¹⁷ Wyrok z dnia 17 lipca 1997 r., *SAM Schiffahrt i Stapf*, C-248/95 i C-249/95, EU:C:1997:377, pkt 46. Zobacz także wyrok z dnia 1 października 2009 r., *Gaz de France – Berliner Investissement*, C-247/08, EU:C:2009:600, pkt 49.

38. Jednakże z wyroku z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), wynika, że gdy EBC dokonuje skupu obligacji skarbowych na rynkach wtórnych, musi on zapewnić swoim operacjom odpowiednie gwarancje w celu pogodzenia tych operacji z wynikającym z art. 123 ust. 1 TFUE zakazem monetyzacji długu¹⁸. Ponadto program uprawniający do takiego zakupu może zostać skutecznie przyjęty i być realizowany jedynie wtedy, gdy środki, które wykorzystuje, są proporcjonalne do celów polityki pieniężnej zgodnie z art. 119 ust. 2 TFUE oraz art. 127 ust. 1 TFUE¹⁹.

39. Okoliczności przywołane przez sąd odsyłający w pierwszym pytaniu prejudycjalnym dotyczą gwarancji, od których może zależeć ważność decyzji 2015/774. W związku z tym wydaje mi się, że mogą one zostać wzięte pod uwagę. Co więcej, wydaje mi się, że dotyczy to także drugiego pytania prejudycjalnego, w którym rozważane są „określone w orzecznictwie Trybunału ograniczenia programu zakupu obligacji, jaki stanowi PSPP”.

40. Prawdą jest, że pytanie to budzi pewne wątpliwości, ponieważ rozważa się w nim ewentualne złagodzenie mających zastosowanie przepisów w przypadku zmiany sytuacji na rynkach finansowych. Jednakże odpowiada ono obiektywnym potrzebom rozstrzygnięcia sporów toczących się przed sądem odsyłającym²⁰, ponieważ odnosi się w istocie do gwarancji, które należy określić w ramach PSPP, aby nie naruszać art. 123 TFUE. W konsekwencji wydaje mi się, że jest ono dopuszczalne i może być rozpatrywane wraz z pierwszym pytaniem prejudycjalnym.

41. Jeśli chodzi o czwarte pytanie prejudycjalne, dotyczy ono zasadniczo powiązania PSPP z polityką pieniężną oraz badania proporcjonalności, jakiemu należy poddać decyzję 2015/774. Wydaje mi się zatem, że można je uznać za dopuszczalne i udzielić na nie użytecznej odpowiedzi, badając je łącznie z pytaniem trzecim, dotyczącym tej samej problematyki.

42. Byłbym natomiast ostrożniejszy, jeśli chodzi o dopuszczalność piątego pytania prejudycjalnego. Jakkolwiek bowiem pytania dotyczące prawa Unii korzystają z domniemania posiadania znaczenia dla sprawy, to jednak domniemanie to należy uznać za obalone, „gdy jest oczywiste, że wykładnia prawa Unii, o którą wnioskowano, nie ma żadnego związku ze stanem faktycznym lub z przedmiotem sporu w postępowaniu głównym, gdy problem jest natury hipotetycznej bądź gdy Trybunał nie dysponuje danymi na temat stanu faktycznego albo prawnego, które są konieczne do udzielenia użytecznej odpowiedzi na przedstawione mu pytania”²¹.

43. Podobnie jak EBC, rządy grecki, francuski, włoski, portugalski, fiński oraz Komisja, stwierdzam, że piąte pytanie prejudycjalne dotyczy zmiany, która jest niepewna, i to z dwóch powodów. Po pierwsze, to pytanie piąte oparte jest na wyjściowym założeniu nieograniczonego podziału ryzyka między wszystkie państwa członkowskie należące do strefy euro w przypadku niewykonania zobowiązania dotyczącego obligacji przez rządy centralne i zrównanych z nimi emitentów, który to podział został „ewentualnie” przyjęty w decyzji [2015/774]²². Tymczasem taki nieograniczony podział nie istnieje w aktualnym stanie prawnym właściwych przepisów w ramach PSPP. Wręcz przeciwnie, stałe dążenie do ścisłego ograniczenia podziału strat pomiędzy bankami centralnymi występuje od czasu ogłoszenia programu w dniu 22 marca 2015 r.²³.

18 Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 102.

19 Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 66.

20 Zobacz podobnie wyroki: z dnia 15 grudnia 1995 r., Bosman, C-415/93, EU:C:1995:463, pkt 65; a także z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 28.

21 Wyrok z dnia 6 października 2015 r., Târșia, C-69/14, EU:C:2015:662, pkt 14. Zobacz także wyroki: z dnia 26 lutego 2013 r., Melloni, C-399/11, EU:C:2013:107, pkt 29; z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 25.

22 Wyróżnienie moje.

23 Stanowisko EBC w zakresie podziału strat pomiędzy krajowe banki centralne ograniczonego do 12% poniesionych kosztów zakupu zostało ogłoszone we wstępnym oświadczeniu prezesa EBC z dnia 22 stycznia 2015 r. i opublikowane w komunikacie prasowym z tego samego dnia. Podział ten został wręcz następnie *zmniejszony* do 10% z powodu zmiany struktury zakupów (zob. komunikat prasowy EBC z dnia 10 marca 2016 r. i zmiany wprowadzone do art. 6 decyzji 2015/774 przez art. 1 decyzji 2016/702).

44. Po drugie, zakładając, że taki nieograniczony podział zostanie przyjęty, ewentualna sprzeczność z art. 123 i 125 TFUE, a także z art. 4 ust. 2 TUE powstaje, jak sąd odsyłający sam wyjaśnia w tekście swojego pytania, tylko wówczas, „gdy w związku z [tym nieograniczonym podziałem ryzyka] konieczna może stać się rekapitalizacja krajowych banków centralnych środkami budżetowymi”²⁴. Jest to jednak wyłącznie hipoteza, której możliwość zrealizowania się nie jest obecnie w żaden sposób wykazana. Co prawda we wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym wskazano na znaczne zwiększenie rezerwy na ryzyko przez Deutsche Bundesbank (niemiecki bank federalny) w roku 2016. Sąd odsyłający wyjaśnia jednak, że decyzja ta była uzasadniona faktem, iż decyzje Rady Prezesów EBC mające na celu rozszerzenie APP na program PSPP, podjęte w trakcie roku budżetowego 2016, pociągnęły za sobą dodatkowe ryzyko. Należy stwierdzić, że żadna z decyzji dotyczących PSPP nie przewiduje nieograniczonego podziału ryzyka. W konsekwencji brak dodatkowych informacji na temat przyczyn, które doprowadziły do zwiększenia rezerwy ryzyka Deutsche Bundesbank (niemieckiego banku federalnego), nie pozwala na skonkretyzowanie czysto teoretycznej hipotezy dokapitalizowania krajowych banków centralnych w przypadku znacznej niewypłacalności wynikającej z PSPP.

45. Kwestia podniesiona w piątym pytaniu prejudycjalnym wydaje mi się zatem zdecydowanie hipotetyczna, ponieważ zarówno kontekst prawny, jak i kontekst faktyczny, które uczyniłyby koniecznym udzielenie odpowiedzi na to pytanie, nie odpowiadają aktualnej sytuacji, zaś prawdopodobieństwo ich wystąpienia nie zostało wykazane z wystarczającą pewnością. W każdym razie, nawet jeśli należałoby przyjąć, że nieograniczony podział ryzyka to sytuacja, której prawdopodobieństwo wystąpienia zostało wystarczająco wykazane, a tak nie jest, to nie ulega wątpliwości, iż taki podział ryzyka nie został jeszcze skonkretyzowany w przepisie prawa Unii ani nawet zapowiedziany. Jak w tych okolicznościach Trybunał miałby orzekać w przedmiocie ważności przepisu, który jeszcze nie istnieje?

46. Mając na względzie powyższe rozważania, uważam zatem, że owo pytanie piąte jest w tym kontekście obecnie niedopuszczalne.

C. W przedmiocie pytań prejudycjalnych pierwszego i drugiego

1. Ramy analizy określone w wyroku z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400)

47. Dwa pierwsze pytania prejudycjalne dotyczą w istocie przestrzegania zakazu monetyzacji długu państwowego przewidzianego w art. 123 ust. 1 TFUE.

48. Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), dostarczył w tym względzie właściwe ramy analizy. W istocie, pomimo różnic występujących pomiędzy programami PSPP a OMT, są to dwa programy skupu obligacji skarbowych na rynkach wtórnych. Trybunał określił w ww. wyroku ograniczenia, jakich EBC musi przestrzegać przy realizacji programu zakupu obligacji skarbowych. Większość stron, które przedstawiły swe uwagi w ramach niniejszego postępowania, podąża zresztą za tym schematem analizy.

49. Po pierwsze, Trybunał potwierdził, że art. 123 ust. 1 TFUE zakazuje wszelkiej pomocy finansowej ESBC dla państwa członkowskiego, nie wykluczając możliwości nabycia przez ESBC obligacji skarbowych na rynkach wtórnych²⁵.

²⁴ Wyróżnienie moje.

²⁵ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 95.

50. Jednakże Trybunał ograniczył tę możliwość na dwa sposoby:

- W pierwszej kolejności „ESBC nie może skutecznie nabyć obligacji skarbowych na rynkach wtórnych na warunkach, które przyniosłyby jego operacjom w praktyce taki sam skutek jak w przypadku bezpośredniego nabycia obligacji skarbowych od organów i podmiotów publicznych państw członkowskich”²⁶. Byłoby tak, gdyby podmioty mogące nabyć obligacje skarbowe na rynku pierwotnym miały pewność, że ESBC dokona wykupu tych obligacji w terminie i na warunkach umożliwiających tym podmiotom działanie de facto jako pośrednicy ESBC w celu bezpośredniego nabycia wspomnianych obligacji od organów i podmiotów publicznych danego państwa członkowskiego.
- W drugiej kolejności program EBC umożliwiający nabycie obligacji skarbowych na rynkach wtórnych nie może pozbawiać państw członkowskich zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej. „Z art. 119 ust. 2 TFUE, art. 127 ust. 1 TFUE i art. 282 ust. 2 TFUE wynika, że bez uszczerbku dla celu polegającego na stabilności cen, ESBC wspiera ogólną politykę gospodarczą w Unii. W rezultacie prowadzone przez ESBC na podstawie art. 123 TFUE działania nie mogą naruszać skuteczności tych polityk poprzez pozbawienie danych państw członkowskich zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej”²⁷.

51. Z tych dwóch ograniczeń wynika, że gdy EBC dokonuje skupu obligacji skarbowych na rynkach wtórnych, jego działaniom muszą towarzyszyć gwarancje z jednej strony wystarczające do pogodzenia tego działania z zakazem monetyzacji długu wynikającym z art. 123 ust. 1 TFUE, a z drugiej strony zmierzające do ograniczenia wpływu programu EBC na zachętę do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej²⁸.

2. W przedmiocie stosowania zasad PSPP

52. Zasadnicza zgodność z prawem operacji zakupu obligacji skarbowych na rynkach wtórnych przez ESBC nie podlega dyskusji²⁹. Znajduje ona potwierdzenie w art. 18 ust. 1 protokołu w sprawie ESBC i EBC, który „pozwala ESBC – dla zrealizowania jego celów i wykonania jego zadań – na przeprowadzenie operacji na rynkach finansowych między innymi w formie kupna i sprzedaży bezwarunkowej papierów zbywalnych, które obejmują obligacje skarbowe, nie uzależniając tego uprawnienia od żadnych szczególnych warunków, chyba że uchybia ono samemu charakterowi operacji otwartego rynku”³⁰, a także w rozporządzeniu Rady (WE) nr 3603/93 z dnia 13 grudnia 1993 r. określającym definicje w celu zastosowania zakazów określonych w art. 104 i 104b ust. 1 traktatu [obecnie art. 123 i 125 TFUE]³¹. Zgodnie bowiem z motywem siódmym tego rozporządzenia możliwość zakupu obligacji skarbowych została wyraźnie przewidziana, ponieważ wskazano tam, że „zakupy poczynione na rynkach wtórnych nie powinny być wykorzystywane na rzecz obchodzenia celu stawianego przez [art. 123 TFUE]”.

53. Ważność programu takiego jak PSPP zależy zatem od towarzyszących mu gwarancji. Konkretnie rzecz biorąc, należy sprawdzić ich zdolność z jednej strony do zapobieżenia temu, aby podmioty działające na rynkach obligacji skarbowych mogły działać de facto jako pośrednicy ESBC w celu bezpośredniego nabycia obligacji od organów i podmiotów publicznych danego państwa członkowskiego, a z drugiej strony do tego, aby nie osłabiać zachęty dla państw członkowskich do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej.

26 Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 97.

27 Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 109.

28 Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 102, 115.

29 Zobacz podobnie D. Wilsher, Ready to Do Whatever it Takes? The Legal Mandate of the European Central Bank and the Economic Crisis, *Cambridge Yearbook European Legal Studies*, vol. 15, 2012-2013, s. 510–536, w szczególności s. 514.

30 Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 96.

31 Dz.U. 1993, L 332, s. 1 – wyd. spec. w jęz. polskim, rozdz. 10, t. 1, s. 27.

a) W przedmiocie braku pewności podmiotów

54. Z wyjątkiem skarżących w postępowaniach głównych wszystkie państwa członkowskie i instytucje Unii, które przedstawiły swoje stanowiska, są zdania, że PSPP zapewnia wystarczające gwarancje, aby zapobiec temu, że nabywanie obligacji skarbowych na rynkach wtórnych wywrze skutek równoważny ze skutkiem bezpośredniego nabycia takich obligacji na rynkach pierwotnych. Zgadzam się z tą analizą.

1) W przedmiocie adekwatności gwarancji przewidzianych w decyzji 2015/774 [pierwsze pytanie prejudycjalne, w tym lit. a) i b)]

55. Po pierwsze, okoliczność, że Rada Prezesów jest uprawniona do decydowania o zakresie, rozpoczęciu, kontynuowaniu oraz wstrzymaniu operacji na rynkach wtórnych przewidzianych w ramach PSPP, nie jest bez znaczenia. Jest to element, który Trybunał wyraźnie uwzględnił przy dokonywaniu oceny ważności programu OMT³². Z protokołów posiedzeń Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej wynika w szczególności, że PSPP jest poddawany stałym przeglądom i dostosowaniom, w sposób niezależny, w zakresie koniecznym do osiągnięcia ogłoszonego celu³³.

56. Po drugie, PSPP jest tylko jednym z czterech podprogramów APP. Zakup obligacji skarbowych na rynkach wtórnych, do którego on upoważnia, ma charakter pomocniczy w stosunku do pozostałych trzech programów, dotyczących zakupu obligacji prywatnych³⁴. Okoliczność, że dopuszczalna wielkość skupu obligacji skarbowych ustalana jest co miesiąc na podstawie przewidywalności zakupów w pozostałych trzech podprogramach, jest elementem przyczyniającym się do zapobiegania pewności wykupu obligacji skarbowych nabytych na rynku pierwotnym.

57. Po trzecie, brak selektywności PSPP przyczynia się także do zapewnienia nieprzewidywalności zasad konkretnego wykonania tego programu. W przeciwieństwie bowiem do OMT, PSPP przewiduje nabywanie obligacji nie w sposób selektywny, lecz w sposób reprezentatywny dla wszystkich państw członkowskich strefy euro. Zgodnie z art. 6 ust. 2 decyzji 2015/774 zakupy są rozdzielane między państwa członkowskie na podstawie klucza subskrypcji kapitału EBC, przewidzianego w art. 29 protokołu w sprawie ESBC i EBC³⁵.

58. Po czwarte, nie może być mowy o pewności wykupu dla podmiotów działających na rynkach pierwotnych, ponieważ art. 5 decyzji 2015/774 obwarowuje skup obligacji skarbowych na rynkach wtórnych dwiema wartościami granicznymi – po konsolidacji zasobów we wszystkich portfoliach banków centralnych ESBC – odnoszącymi się z jednej strony do emisji obligacji, a z drugiej strony do emitenta. Zasadniczo pierwsza wartość graniczna umożliwia posiadanie do 33% obligacji z jednej

³² Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 106.

³³ Z protokołu posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r. wynika, że APP „rozpocznie się w marcu 2015 r. i dotyczyć będzie miesięcznych zakupów w wysokości 60 mld EUR do końca września 2016 r., a w każdym razie do czasu, gdy Rada Prezesów stwierdzi trwałe dostosowanie inflacji, odpowiadające jej celowi inflacyjnemu stóp niższych, ale zbliżonych do 2%” (s. 21 francuskiej wersji językowej; zob. także komunikat prasowy EBC z dnia 22 stycznia 2015 r.). Późniejsze protokoły potwierdzają „wołę i zdolność do działania [Rady Prezesów], w razie konieczności, wykorzystując do tego celu wszystkie narzędzia dostępne w ramach jej mandatu, w szczególności elastyczność programów zakupu aktywów w odniesieniu do dostosowania ich wymiaru, ich składu i okresu ich obowiązywania” (protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 2 i 3 września 2015 r., s. 19 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France; wyróżnienie moje). Zobacz także protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 2 i 3 grudnia 2015 r., w szczególności s. 18–20 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France, lub protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 7 i 8 grudnia 2016 r., w którym stwierdza się, że „należy powtórzyć, iż biorąc pod uwagę obecną niepewność, rada gubernatorów będzie nadal uważnie monitorowała rozwój sytuacji w zakresie stabilności cen oraz że, jeżeli byłoby to konieczne do osiągnięcia jego celu, będzie działała przy wykorzystaniu wszelkich dostępnych jej instrumentów w ramach swojego mandatu” (s. 15 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France).

³⁴ Artykuł 2 ust. 2 wytycznych PSPP.

³⁵ Z zastrzeżeniem wykluczenia Grecji z powodu wymogów jakości kredytowej. W oparciu o te gwarancje banki centralne Eurosystemu nie kupowały greckich obligacji sektora publicznego w ramach PSPP (zob. decyzja 2016/1041). W przedmiocie tych warunków zob. pkt 86 i 87 niniejszej opinii.

emisji³⁶; druga zabrania posiadania przez ESBC ponad 33% wszystkich obligacji danego emitenta w całym okresie trwania PSPP³⁷. Poza okolicznością, że chodzi o maksymalne limity, a nie o obowiązek zakupu obligacji skarbowych w takich proporcjach, ograniczenia przewidziane w art. 5 decyzji 2015/774 skutkują tym, iż posiadacz obligacji skarbowej nie może mieć pewności, że ESBC będzie mógł wykupić jego obligację, czy też przeciwnie, to wykupienie będzie niemożliwe z powodu osiągnięcia jednego z dwóch wspomnianych pułapów. Codzienne monitorowanie tych ograniczeń przez komitet ds. zarządzania ryzykiem ESBC może zapewnić skuteczność tej gwarancji³⁸.

59. Po piąte, istnienie minimalnego okresu między emisją papieru wartościowego na rynku pierwotnym a jego wykupem na rynkach wtórnych przyczynia się również do tego, że warunki emisji obligacji skarbowych nie zostaną zmienione przez pewność, iż obligacje te zostaną wykupione przez ESBC po ich emisji³⁹. Ten okres jest niezbędny, aby umożliwić kształtowanie się ceny rynkowej. Taki „black-out period” został wyraźnie przewidziany w art. 4 ust. 1 decyzji 2015/774 oraz uściślony w art. 15 wytycznych PSPP.

60. Brak szczegółowych informacji w tym okresie jest warunkiem sine qua non jego skuteczności. Ujawnienie długości „black-out period” mogłoby wpłynąć na przewidywalność zakupów i kształtowanie się ceny. Skoro zgodność transakcji po cenie rynkowej jest kontrolowana przez komitet ds. zarządzania ryzykiem ESBC⁴⁰, informacja o tym, że minimalny okres między emisją obligacji skarbowej na rynku pierwotnym a jej wykupem na rynkach wtórnych jest mierzony raczej w dniach niż w tygodniach, wydaje mi się wystarczająca do zapewnienia sądowej kontroli zgodności decyzji 2015/774 z art. 123 TFUE⁴¹. Po pierwsze, komitet ds. zarządzania ryzykiem ESBC posiada w większym stopniu niż sąd kompetencje i wiedzę niezbędne do oceny kształtowania się ceny w warunkach rynkowych, a w konsekwencji – adekwatności „black-out period”, który może je zagwarantować. Po drugie, nie można wykluczyć, że dokładne ujawnienie „black-out period”, nawet ex post, ze strony podmiotów działających na rynkach prowadziłoby do powstania oczekiwań, które mogłyby utrudnić ukształtowanie się ceny rynkowej.

61. Po szóste, równowaga między rodzajem przekazywanych informacji a stopniem precyzji ujawnionych danych pozwala na zapewnienie efektywności PSPP przy jednoczesnym uniemożliwieniu podmiotom działającym na rynku pierwotnym uzyskania pewności wykupu obligacji skarbowych na rynkach wtórnych.

62. Główne zasady PSPP, takie jak wolumen zakupu miesięcznego, przewidywany okres trwania APP lub kryterium podziału zakupów obligacji skarbowych między państwa członkowskie strefy euro czy podział ewentualnego ryzyka, zostały zakomunikowane w dniu 22 stycznia 2015 r. przez prezesa EBC⁴². Ogłoszenie to przyczynia się do skuteczności APP; ma ono na celu wzmocnienie zamierzonego oddziaływania zakupów obligacji sektora prywatnego i publicznego ustanowionych na mocy omawianego programu. W tym komunikacie EBC potwierdza swoje zaangażowanie w przeciwdziałanie

36 W wyjątkowych przypadkach pułap ten jest ograniczony do 25% [art. 5 ust. 1 lit. b) decyzji 2015/774]. Co więcej, zostaje on podwyższony do 50% w przypadku obligacji wyemitowanych przez organizacje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju [art. 5 ust. 1 lit. a) decyzji 2015/774].

37 Pułap emitenta wynosi 50% dla emitentów będących organizacjami międzynarodowymi lub wielostronnymi bankami rozwoju [art. 5 ust. 2 lit. a) decyzji 2015/774].

38 Artykuł 4 ust. 3 wytycznych PSPP w związku z pkt 5 załącznika do nich.

39 Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 106, 107.

40 Artykuł 9 wytycznych PSPP w związku z pkt 6 załącznika do nich.

41 Ta informacja została udzielona przez EBC w ramach postępowania prejudycjalnego (pkt 89 uwag EBC). Ponadto pragnę zauważyć, że EBC wyjaśnił także, iż okres, który w rzeczywistości upływa między emisją obligacji na rynku pierwotnym a jej wykupem na rynkach wtórnych, jest zwykle dłuższy niż termin wymagany w odniesieniu do „black-out period”. To przedłużenie „de facto” „black-out period” zwiększa niepewność podmiotów gospodarczych co do odsprzedaży obligacji skarbowych nabytych na rynku pierwotnym oraz co do kształtowania się ceny odpowiadającej cenie rynkowej.

42 Zobacz oświadczenie wstępne prezesa EBC z dnia 22 stycznia 2015 r. oraz komunikat prasowy EBC z tego samego dnia. Dostosowania PSPP były również regularnie relacjonowane (zob. w szczególności komunikaty prasowe EBC: z dnia 10 marca 2016 r. w sprawie decyzji dotyczących polityki pieniężnej oraz w sprawie zmian wprowadzonych do APP; a także z dnia 8 grudnia 2016 r. w sprawie decyzji dotyczących polityki pieniężnej).

tendencjom deflacyjnym, wyjaśniając w wiarygodny sposób podjęte w tym celu działania. Chodzi tu o środek, poprzez który EBC przenosi na rzeczywistą gospodarkę złagodzenie warunków pieniężnych i finansowych ustanowionych w ramach PSPP. W ekonomii nazywamy to „kanałem sygnalizacyjnym”. Służy on skutecznemu wzmocnieniu zamierzonego oddziaływania programu luzowania ilościowego⁴³.

63. Jednakże, jak wskazuje EBC w swych uwagach na piśmie, komunikat ten ma znaczenie jedynie na poziomie makroekonomicznym. Przedstawione informacje nie pozwalają podmiotom gospodarczym uprawnionym do nabycia obligacji skarbowych na rynku pierwotnym na uzyskanie pewności, że ESBC będzie wykupywać te obligacje w terminie i na warunkach umożliwiających tym podmiotom działanie de facto jako pośrednicy ESBC w celu bezpośredniego zakupu omawianych obligacji od organów i instytucji publicznych danego państwa członkowskiego. Na rozprawie w dniu 10 lipca 2018 r. dyrektor wydziału prawnego Deutsche Bundesbank (niemieckiego banku federalnego) potwierdził, że jakkolwiek występowała pewna przewidywalność z powodu ogłoszeń EBC – w szczególności co do okoliczności, że jedna trzecia obligacji skarbowych może być nabyta w ramach PSPP – to jednak nie odgrywało to roli na poziomie mikroekonomicznym.

64. Zasady PSPP ogłoszone przez EBC mają bowiem charakter ogólny. Kwota miesięcznych zakupów w APP to informacja o charakterze orientacyjnym, która nie zostaje uściślona w inny sposób, ani w odniesieniu do daty zakupu, ani w odniesieniu do terminu zapadalności. Ponadto stopień wykorzystania limitów zakupów w odniesieniu do emisji oraz do emitenta również nie jest podawany. Wreszcie, jakkolwiek portfel obligacji PSPP jest publikowany co dwa tygodnie, to dzieje się to wyłącznie w formie zbiorczej⁴⁴, zaś rezydualny termin zapadalności jest publikowany co miesiąc, w odniesieniu do siedziby emitenta, na podstawie średniej ważonej⁴⁵. Jak wyjaśnił EBC podczas rozprawy w dniu 10 lipca 2018 r., informacje podane na stronie internetowej EBC powinny być wystarczające do tego, aby podmioty działające na rynkach wiedziały, jakimi papierami wartościowymi dysponuje ESBC, ale by nie znały konkretnej praktyki zakupu.

65. Wydaje mi się, że te różne gwarancje mogą zapobiec temu, aby warunki emisji obligacji skarbowych uległy zmianie ze względu na pewność, że obligacje te zostaną wykupione przez ESBC po ich emisji. W związku z tym umożliwiają one wykluczenie tego, że realizacja programu takiego jak PSPP będzie miała w praktyce skutek równoważny do bezpośredniego nabycia obligacji skarbowych od organów i podmiotów publicznych państw członkowskich.

2) *W przedmiocie braku wpływu utrzymania obligacji do terminu zapadalności i zakupu obligacji o ujemnej stopie zwrotu [pierwsze pytanie prejudycjalne lit. c) i d)]*

66. W rozwinięciu pierwszego pytania prejudycjalnego sąd odsyłający zmierza do ustalenia wpływu, jaki na zgodność z prawem PSPP z punktu widzenia art. 123 ust. 1 TFUE mogą mieć z jednej strony utrzymanie wszystkich nabytych obligacji do terminu ich zapadalności, a z drugiej strony nabycie nominalnych zbywalnych instrumentów dłużnych o ujemnej stopie zwrotu do wykupu. Nie uważam, że elementy te mogą spowodować nieważność decyzji 2015/774.

43 Zobacz w szczególności podobnie A. Krishnamurthy, A. Vissing-Jorgensen, The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, s. 215–287; M.D. Bauer, G.D. Rudebusch The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases, *International Journal of Central Banking*, 2014, s. 233–289.

44 Artykuł 8 ust. 1 decyzji 2015/774.

45 Artykuł 8 ust. 2 decyzji 2015/774.

i) W przedmiocie utrzymania obligacji do terminu ich zapadalności

67. Jeśli chodzi o utrzymanie obligacji do terminu zapadalności, Trybunał orzekł w sprawie, w której zapadł wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), że możliwość zachowania nabytych obligacji do czasu ich zapadalności nie odgrywała decydującej roli w ramach oceny ważności OMT, „ponieważ możliwość ta [była] uzależniona od konieczności podjęcia takiego działania, aby osiągnąć zamierzone cele, a przy tym w żadnym wypadku nie pozwala[ła] ona zaangażowanym podmiotom gospodarczym mieć pewności, że ESBC skorzysta z tego uprawnienia”⁴⁶. Ponadto Trybunał przypominał, że praktyka taka nie jest w żaden sposób wyłączona przez art. 18 ust. 1 protokołu w sprawie ESBC i EBC i że nie oznacza ona zwolnienia państwa członkowskiego będącego emitentem z zapłaty jego długu po upływie terminu zapadalności obligacji⁴⁷.

68. Stwierdzam, że art. 18 ust. 1 protokołu w sprawie ESBC i EBC wyraźnie przewiduje możliwość zakupu i sprzedaży *na rynku terminowym* zbywalnych papierów wartościowych na rynkach kapitałowych bez obwarowania tej możliwości jakimkolwiek zastrzeżeniem. W tych okolicznościach, w przeciwieństwie do tego, co sugeruje sąd odsyłający, brak wpływu utrzymania obligacji do terminu zapadalności na zgodność z prawem programu takiego jak PSPP nie wydaje mi się uzależniony od wyjątkowego charakteru transakcji. Natomiast wymagane jest, aby odpowiadał on celowi rozważanego programu.

69. Sądzę, że jest tak w niniejszym przypadku. Na wstępie pragnę zauważyć, że wytyczne PSPP potwierdzają, iż ESBC może sprzedawać papiery wartościowe nabyte w ramach tego programu w każdej chwili z przyczyn wynikających z polityki pieniężnej⁴⁸. Ponadto art. 3 ust. 3 decyzji 2015/774 umożliwia nabywanie papierów wartościowych o rezydualnym terminie zapadalności wynoszącym od 1 roku do 30 lat i 364 dni. Dzięki tak znacznej rozbieżności w papierach wartościowych podmioty gospodarcze nie mogą być pewne, że ESBC utrzyma *wszystkie* obligacje do ich terminu zapadalności.

70. Przede wszystkim utrzymanie nabytych papierów wartościowych do terminu ich zapadalności może moim zdaniem odpowiadać celowi PSPP. W istocie, PSPP ma na celu utrzymanie stabilności cen. Dokładniej rzecz ujmując, w motywie 4 decyzji 2015/774 dodano, że „[p]oprzez wpływ na realokację portfela aktywów, znaczący wolumen zakupów dokonanych w ramach programu PSPP przyczyni się do osiągnięcia zasadniczego celu polityki pieniężnej, jakim jest skłonienie instytucji pośrednictwa finansowego do zwiększenia płynności dostarczanej na rynek międzybankowy oraz podaży kredytu dla gospodarki strefy euro”.

71. W świetle tego konkretnego celu dzielam opinię rządu niemieckiego, zgodnie z którą wydaje się prawdopodobne, że nabyte aktywa będą musiały być odsprzedawane jedynie w przypadku, gdy nie zaprzepaści to wpływu zakupów na politykę pieniężną⁴⁹. Taki skutek wymaga wystarczającego zwiększenia płynności na rynku w celu doprowadzenia do zrównoważenia portfela, a w konsekwencji – braku przedwczesnej odsprzedaży nabytych papierów wartościowych. Utrzymywanie obligacji skarbowych lub ich większości do czasu ich zapadalności wydaje mi się zatem zgodne z celem, do którego zmierza PSPP.

⁴⁶ Punkt 118 tego wyroku.

⁴⁷ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 118.

⁴⁸ Artykuł 12 ust. 2 wytycznych PSPP.

⁴⁹ Punkt 16 uwag na piśmie rządu niemieckiego.

ii) W przedmiocie zakupu obligacji o ujemnej stopie zwrotu

72. Artykuł 3 ust. 5 decyzji 2015/774 zezwala na zakupy nominalnych instrumentów dłużnych o ujemnej stopie zwrotu do wykupu równej lub wyższej od stopy depozytu w banku centralnym. Nie wydaje mi się, aby możliwość ta prowadziła do obejścia zakazu monetyzacji długu, wynikającego z art. 123 ust. 1 TFUE.

73. Na wstępie należy przypomnieć, że operacje otwartego rynku, które EBC jest zobowiązany przeprowadzić, obejmują nieuchronnie dla niego ryzyko poniesienia strat, i to niezależnie od ogłoszonej stopy zwrotu⁵⁰. Ponadto w odniesieniu do PSPP EBC wyraźnie wskazał, że należy udzielić pierwszeństwa zakupowi papierów wartościowych, które mają dodatnią stopę zwrotu⁵¹.

74. Co więcej, jako że obligacje niektórych państw członkowskich strefy euro są emitowane z ujemną stopą ze względu na warunki rynkowe, zakaz nabycia ich papierów wartościowych byłby sprzeczny z zasadą otwartego rynku, która powinna regulować działania ESBC na rynkach kapitałowych zgodnie z art. 18 ust. 1 protokołu w sprawie ESBC i EBC⁵². Jak podkreśliły EBC oraz Komisja, wykluczenie zakupu obligacji o ujemnej stopie zwrotu z PSPP byłoby sprzeczne z zasadą neutralności rynkowej, będącą częścią zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, warunkującej działania ESBC na mocy art. 127 ust. 1 TFUE⁵³.

75. Wreszcie, jak słusznie podnosi rząd niemiecki, rezygnacja z zakupu obligacji skarbowych wyemitowanych z ujemną stopą sprzeciwiałaby się zasadniczemu elementowi PSPP, który przewiduje zakup obligacji skarbowych *wszystkich* państw członkowskich strefy euro, co zapewnia dążenie do realizacji celu polityki pieniężnej.

76. W tych okolicznościach zakup obligacji skarbowych o ujemnej stopie zwrotu nie wydaje mi się sprzeczny z art. 123 ust. 1 TFUE.

3) W przedmiocie braku wpływu zarzucanej przewidywalności papierów wartościowych, które zostaną nabyte, na ważność decyzji 2015/774 [pierwsze pytanie prejudycjalne lit. a) i drugie pytanie prejudycjalne]

77. Zdaniem sądu odsyłającego połączenie zapowiedzianej całkowitej wielkości APP, jej podziału opartego na kluczu subskrypcji kapitału EBC oraz stałego udziału zajmowanego przez zakupy obligacji skarbowych w APP pozwoliłoby na ustalenie z wyprzedzeniem miesięcznego wolumenu obligacji wyemitowanych przez sektor publiczny w danym państwie członkowskim. W tym kontekście zmniejszanie się na rynku liczby obligacji skarbowych, które mogą być nabywane, w świetle ścisłych wymogów kwalifikowalności dotyczących terminu zapadalności i zwrotu, jak również zasady ograniczającej zakupy przez ESBC do 33% wolumenu emisji umożliwiłoby operatorom uzyskanie faktycznej pewności co do konkretnych papierów wartościowych, które zostaną nabyte w ramach PSPP.

78. Wydaje mi się, że taka ewentualna pewność, nie prawna, lecz faktyczna, oparta na zasadach ogłoszonych przez EBC w połączeniu z praktyką zakupów papierów wartościowych od wejścia w życie PSPP, nie pociąga za sobą nieważności decyzji 2015/774.

⁵⁰ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 125.

⁵¹ Zobacz komunikat prasowy EBC z dnia 19 stycznia 2017 r. w sprawie szczegółów dotyczących zakupu aktywów APP o zwrocie niższym od stopy depozytu w banku centralnym.

⁵² Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 96.

⁵³ Zobacz także art. 119 ust. 2 TFUE. Motyw 6 decyzji 2015/774 odwołuje się wyraźnie do zasad funkcjonowania otwartej gospodarki wolnorynkowej.

79. Na wstępie, jeśli istnieje pewność co do zakupu obligacji skarbowych, ma ona charakter makroekonomiczny, a nie mikroekonomiczny⁵⁴. Ponadto nie wydaje się, by oceny, na których opiera się sąd odsyłający, uwzględniały, przynajmniej w wystarczającym stopniu, okoliczności, że część zakupów dokonanych w ramach PSPP dotyczy obligacji, które nie są emitowane przez rządy centralne państw członkowskich⁵⁵.

80. Następnie, ta podnoszona pewność byłaby możliwa jedynie ze względu na niewielką liczbę dostępnych papierów wartościowych. Zakładając, że ta niewielka liczba zostałaby dowiedziona⁵⁶ oraz że zostałoby wykazane, iż umożliwia ona wyciągnięcie z pewnością wniosku co do zakupu konkretnych obligacji skarbowych, ustalenia te prowadziłyby do oceny skuteczności gwarancji przewidzianych w decyzji 2015/774 na podstawie okoliczności faktycznych, które zaszły po dacie jej przyjęcia. Jak przypomniałem przy okazji badania dopuszczalności wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym, zgodność aktu z prawem winna być oceniana w świetle okoliczności faktycznych i prawnych istniejących *w dniu, w którym został on przyjęty*, i nie może w szczególności zależeć od retrospektywnych ocen dotyczących stopnia skuteczności tego aktu⁵⁷.

81. Jeśli skutków danego środka nie można przewidzieć dokładnie w chwili jego przyjęcia, ocena właściwego organu może zostać podważona wyłącznie wtedy, gdy wydaje się ona oczywiście błędna w świetle dowodów, którymi organ ów dysponował w chwili przyjęcia rozważanego uregulowania⁵⁸. W tym wypadku decyzja 2015/774 nie wydaje mi się rezultatem oceny „oczywiście błędnej”. Przeciwnie, nie jest sporne, że jak wskazano w preambule do decyzji 2015/774, została ona przyjęta „[w] sytuacji, w której podstawowe stopy procentowe EBC osiągnęły poziom swojego dolnego ograniczenia, a programy zakupów skupiające się na aktywach sektora prywatnego oceniane [były] jako dostarczające wymiernych, lecz niewystarczających impulsów do ograniczenia ryzyk dla stabilności cen”⁵⁹. W tych okolicznościach mogło się zasadnie wydawać, że „konieczne jest rozszerzenie instrumentarium polityki pieniężnej Eurosystemu o program zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych, jako instrumentu o wysokim potencjale transmisji do gospodarki realnej”⁶⁰. Gwarancje towarzyszące PSPP przekonują mnie co do tego, że w chwili przyjęcia decyzji 2015/774 EBC dokonał przemyślanej i wyważonej oceny.

82. Wprawdzie w pewnym stopniu dzielam tezę postawioną niedawno przez rzecznika generalnego M. Bobeka w opinii w sprawie *Confédération paysanne i in.* (C-528/16, EU:C:2018:20), zgodnie z którą wszelkie zmiany są nie bez znaczenia dla oceny ważności aktu prawnego Unii⁶¹. Istnieje zatem obowiązek aktualizowania przepisów, który „w skrajnych przypadkach braku reakcji technicznej lub społecznej” może prowadzić do stwierdzenia nieważności⁶².

83. Niemniej jednak przypadek taki nie zachodzi w niniejszej sprawie, ponieważ decyzja 2015/774 była przedmiotem różnych kolejnych zmian, które złagodziły być może zasady zakupu przewidziane pierwotnie, ale przyczyniły się także do utrzymania skuteczności gwarancji niezbędnych do jej ważności. Mam na myśli w szczególności wzrost limitu posiadania papierów wartościowych danej

54 Zobacz pkt 63 niniejszej opinii.

55 Zdaniem EBC będzie to oznaczało jedną ósmą wolumenu obligacji pozostających w obrocie w ramach PSPP.

56 Stwierdzenie to zostało formalnie zakwestionowane przez kilka państw członkowskich w odpowiedzi na pytania zadane przez Trybunał. Co więcej, Deutsche Bundesbank (niemiecki bank federalny) stwierdził w odpowiedziach udzielonych na piśmie na pytania zadane przez Trybunał, że jakkolwiek występowały wskazówki co do niewielkiej liczby niemieckich obligacji skarbowych na rynku w 2016 r., to jednak niemieckie obligacje skarbowe były zawsze dostępne w wystarczającej liczbie.

57 Zobacz podobnie wyrok z dnia 22 października 2002 r., *National Farmers' Union*, C-241/01, EU:C:2002:604, pkt 37 i przytoczone tam orzecznictwo.

58 Zobacz podobnie wyroki: z dnia 5 października 1994 r., *Crispoltoni i in.*, C-133/93, C-300/93 i C-362/93, EU:C:1994:364, pkt 43; z dnia 12 lipca 2001 r., *Jippes i in.*, C-189/01, EU:C:2001:420, pkt 84.

59 Motyw 4 decyzji 2015/774.

60 Motyw 4 decyzji 2015/774.

61 Zobacz pkt 131–142 omawianej opinii; zob. także moja opinia w sprawie *Coman i in.*, C-673/16, EU:C:2018:2, przypis 25.

62 Opinia rzecznika generalnego M. Bobeka w sprawie *Confédération paysanne i in.*, C-528/16, EU:C:2018:20, pkt 140.

emisji⁶³ lub włączenie obligacji władz lokalnych i regionalnych do wykazu kwalifikowanych aktywów⁶⁴. Środki te mogą teoretycznie uniemożliwić lub przynajmniej złagodzić spadek liczby dostępnych papierów wartościowych. Taki zresztą powód podano wyraźnie na poparcie drugiej przytoczonej zmiany. W istocie, zgodnie z protokołem z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 2 i 3 grudnia 2015 r., „[o]szacowano, że [włączenie obligacji władz lokalnych i regionalnych do wykazu kwalifikowanych aktywów] pomogłoby uniknąć wszelkiej presji, jaka mogłaby być wywierana na dostępność papierów wartościowych”⁶⁵.

b) W przedmiocie zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej

84. Na tym etapie mojej analizy jestem zdania, że zakup obligacji skarbowych na rynkach wtórnych dozwolony w PSPP nie ma skutku równoważnego ze skutkiem bezpośredniego nabycia tego rodzaju obligacji od organów i podmiotów publicznych państw członkowskich. Niemniej jednak, aby PSPP nie był sprzeczny z zakazem monetyzacji długu przewidzianym w art. 123 ust. 1 TFUE, towarzyszące mu gwarancje muszą również ograniczać jego wpływ na zachętę do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej.

85. Poza okolicznością, że wpływ programu takiego jak PSPP na zachętę do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej jest już ograniczony przez uprawnienie ESBC do odsprzedaży nabytych obligacji w każdym momencie⁶⁶ lub do podjęcia decyzji o przerwaniu programu, trzy cechy tego programu wydają mi się kluczowe.

86. Po pierwsze, art. 3 ust. 2 lit. a) decyzji 2015/774 wymaga, aby emitent lub gwarant rynkowych dłużnych papierów wartościowych w ramach PSPP otrzymał ocenę jakości kredytowej co najmniej na poziomie stopnia 3 jakości kredytowej w zharmonizowanej skali ratingowej Eurosystemu. W przeciwnym razie art. 3 ust. 2 lit. d) decyzji 2015/774 wyjaśnia, że rynkowe instrumenty dłużne są kwalifikowane, tylko jeżeli są emitowane lub w pełni gwarantowane przez rządy centralne państw członkowskich strefy euro objęte programem pomocy finansowej oraz jeśli Rada Prezesów EBC zawiesiła wobec nich stosowanie minimalnego wymogu jakości kredytowej zgodnie z art. 9 wytycznych EBC/2014/31 EBC z dnia 9 lipca 2014 r. w sprawie dodatkowych tymczasowych środków dotyczących operacji refinansujących Eurosystemu i kwalifikowania zabezpieczeń oraz zmieniających wytyczne EBC/2007/9⁶⁷.

87. Wymóg ten stanowi istotną gwarancję w odniesieniu do zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej. Jeżeli bowiem emitent obligacji skarbowych nie prowadzi już zrównoważonej polityki budżetowej, emitowane obligacje mogą utracić tę lokatę oceny jakości kredytowej. Taka utrata pociągnęłaby za sobą automatycznie ustanie zakupów tych obligacji⁶⁸.

88. Po drugie, zakupy są dzielone pomiędzy emitentów publicznych we wszystkich państwach członkowskich strefy euro według obiektywnego kryterium niezależnego od sytuacji gospodarczej lub ich polityk fiskalnych, a mianowicie klucza kapitałowego EBC. W konsekwencji PSPP nie może być interpretowany jako mechanizm mogący pomóc państwom w trudnej sytuacji finansowej. Całkowity limit dla emitenta nałożony w art. 5 ust. 2 decyzji 2015/774 dodatkowo wzmacnia tę gwarancję, uzależniając państwa członkowskie strefy euro w odniesieniu do większości emitowanych przez nie obligacji od popytu wśród inwestorów prywatnych.

63 Zobacz decyzja 2015/2101.

64 Zobacz decyzja 2015/2464.

65 Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 2 i 3 grudnia 2015 r., s. 18 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

66 Zobacz podobnie co do OMT wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 117.

67 Dz.U. 2014, L 240, s. 28.

68 Wyłączenie obligacji greckich z PSPP potwierdza skuteczność tej gwarancji (zob. decyzja 2016/1041).

89. Po trzecie, ograniczenie podziału ryzyka do zakupów dokonywanych przez sam EBC i do zakupów obligacji organizacji międzynarodowych, to jest do 20% PSPP, również przyczynia się do utrzymania zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej. Jak bowiem podnosi Deutsche Bundesbank (niemiecki bank federalny) w swoich uwagach na piśmie, w odniesieniu do 80% zakupów dokonanych w ramach PSPP to lokalni podatnicy lub inni wierzyciele długu publicznego będą musieli pokryć ewentualne straty i dokapitalizowanie danego banku centralnego. Jest to „kluczowy parametr” PSPP⁶⁹.

90. Prawdą jest, że ten podział ryzyka nie występuje wyraźnie w decyzji 2015/774. Niemniej jednak został on wyraźnie wymieniony we wstępnym oświadczeniu prezesa EBC z dnia 22 stycznia 2015 r. oraz w komunikatach prasowych EBC z dnia 22 stycznia 2015 r. i 10 marca 2016 r. Ponadto zdaniem EBC podział pomiędzy bankami centralnymi Eurosystemu strat, które mogą wynikać z nabycia obligacji organizacji międzynarodowych i wielostronnych banków rozwoju z siedzibą w strefie euro, znajduje odzwierciedlenie w niepublikowanej decyzji EBC z dnia 19 listopada 2015 r. dotyczącej podziału strat wynikających z operacji polityki pieniężnej (wersja poprawiona) (BCE/2015/NP29), wydanej na podstawie art. 32 ust. 4 akapit drugi statutu ESBC i EBC. Podział strat EBC mogących wynikać z nabywania obligacji państw członkowskich strefy euro nastąpi natomiast zgodnie z art. 33 ust. 2 statutu ESBC i EBC. Tym samym ewentualne straty zmniejszą roczną nadwyżkę, którą EBC może przekazać do banków centralnych Eurosystemu, lub doprowadzą do zanotowania straty.

91. Te różne właściwości wydają mi się wystarczające, aby uniknąć sytuacji, w której PSPP doprowadzi do pozbawienia państw członkowskich zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej. Można zresztą stwierdzić, że po podjęciu przez Radę w dniu 22 czerwca 2018 r. decyzji o zamknięciu procedury nadmiernego deficytu w stosunku do Francji⁷⁰ tylko jedno państwo członkowskie pozostaje objęte procedurą nadmiernego deficytu, podczas gdy w 2011 r. takich państw było dwadzieścia cztery⁷¹. Ta obiektywna sytuacja zdaje się wykazywać dążenie państw członkowskich strefy euro do zrównoważonej polityki budżetowej.

3. Wnioski w przedmiocie pytań pierwszego i drugiego

92. Z powyższego wynika, po pierwsze, że PSPP nie przyznaje operacjom ESBC skutku równoważnego do skutku bezpośredniego nabycia obligacji skarbowych od organów i podmiotów publicznych państw członkowskich, a po drugie, że nie może on pozbawić państw członkowskich zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej. W tych okolicznościach decyzja 2015/774 nie wydaje mi się sprzeczna z art. 123 ust. 1 TFUE.

D. W przedmiocie pytań trzeciego i czwartego

93. Pytania trzecie i czwarte dotyczą zasadniczo powiązania PSPP i polityki pieniężnej – która wyznacza mandat EBC – i badania proporcjonalności, jakiemu należy poddać decyzję 2015/774 dla skontrolowania jej zgodności z art. 119 TFUE i art. 127 ust. 1 i 2 TFUE (a także z art. 17–24 protokołu w sprawie ESBC i EBC). Sąd odsyłający zastanawia się nad tym, czy PSPP może być nadal uważany za objęty mandatem EBC, zważywszy na jego wielkość, okres jego stosowania i wynikające z niego konsekwencje.

⁶⁹ Zobacz podobnie oświadczenie M. Coeuré (protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 9 i 10 marca 2016 r., s. 8 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France).

⁷⁰ Zgodnie z zaleceniem Komisji z dnia 23 maja 2018 r. co do uchylenia decyzji 2009/414/WE w sprawie istnienia nadmiernego deficytu we Francji (zob. decyzja Komisji COM(2018) 433 final).

⁷¹ Chodzi o Hiszpanię.

94. Zgodnie z określoną w art. 5 ust. 2 TUE zasadą powierzenia kompetencji ESBC powinien działać w granicach uprawnień, które zostały mu powierzone przez prawo pierwotne. Nie może wobec tego skutecznie przyjmować oraz realizować programu, który wykracza poza zakres przypisany przez prawo pierwotne do polityki pieniężnej. Ponadto w celu zapewnienia poszanowania tej zasady akty ESBC podlegają, na przewidzianych przez traktaty warunkach, kontroli sądowej Trybunału⁷².

95. Kryteria niezbędne do udzielenia odpowiedzi na te pytania zostały wyznaczone w wyrokach z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), oraz z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400).

1. Ramy analizy wyznaczone w wyrokach z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), i z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400)

a) W przedmiocie definicji polityki pieniężnej

96. Jakkolwiek traktat FUE nie zawiera szczegółowej definicji polityki pieniężnej, to jednak Trybunał stwierdził, że określa on jej cele oraz że możliwe byłoby zidentyfikowanie środków, którymi ESBC dysponuje w celu realizacji tej polityki⁷³.

97. W tym względzie, choć wyroki z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), i z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), wykazują pewną ewolucję w tonie wypowiedzi, nie wydaje mi się to jednak istotne. W pierwszym wyroku Trybunał orzekł, że traktat FUE odnosi się w postanowieniach dotyczących polityki pieniężnej „raczej do jej celów niż instrumentów”⁷⁴. Hierarchia ta znika w drugim wyroku, ponieważ Trybunał orzekł wówczas, że traktat FUE „[o]kreśla [jednocześnie] cele polityki pieniężnej i środki, którymi ESBC dysponuje w celu realizacji tej polityki”⁷⁵. Jednakże pomimo tej różnicy leksykalnej, jeżeli chodzi o ustalenie, czy dany środek wchodzi w zakres polityki pieniężnej, należy z pewnością odnieść się do zamierzonych celów i zastosowanych środków⁷⁶.

98. Ważne jest również, aby przypomnieć, że środka z zakresu polityki pieniężnej nie można utożsamiać ze środkiem z zakresu polityki gospodarczej tylko z tej przyczyny, że może on mieć pośredni wpływ na stabilność strefy euro⁷⁷. Ewentualny pośredni wpływ nie może bowiem powodować, że program EBC należy siłą rzeczy uznać za środek polityki gospodarczej, ponieważ z samego traktatu, a w szczególności z art. 119 ust. 2, art. 127 ust. 1 i art. 282 ust. 2 TFUE, wynika, że bez uszczerbku dla celu polegającego na utrzymaniu stabilności cen ESBC wspiera ogólną politykę gospodarczą w Unii⁷⁸.

72 Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 41.

73 Zobacz podobnie wyroki: z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, pkt 53; z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 42.

74 Wyróżnienie moje.

75 Wyróżnienie moje.

76 Zobacz podobnie wyroki: z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, pkt 55; z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 46.

77 Zobacz podobnie wyroki: z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, pkt 56; z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 52.

78 Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 59.

b) W przedmiocie zasady proporcjonalności i zakresu kontroli sądowej w tym względzie

99. Jakkolwiek wydaje się, że program EBC wchodzi w zakres polityki pieniężnej, to jednak z art. 119 ust. 2 oraz art. 127 ust. 1 TFUE w związku z art. 5 ust. 4 TUE wynika, iż program skupu obligacji taki jak PSPP może zostać skutecznie przyjęty i być realizowany jedynie wtedy, gdy środki, które wykorzystuje, są proporcjonalne do celów tej polityki⁷⁹. W praktyce oznacza to, że PSPP, jak każdy akt instytucji Unii, musi nadawać się do realizacji uzasadnionych celów, którym służy, i nie wykraczać poza to, co jest niezbędne do ich osiągnięcia.

100. Niemniej jednak, jeśli chodzi o kontrolę sądową poszanowania tych przesłanek, to samo zastrzeżenie, jakie Trybunał poczynił w odniesieniu do OMT w pkt 68 wyroku z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), dotyczy PSPP. Kiedy bowiem ESBC opracowuje i realizuje program dotyczący operacji otwartego rynku taki jak PSPP, podejmuje on decyzje o charakterze technicznym oraz sporządza prognozy i dokonuje złożonych ocen. W tym zakresie należy przyznać mu szeroki zakres uznania.

101. Jednakże Trybunał wyjaśnił, że w przypadkach gdy instytucji Unii przysługuje szeroki zakres uznania, podstawowego znaczenia nabiera kontrola przestrzegania pewnych gwarancji proceduralnych oraz że do gwarancji tych zalicza się „ciążący na ESBC obowiązek zbadania w sposób staranny i bezstronny wszystkich istotnych okoliczności danej sprawy oraz uzasadnienie w wystarczający sposób swojej decyzji”⁸⁰.

2. W przedmiocie stosowania zasad PSPP

a) W przedmiocie poszanowania mandatu EBC

1) W przedmiocie celów i instrumentów stosowanych w ramach PSPP

102. Zgodnie z art. 119 ust. 2 i art. 127 ust. 1 TFUE głównym celem ESBC jest utrzymanie stabilności cen. Celem PSPP – a bardziej ogólnie APP, którego jest on jednym z czterech podprogramów – jest przyczynienie się do tej stabilności cen poprzez zapobieganie spadkowi inflacji notowanemu od 2013 r. i znacznie pogłębianemu w 2014 r.

103. Cel ten został wyraźnie wymieniony w motywie 4 decyzji 2015/774. EBC stwierdza w nim, że „PSPP [...] prowadzi do dalszego rozluźnienia warunków monetarnych i finansowych, w tym mających znaczenie dla warunków kredytowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, wspierając w ten sposób konsumpcję oraz wydatki inwestycyjne w strefie euro i przyczyniając się przez to do powrotu stóp inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”, i to „[w] sytuacji, w której podstawowe stopy procentowe EBC osiągnęły poziom swojego dolnego ograniczenia”. Przyświecał on również każdemu dostosowaniu PSPP⁸¹.

⁷⁹ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 66.

⁸⁰ Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 69.

⁸¹ W związku z tym EBC wyjaśnia w motywie 2 decyzji 2015/2464, że „[w] dniu 3 grudnia 2015 r., wykonując swoje zadanie utrzymywania stabilności cen, Rada Prezesów podjęła decyzję o przeglądzie niektórych założeń programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych, by zapewnić stałe dostosowanie się ścieżki inflacji do poziomu minimalnie poniżej 2% w średnim okresie”. Zobacz również motyw 2 decyzji 2016/702 oraz motywy 3 i 4 decyzji 2017/100. Zgodnie z decyzją Rady Prezesów EBC wydaną w 1998 r. stabilność cen została zdefiniowana jako roczny wzrost zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych wynoszący poniżej 2%. Utrzymując tę definicję, Rada Prezesów podjęła w dniu 8 maja 2003 r. decyzję, że dążąc do stabilności cen, będzie starała się utrzymywać stopę inflacji na poziomie bliskim 2% w średnim okresie. EBC zamierzał przy tym zapewnić odpowiedni margines bezpieczeństwa celem ochrony przed ryzykiem deflacji (zob. komunikat prasowy EBC z dnia 8 maja 2003 r. w sprawie strategii polityki pieniężnej EBC).

104. W swoim oświadczeniu wprowadzającym z dnia 22 stycznia 2015 r. prezes EBC potwierdził zresztą, że zakupy dokonywane w ramach APP będą prowadzone do momentu, gdy Rada Prezesów EBC odnotuje „trwałe dostosowania ścieżki inflacji zgodne z celem stóp niższych, ale zbliżonych do 2% w średnim okresie”. Jako że realizacja tego celu jest w trakcie, EBC przewidział zresztą na posiedzeniu Rady Prezesów w dnia 14 czerwca 2018 r., że tempo miesięcznych zakupów netto aktywów w ramach APP zostanie co do zasady ograniczone do 15 mld EUR od października 2018 r. do końca grudnia 2018 r., kiedy to zakupy netto zostaną zakończone⁸².

105. Związek PSPP ze stabilnością cen, a w konsekwencji z mandatem EBC w zakresie polityki pieniężnej, wydaje się zatem niepodważalny, podobnie jak konieczność reagowania na ryzyko deflacji obiektywnie stwierdzone podczas przyjmowania PSPP⁸³. Ponadto, jak podkreślają w szczególności rządy włoski i fiński w swych uwagach na piśmie, cel polityki pieniężnej tego programu znajduje potwierdzenie w braku selektywności PSPP⁸⁴.

106. Wśród stosowanych środków są również instrumenty polityki pieniężnej, ponieważ chodzi o umożliwienie, zgodnie z art. 3 decyzji 2015/774, zakupu papierów dłużnych sektora publicznego na rynkach wtórnych. Jak stwierdził Trybunał w pkt 54 wyroku z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), „ze znajdującego się w rozdziale IV protokołu w sprawie ESBC i EBC art. 18 ust. 1 tego protokołu wyraźnie wynika, że aby osiągnąć cele ESBC i wykonać swe zadania, które wynikają z prawa pierwotnego, EBC i krajowe banki centralne mogą zasadniczo dokonywać operacji na rynkach finansowych w formie kupna i sprzedaży bezwarunkowej papierów zbywalnych wyrażonych w euro”.

107. Sąd odsyłający sam uważa, że cel PSPP oraz stosowane środki stanowią co do zasady zgodną z prawem konkretyzację zadania EBC polegającego na zapewnieniu stabilności cen. Skoro bowiem stopa inflacji jest uzależniona w sposób decydujący od konsumpcji prywatnych gospodarstw i gospodarki realnej, zwiększenie płynności, jaką dysponują banki komercyjne i ich klienci – co ma na celu PSPP – może być uważane za cel pośredni na drodze prowadzącej do pobudzenia wzrostu cen⁸⁵.

2) W przedmiocie skutków pośrednich PSPP

108. Wysoki poziom zakupów dozwolony decyzją 2015/774 i czas trwania PSPP budzą jednak wątpliwości Bundesverfassungsgericht (federalnego trybunału konstytucyjnego), który zastanawia się zatem nad wpływem, jaki mogą mieć *skutki* PSPP z punktu widzenia polityki gospodarczej na ważność decyzji 2015/774.

109. W pierwszej kolejności wielkość PSPP doprowadziła siłą rzeczy do zmiany kierunku polityki gospodarczej. Okoliczność, że banki mogą, ze względu na PSPP, sprzedawać ESBC ogromną liczbę ryzykownych papierów wartościowych, których nie mogłyby się one pozbyć bez PSPP (lub wyłącznie ze stratą), odzwierciedla cel polityki gospodarczej, ponieważ PSPP znacznie poprawia sytuację gospodarczą banków i zwiększa ich wypłacalność. W drugiej kolejności PSPP poprawia warunki refinansowania

⁸² Zobacz komunikat prasowy EBC z dnia 14 czerwca 2018 r. w sprawie decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

⁸³ Zobacz podobnie C. Antonin, Ch. Blot, S. Le Bayon, H. Pélérax, Ch. Riffart i in. Banques centrales dernier rempart contre la déflation: Perspectives économique 2014–2015 pour l'économie mondiale, *Revue de l'OFCE – Analyse et prévision*, 2014, s. 11–51.

⁸⁴ W przedmiocie związku między polityką pieniężną i jednolitością stosowania PSPP we wszystkich państwach członkowskich strefy euro zob. D. Adamski, Economic constitution of the euro area after the *Gauweiler* preliminary ruling, *Common Market Law Review*, vol. 52, 2015, s. 1451–1490, w szczególności s. 1488, przypis 122. W ramach sprawy, w której zapadł wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), Trybunał uznał, że sam fakt, iż OMT ogranicza się w szczególności do obligacji skarbowych niektórych państw członkowskich, nie oznacza sam w sobie, iż instrumenty, które ESBC wykorzystuje, nie są objęte zakresem polityki pieniężnej (pkt 55). Jest tak tym bardziej, gdy taka selektywność nie występuje.

⁸⁵ Punkt 117 wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym.

państw członkowskich, które mogą pożyczać na rynkach kapitałowych na znacznie korzystniejszych warunkach, niż miałyby to miejsce w braku PSPP. Biorąc pod uwagę szczególnie duży wolumen PSPP, mogłoby to prowadzić do uznania tego programu, w aspekcie jakościowym, za objęty zasadniczo polityką gospodarczą.

i) Teoretyczne rozważania w przedmiocie powiązań między polityką pieniężną a polityką gospodarczą i zakresu kontroli sądowej

110. Realizacja PSPP nieuchronnie wywołuje skutki dla polityki gospodarczej prowadzonej przez państwa członkowskie, i to tym bardziej, że zgodnie z art. 119 ust. 2 TFUE, art. 127 ust. 1 TFUE i art. 282 ust. 2 TFUE, dodatkowym celem EBC jest wspieranie polityk gospodarczych Unii⁸⁶. Dlatego też, jak orzekł Trybunał w wyroku z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 59), skutki pośrednie nie mogą oznaczać, że program EBC, który realizuje cel polityki pieniężnej i wykorzystuje do tego instrumenty właściwe dla tej polityki, uznaje się za środek polityki gospodarczej.

111. Trudność polega zatem na wyznaczeniu „skutków pośrednich” środka polityki pieniężnej. Zdaniem Bundesverfassungsgericht (federalnego trybunału konstytucyjnego) pojęcie to może odnosić się nie do pewnej i przewidywalnej konsekwencji zaskarżonego środka, lecz jedynie do skutków związanych z jego innymi etapami pośrednimi. Nie zgadzam się z taką interpretacją.

112. Na wstępie pragnę zauważyć, że jakkolwiek Trybunał nie zdefiniował pojęcia „skutków pośrednich” w sprawie, w której zapadł wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in. (C-62/14, EU:C:2015:400), to jednak skutek rozpatrywany w tej sprawie nie był powiązany z etapem „pośrednim” OMT, lecz przeciwnie, z niezbędnym warunkiem jego zastosowania – mianowicie z uzależnieniem realizacji programu od całkowitej zgodności z programami dostosowania makroekonomicznego EFSF lub ESM. Trybunał uznał, że w obliczu tego warunku nie było wykluczone, iż OMT może wzmacniać „w sposób incydentalny” zachętę do poszanowania programów dostosowania i wspierać w ten sposób w pewnym stopniu realizację celów polityki gospodarczej, do których one zmierzają. Niemniej jednak skutki te, więcej niż prawdopodobne i pozostające w bezpośrednim związku z przedmiotowym programem, zostały uznane za pośrednie⁸⁷.

113. Następnie, bez wypaczenia znaczenia przymiotnika użytego przez Trybunał, pojęcie „pośredniego wpływu” nie może zostać uznane za wpływ jedynie „ograniczony”, „dodatkowy” lub „marginalny”. Taka interpretacja byłaby ponadto sprzeczna z brzmieniem traktatu FUE. Traktat łączy bowiem cel stabilności cen ze wspieraniem ogólnej polityki gospodarczej w Unii, nie ograniczając zakresu takiego wsparcia. Przeciwnie, art. 127 ust. 1 TFUE zobowiązuje ESBC do takiego działania, ponieważ, sformułowany w czasie teraźniejszym, stanowi on, że „ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze w Unii, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii ustanowionych w artykule 3 Traktatu o Unii Europejskiej”. Jedynym ograniczeniem jest to, że wsparcie ma nastąpić bez uszczerbku dla celu polityki pieniężnej.

114. Wreszcie, uważam, że Trybunał powinien powstrzymać się od przeprowadzenia kontroli celowości, ponieważ „należy przyznać ESBC szeroki zakres uznania [...] podczas opracowywania i realizacji programu dotyczącego operacji otwartego rynku”⁸⁸, ze względu na konieczność podejmowania decyzji o charakterze technicznym oraz sporządzania prognoz i dokonywania złożonych ocen.

⁸⁶ Zobacz podobnie F. Martucci, 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, s. 493–534, w szczególności s. 513, 514. Autor mówi o „porowatości” między z jednej strony dziedziną kompetencji w zakresie polityki pieniężnej a z drugiej strony dziedziną polityki gospodarczej.

⁸⁷ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 56–59.

⁸⁸ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 68 (wyróżnienie moje).

115. W tych okolicznościach uważam, że skoro ustalono, iż cele rozpatrywanego programu oraz instrumenty wybrane do jego wykonania objęte są zakresem polityki pieniężnej, konieczne jest i wystarczające, aby organ sądowy stwierdził istnienie teoretycznie wystarczających gwarancji dla zapobieżenia temu, że omawiany program realizuje w rzeczywistości w przeważającej mierze cel polityki gospodarczej lub niesie ze sobą uszczerbek dla celu stabilności cen.

116. Wydaje mi się zgodne z pozycją sądu to, że jeśli uznaje się, iż autor przepisu dysponuje szerokim zakresem uznania ze względu na niezwykle złożone okoliczności faktyczne o charakterze gospodarczym, naukowym i technicznym, winien on ograniczyć się do zbadania, czy wykonanie tego uprawnienia nie jest dotknięte oczywistym błędem w ocenie, nie stanowi nadużycia władzy lub też czy prawodawca w sposób oczywisty nie przekroczył granic przysługującego mu uznania⁸⁹. „W tym kontekście sąd Unii nie może zastępować swą oceną okoliczności faktycznych o charakterze [gospodarczym,] naukowym i technicznym oceny [instytucji], które[j] traktat powierzył to zadanie”⁹⁰.

117. Taka kontrola może wydawać się ograniczona lub formalna. Nie można jednak zarzucić Trybunałowi – lub innemu sądowi – takiego postępowania, skoro bardziej pogłębiona analiza byłaby już nie analizą prawną, lecz, w niniejszej sprawie, gospodarczą, co nie wchodzi w zakres kompetencji technicznej sądu⁹¹. Kwestia ekspertyzy musi z konieczności być brana pod uwagę w rozważaniach na temat podziału władzy i rozwiązywania konfliktów o charakterze konstytucyjnym⁹². Podobnie jak organy EBC, sądy przeprowadzające kontrolę ważności decyzji tej instytucji również nie są wybierane. Jedni i drudzy czerpią swoją legitymację nie tylko ze swojej niezależności – co nie oznacza bezkarności – ale także ze specjalistycznej wiedzy, która pozwala na wyznaczenie granic ich zadań.

ii) W przedmiocie gwarancji PSPP, które ograniczają jego wpływ na politykę gospodarczą

118. Pierwszym skutkiem PSPP podniesionym przez sąd odsyłający ze względu na cel polityki gospodarczej jest poprawa sytuacji gospodarczej banków i zwiększenie ich wypłacalności z powodu sprzedaży do ESBC dużej liczby papierów wartościowych obarczonych ryzykiem, których banki te nie byłyby w stanie się pozbyć bez PSPP (bez poniesienia straty).

119. W tym względzie wymóg jakości kredytowej nałożony w art. 3 ust. 2 lit. a) decyzji 2015/774 nie tylko stanowi gwarancję, która przyczynia się do poszanowania zachęty do prowadzenia zrównoważonej polityki budżetowej, ale wykazuje również, że celem PSPP nie jest umożliwienie bankom komercyjnym pozbycia się obarczonych ryzykiem papierów wartościowych, które posiadają.

⁸⁹ Zobacz podobnie, w odniesieniu do kontroli działalności prawodawcy Unii w dziedzinie gospodarczej, wyrok z dnia 11 stycznia 2017 r., Hiszpania/Rada, C-128/15, EU:C:2017:3, pkt 46; lub, w dziedzinie naukowej, wyrok z dnia 21 czerwca 2018 r., Polska/Parlament i Rada, C-5/16, EU:C:2018:483, pkt 150.

⁹⁰ Wyrok z dnia 21 czerwca 2018 r., Polska/Parlament i Rada, C-5/16, EU:C:2018:483, pkt 150. Zobacz także podobnie wyroki: z dnia 22 listopada 2001 r., Niderlandy/Rada, C-301/97, EU:C:2001:621, pkt 135; z dnia 8 lipca 2010 r., Afton Chemical, C-343/09, EU:C:2010:419, pkt 28.

⁹¹ Zobacz podobnie F. Martucci, 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, s. 493–534, w szczególności s. 509; C.D. Classen, Funktionsadäquate checks and balances statt richterliche Vollkontrolle unter demokratischem Vorwand, *Europarecht*, 2015, vol. 4, s. 477–486; Ch. Herrmann, C. Dornacher, Grünes Licht vom EuGH für EZB-Staatsanleihenkäufe – ein Lob der Sachlichkeit!, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2015, s. 579–583; a także A. Hinarejos, *Gauweiler* and the Outright Monetary Transactions Programme: The Mandate of the European Central Bank and the Changing Nature of Economic and Monetary Union, *European Constitutional Law Review*, vol. 11, 2015, s. 563–576, w szczególności s. 575. Niektórzy z tych autorów opierają się również na koniecznej niezależności EBC dla uzasadnienia ograniczonego charakteru kontroli, której Trybunał powinien dokonać.

⁹² Zobacz w związku z tym D. Halberstam, Constitutional Heterarchy: The Centrality of Conflict in the European Union and the United States, w: J. Dunoff, J. Trachtman (red.), *Ruling the World? Constitutional, International Law and Global Government*, Cambridge University Press, 2009, s. 326–355. Zobacz także, w odniesieniu do zastosowania teorii D. Halberstama do decyzji podjętych przez Unię Europejską dla zwalczania kryzysu finansowego, F. Fabbrini, The Euro-Crisis and the Courts: Judicial Review and the Political Process in Comparative Perspective, *Berkeley Journal of International Law*, vol. 32:1, 2014, s. 64–123, w szczególności s. 116 i nast.

120. Drugim skutkiem pośrednim podniesionym przez sąd odsyłający jest poprawa warunków refinansowania państw członkowskich, które mogą pożyczać na rynkach kapitałowych na znacznie korzystniejszych warunkach, niż miałyby to miejsce w braku PSPP. Biorąc pod uwagę szczególnie duży wolumen PSPP, mogłoby to prowadzić do uznania tego programu w aspekcie jakościowym za objęty przede wszystkim polityką gospodarczą.

121. Jak słusznie stwierdził Trybunał, prowadzenie polityki pieniężnej oznacza stałe oddziaływanie na stopy procentowe i warunki refinansowania banków, co nieuchronnie wywołuje skutki w zakresie warunków finansowania deficytu publicznego państw członkowskich⁹³. Działania EBC nie mogą jednak być zrównane z przyznaniem pomocy finansowej państwu członkowskiemu, ponieważ taki środek z pewnością nie należy do zakresu polityki pieniężnej⁹⁴.

122. W tym kontekście pewne gwarancje, które legitymizują PSPP z punktu widzenia art. 123 TFUE, pozwalają również na zapewnienie, że nie dąży on przede wszystkim do celu polityki gospodarczej. Poza uzależnieniem zakupu obligacji skarbowych od jakości kredytowej⁹⁵ istotne wydają mi się trzy gwarancje. Po pierwsze, zakupy obligacji skarbowych w ramach PSPP są uzupełniające w stosunku do działań zatwierdzonych w pozostałych trzech programach APP, z których wszystkie dotyczą zakupu obligacji prywatnych⁹⁶. Po drugie, zakupy dozwolone w ramach PSPP są rozdzielane pomiędzy wszystkie państwa członkowskie należące do strefy euro na podstawie klucza podziału, określonego i obiektywnego, niezależnie od indywidualnej sytuacji gospodarczej omawianych państw. Po trzecie, podział ryzyka ograniczony jest do 20% zakupów dokonanych w ramach PSPP. Cechy te, które warunkują i wyznaczają ramy realizacji PSPP, uniemożliwiają zrównanie tego programu z przyznawaniem pomocy finansowej państwu członkowskiemu.

123. W świetle powyższych rozważań nie wydaje mi się zatem, że EBC dopuścił się oczywistego błędu w ocenie przy ustalaniu celu programu ani przy wyborze instrumentów jego realizacji. Nie popełnił także nadużycia władzy⁹⁷ ani nie przekroczył w sposób oczywisty granic przysługującego mu swobodnego uznania. Zważywszy na powyższe, skoro PSPP realizuje cel polityki pieniężnej za pomocą instrumentów wchodzących w zakres tej polityki, konieczne jest jeszcze, aby objęte nim środki były proporcjonalne do ogłoszonego celu.

b) W przedmiocie proporcjonalności PSPP

124. Z art. 119 ust. 2 oraz art. 127 ust. 1 TFUE w związku z art. 5 ust. 4 TUE wynika, że wchodzący w zakres polityki pieniężnej program skupu obligacji może zostać skutecznie przyjęty i być realizowany jedynie wtedy, gdy środki, które wykorzystuje, są proporcjonalne do celów tej polityki⁹⁸.

⁹³ Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 110.

⁹⁴ Zobacz podobnie wyrok z dnia 27 listopada 2012 r., Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, pkt 57.

⁹⁵ W przedmiocie tego warunku zob. pkt 86 i 87 niniejszej opinii.

⁹⁶ Artykuł 2 ust. 2 wytycznych PSPP.

⁹⁷ Dla przypomnienia, akt jest dotknięty wadą nadużycia władzy, „gdy z obiektywnych, istotnych i spójnych przesłanek wynika, że został on przyjęty wyłącznie lub w znacznej mierze w celu innym niż wskazany albo w celu obejścia szczególnej procedury przewidzianej w traktacie dla okoliczności danej sprawy” (wyrok z dnia 22 listopada 2001 r., Niderlandy/Rada, C-301/97, EU:C:2001:621, pkt 153).

⁹⁸ Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 66.

125. Jak już wspomniałem kilkakrotnie w niniejszej opinii, ESBC dysponował jednak szerokim zakresem uznania, ponieważ musiał on podejmować decyzje o charakterze technicznym oraz sporządzać prognozy i dokonywać złożonych ocen podczas opracowywania i realizacji programu dotyczącego operacji otwartego rynku takiego jak PSPP⁹⁹. W tym kontekście „podstawowego znaczenia nabiera kontrola przestrzegania pewnych gwarancji proceduralnych. Do gwarancji tych zalicza się ciążący na ESBC obowiązek zbadania w sposób staranny i bezstronny wszystkich istotnych okoliczności danej sprawy oraz uzasadnienie w wystarczający sposób swojej decyzji”¹⁰⁰.

1) W przedmiocie zdolności PSPP do osiągnięcia celów ESBC i jego niezbędności

126. Zgodnie z motywem 4 decyzji 2015/774 PSPP jest proporcjonalnym środkiem ograniczającym ryzyko pogorszenia się perspektyw inflacyjnych, „gdyż prowadzi do dalszego rozluźnienia warunków monetarnych i finansowych, w tym mających znaczenie dla warunków kredytowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, wspierając w ten sposób konsumpcję oraz wydatki inwestycyjne w strefie euro i przyczyniając się przez to do powrotu stóp inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”. Również zgodnie z tym motywem środek ten jest uzasadniony, ponieważ „[w] sytuacji, w której podstawowe stopy procentowe EBC osiągnęły poziom swojego dolnego ograniczenia, a programy zakupów skupiające się na aktywach sektora prywatnego oceniane są jako dostarczające wymiernych, lecz niewystarczających impulsów do ograniczenia ryzyk dla stabilności cen, konieczne jest rozszerzenie instrumentarium polityki pieniężnej Eurosystemu o program zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych, jako instrumentu o wysokim potencjale transmisji do gospodarki realnej. Poprzez wpływ na realokację portfela aktywów, znaczący wolumen zakupów dokonanych w ramach programu PSPP przyczyni się do osiągnięcia zasadniczego celu polityki pieniężnej, jakim jest skłonienie instytucji pośrednictwa finansowego do zwiększenia płynności dostarczanej na rynek międzybankowy oraz podaży kredytu dla gospodarki strefy euro”.

127. Ryzyko deflacji w chwili przyjęcia decyzji 2014/775 jest niekwestionowane¹⁰¹. Kontekst deflacji, w który wpisuje się PSPP, opisany został zresztą w motywie 3 decyzji 2015/774. Zgodnie bowiem z tym motywem EBC stwierdza, że decyzję przyjęto „z uwagi na szereg czynników, które znacząco zwiększyły ryzyko pogorszenia się perspektyw inflacyjnych w średnim okresie, uniemożliwiając realizację podstawowego celu ECB, którym jest zapewnienie stabilności cen. Do czynników tych zaliczyć należy: mniejszy od oczekiwanego impuls monetarny pochodzący z zastosowanych instrumentów polityki pieniężnej, trend spadkowy większości wskaźników obecnej i oczekiwanej inflacji w strefie euro – zarówno w zakresie wskaźników podstawowych, jak i wskaźników z wyłączeniem wpływu komponentów zmiennych, takich jak energia i żywność – w kierunku najniższych historycznie wartości oraz zwiększony potencjał wystąpienia wtórnych efektów znaczących spadków cen ropy na płace i stabilność cen”.

128. Jak przyznaje sąd odsyłający, stopa inflacji w znacznym stopniu zależy od konsumpcji gospodarstw domowych i gospodarki realnej. W tym względzie wzrost płynności, jaką dysponują banki komercyjne i ich klienci, można uznać za właściwy cel pośredni na drodze prowadzącej do wpływania na wzrost cen¹⁰².

99 Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 68.

100 Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 69.

101 Zobacz w szczególności C. Antonin, Ch. Blot, S. Le Bayon, H. Péleraux, Ch. Riffart i in., *Banques centrales dernier rempart contre la déflation: Perspectives économique 2014–2015 pour l'économie mondiale*, *Revue de l'OFCE – Analyse et prévision*, 2014, s. 11–51.

102 Punkt 117 wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym.

129. Doktryna ekonomiczna podnoszona przez EBC potwierdza, że program luzowania ilościowego jest odpowiedni do osiągnięcia celu stabilności cen z powodu jego znacznego i trwałego wpływu na gospodarkę. Znaczny skup papierów wartościowych, w tym obligacji sektora publicznego, powoduje rozluźnienie warunków monetarnych i finansowych, pozwalające przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym na uzyskanie finansowania po korzystniejszych cenach. Skutkuje to zasadniczo stymulacją inwestycji i konsumpcji, co przyczynia się do powrotu stóp inflacji do poziomu niższego niż 2%, ale zbliżonego do tej wartości.

130. Jak wyjaśnia w przekonujący sposób EBC w swoich uwagach na piśmie, decyzja 2015/774 może osiągnąć swój cel poprzez uruchomienie trzech różnych kanałów wpływu: kanału sygnalizacyjnego, kanału czasu trwania i kanału redystrybucji portfela. Na wstępie PSPP sygnalizuje zamiar przeciwdziałania przez EBC tendencjom deflacyjnym i wzmacnia w ten sposób wiarygodność informacji w sprawie przyszłej ewolucji podstawowych stóp procentowych. Następnie PSPP powoduje zmniejszenie premii za ryzyko związanych z terminem zapadalności, wymaganych przez uczestników rynku, które są związane z podejmowaniem ryzyka stóp procentowych. Wreszcie, spadek dochodów z obligacji sektora publicznego spowodowany spadkiem podaży zachęca inwestorów prywatnych do redystrybucji ich portfeli w innych segmentach rynku, w szczególności poprzez nabycie obligacji przedsiębiorstw lub, w przypadku banków, poprzez zwiększenie udzielania kredytów gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom prywatnym.

131. Co więcej, PSPP był niezbędny, ponieważ EBC wyczerpał już inne równie skuteczne środki polityki pieniężnej. Jedyną kategorią papierów wartościowych, która była w stanie zapewnić wolumen zakupu konieczny do wyeliminowania różnic w poziomie inflacji, ze względu na jego istniejący wolumen rynkowy, były obligacje sektora publicznego.

132. Te cechy środka luzowania ilościowego oraz kontekst, w jaki wpisuje się decyzja 2015/774, zostały wyjaśnione przez prezesa EBC w jego wstępnym oświadczeniu z dnia 22 stycznia 2015 r., a następnie bardziej szczegółowo w protokole z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., podczas którego podjęto decyzję w sprawie PSPP. O ile na EBC spoczywa istotny obowiązek uzasadnienia, o tyle jego przestrzeganie powinno być oceniane pod kątem nie tylko brzmienia danego aktu, ale także jego kontekstu, jak również całości przepisów prawa regulujących daną dziedzinę¹⁰³. Oświadczenia wstępne prezesa EBC oraz protokoły posiedzeń Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej stanowią niewątpliwie część dokumentów składających się na opis takiego „kontekstu”.

133. Wstępne oświadczenie prezesa EBC stanowi pierwszy element użytecznego uzasadnienia. Wyjaśnił on w nim bowiem jasnym i przystępnym językiem, że „[d]zisiejsza decyzja o skupie dodatkowych aktywów ma na celu przeciwdziałanie dwóm niekorzystnym procesom. Po pierwsze, dynamika inflacji nadal jest niższa, niż oczekiwano. Głównym czynnikiem wpływającym na obecny poziom inflacji ogółem pozostaje gwałtowny spadek cen ropy w ostatnich miesiącach, zwiększyło się jednak prawdopodobieństwo występowania efektów drugiej rundy w zakresie procesów płacowo-cenowych, co może niekorzystnie odbić się na sytuacji cenowej w średnim okresie. Ocena ta opiera się na dalszym spadku rynkowych miar oczekiwań inflacyjnych dla wszystkich horyzontów oraz spadku lub zbliżeniu się większości wskaźników faktycznej lub oczekiwanej inflacji do rekordowo niskich wartości. Jednocześnie w strefie euro nadal występuje wysoki poziom niewykorzystanych mocy produkcyjnych, zaś wzrost podaży pieniądza i akcji kredytowej wciąż jest niewielki. Po drugie, środki polityki pieniężnej uchwalone między czerwcem a wrześniem ubiegłego roku spowodowały wprawdzie wyraźną poprawę cen na rynkach finansowych, ale już nie wpłynęły w takim stopniu na wyniki ilościowe.

¹⁰³ Zobacz podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 70.

W związku z tym stopień łagodzenia polityki pieniężnej okazał się niewystarczający, by odpowiednio przeciwdziałać zwiększonemu ryzyku zbyt długiego utrzymywania się niskiej inflacji. Jako że podstawowe stopy procentowe EBC doszły już do dolnej granicy, konieczne okazało się dziś zastosowanie kolejnych instrumentów bilansowych, by móc osiągnąć cel w zakresie stabilności cen”.

134. Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r. jest jeszcze bardziej kompletny. I tak, w szczególności, perspektywy inflacyjne w strefie euro zostały w nim określone jako „złe”, ponieważ roczny wzrost zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP) wyniósł 0,2% w grudniu 2014 r., „głównie ze względu na spadek rocznej stopy zmiany komponentu energetycznego, ale również składnika produktów spożywczych”¹⁰⁴. W tytule „Refleksje i możliwe warianty polityki pieniężnej” w pkt 1, „Analiza sytuacji finansowej, gospodarczej i monetarnej oraz możliwych wariantów”, zostało wyraźnie postawione pytanie o to, czy „zastosowane już bodźce monetarne będą w dalszym ciągu stosowne do osiągnięcia stopy inflacji niższej, ale zbliżonej do 2% w średnim okresie lub czy rozszerzony program zakupu aktywów stał się niezbędny do wypełnienia zadania utrzymania przez EBC stabilności cen”, podczas gdy „ryzyko makroekonomiczne związane z przedłużającym się okresem zbyt niskiej inflacji jeszcze się nasiliło, a ryzyko efektów drugiej rundy wzrosło”¹⁰⁵. Stwierdzono również, że element „ilościowy” środków podjętych wcześniej przez Radę Prezesów nie spełnił pierwotnych oczekiwań.

135. W tym właśnie kontekście P. Praet, członek zarządu EBC, zasugerował, że wyobrażalne były dwie opcje polityki pieniężnej, mianowicie położenie natychmiastowego nacisku na właściwą orientację polityki pieniężnej – po ogłoszeniu dwóch wariantów – albo postawa wyczekująca, z doprecyzowaniem, że „konieczne jest należyte uwzględnienie ryzyka wynikającego z decyzji o niepodejmowaniu działań na obecnym posiedzeniu, które może być większe niż ryzyko związane z podjęciem środków”¹⁰⁶. Przy tej okazji przedstawione zostały także kwestia podziału ryzyka, jak również różne możliwe warianty¹⁰⁷. Szczegóły operacyjne ewentualnego programu zakupu papierów wartościowych sektora publicznego zostały następnie rozwinięte przez B. Coeuré, innego członka zarządu EBC.

136. Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r. relacjonuje prawdziwą dyskusję na temat fluktuacji cen – która nie wykazuje sytuacji deflacyjnej, ale stwarza jednak ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, które powinno zostać bardzo poważnie rozważone. To właśnie na podstawie tej dyskusji zostały przyjęte decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Protokół relacjonuje wyraźnie, że „[k]ilka argumentów za utrzymaniem podejścia wyczekującego również zostało podniesionych na tym spotkaniu przez niektórych członków, którzy uznali, że ocena kosztów i korzyści proponowanych środków nie była przychylna”¹⁰⁸. Argumenty te zostały szczegółowo objaśnione w dalszej części protokołu, podobnie jak proponowane rozwiązania alternatywne.

137. Niemniej jednak „powszechnie uznano, że przy obecnym poziomie dochodów z obligacji sektora prywatnego i rozmiarze rynku tych obligacji zakupy tego rodzaju papierów wartościowych miały stosunkowo niski potencjał ułatwień kredytowych i zapewniały w konsekwencji jedynie ograniczoną możliwość dostosowawczego ukierunkowania niezbędnego na tym etapie”¹⁰⁹. Tak więc po otwartej

104 Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 4 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

105 Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 7 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

106 Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 8 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

107 Zobacz protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 9 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

108 Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 16 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

109 Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 17 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

i uargumentowanej dyskusji „zakupy długu państwowego wydały się jedynym dostępnym instrumentem o wystarczającym wolumenie, aby zapewnić ożywienie konieczne dla poszanowania celu EBC w zakresie stabilności cen”¹¹⁰. Następnie omówiono i uzgodniono podział ryzyka, wielkość programu i cechy techniczne PSPP.

138. Z przedstawionych powyżej uwag wynika, że rozumowanie i decyzje ESBC wynikają w sposób jasny i jednoznaczny albo bezpośrednio z motywów decyzji 2015/774, wyjaśnionych we wstępnym oświadczeniu prezesa EBC z dnia 22 stycznia 2015 r., albo z protokołu z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r. Decyzja 2015/774 odpowiada zatem wymogom uzasadnienia przewidzianym w art. 296 akapit drugi TFUE, ponieważ zainteresowani są w stanie zapoznać się z motywami przyjętego środka, zaś Trybunał może dokonać jego kontroli.

139. Co więcej, z tych elementów uzasadnienia wynika, że ESBC zbadał w sposób staranny i bezstronny wszystkie istotne okoliczności rozpatrywanej sytuacji oraz że jego analiza sytuacji gospodarczej nie wydawała się w dniu ogłoszenia programu i decyzji 2015/774 dotknięta oczywistym błędem w ocenie.

2) W przedmiocie proporcjonalności sensu stricto PSPP

140. Skoro PSPP jest odpowiedni do osiągnięcia celu stabilności cen, do którego zmierza, to nie może on również wykraczać w sposób oczywisty poza to, co jest konieczne.

141. W tym względzie motywy 5 i 7 decyzji 2015/774 wskazują, że po pierwsze, „[p]rogram PSPP zawiera szereg rozwiązań służących zapewnieniu proporcjonalności przewidywanych zakupów do stawianych im celów, przy należyтым uwzględnieniu w swojej konstrukcji ryzyk finansowych, które będą ograniczane w procesie zarządzania ryzykiem”, a z drugiej strony, że „[l]ączna miesięczna płynność dostarczana na rynek w ramach programu PSPP, ABSPP i CBPP3 wyniesie 60 miliardów EUR. Przewiduje się, że zakupy będą prowadzone do końca września 2016 r., a w każdym razie tak długo, jak długo Rada Prezesów nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji, odpowiadającego jej celowi inflacyjnemu: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”.

142. Na wstępie, kwota 60 mld EUR nie wydaje się wykraczać poza to, co było wówczas konieczne. Z protokołu z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r. wynika bowiem, że program wielkości „rzędu 50 mld EUR od marca 2015 r. do końca 2016 r.” uznano za „niezbędny w celu zrekompensowania pogorszenia prognoz inflacji w połączeniu z bodźcami monetarnymi bardziej umiarkowanymi niż zakładano”. Jednakże „[w] celu przyspieszenia skutków [PSPP] powstało znaczne poparcie dla pewnego oczekiwania dotyczącego wielkości miesięcznych zakupów w wysokości 60 mld EUR w okresie od marca 2015 r. do końca września 2016 r., bez znaczącej zmiany całkowitego wolumenu przewidywanych zakupów”¹¹¹.

143. Następnie, niekorzystne tendencje zaobserwowane w latach 2015 i 2016 wywołały zmiany w decyzji 2015/774, w szczególności w odniesieniu do okresu i wolumenu PSPP.

¹¹⁰ Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 17 i 18 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

¹¹¹ Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 21 i 22 stycznia 2015 r., s. 19 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France. W swych uwagach na piśmie EBC wskazuje, że posłużył się kilkoma modelami ekonometrycznymi do oszacowania przybliżonej wielkości zakupów niezbędnej do osiągnięcia zamierzonego wskaźnika inflacji (zob. pkt 22 omawianych uwag).

144. I tak, w szczególności przedłużenie PSPP, o którym zadecydowano w dniu 3 grudnia 2015 r., zostało przyjęte po przeprowadzeniu uargumentowanej dyskusji w oparciu o szereg danych potwierdzających, że dostosowanie inflacji do poziomu bliższego 2% zajęło więcej czasu, niż zakładano w marcu 2015 r.¹¹². Nie ma wątpliwości co do tego, że dokonano wyważenia istniejących interesów. W protokole z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 2 i 3 grudnia 2015 r. zrelacjonowano bowiem w szczególności, że „podniesiono, iż ryzyko związane z bezczynnością było znacznie wyższe niż ryzyko działania”, ale również, że niektórzy członkowie Rady Prezesów „uznali za niewystarczające argumenty przemawiające za zmianą kierunku polityki pieniężnej podczas tego posiedzenia” czy też „zwrócili uwagę na fakt, że ocena konieczności działania nie może zostać oddzielona od charakteru pozostałych dostępnych instrumentów”, oraz że „skuteczność środków polityki pieniężnej należy oceniać w świetle ich kosztów i ewentualnych skutków pośrednich”. W ten sposób, jakkolwiek propozycja przedłużenia APP od września 2016 r. do marca 2017 r. uzyskała znaczne poparcie, to jednak co do okoliczności, że koniunktura nie uzasadnia innych wariantów, takich jak dalsze przedłużenie programu czy rozszerzenie miesięcznego wolumenu zakupów, powstał szeroki konsensus¹¹³.

145. Decyzja o zwiększeniu miesięcznego wolumenu zakupów w ramach APP do kwoty 80 mld EUR z dnia 8 grudnia 2016 r. została przyjęta w następstwie podobnej debaty, i to po stwierdzeniu dalszego pogorszenia się perspektyw trwałego dostosowania ścieżki inflacji, zasadniczo ze względu na pogorszenie się warunków zewnętrznych¹¹⁴. Jak przedstawiono – szczegółowo – w protokole z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 9 i 10 marca 2016 r., „różne opinie zostały wyrażone w odniesieniu do różnych składników zaproponowanych środków”¹¹⁵. I tak, w szczególności, koszty i ryzyko większego zaangażowania w zakupy aktywów sektora publicznego, podnoszone przez niektórych¹¹⁶, lub wprowadzenie systemu zwolnień ze stopy depozytu w banku centralnym mającej zastosowanie do nadwyżek rezerw utworzonych przez banki nie zostały uznane za uzasadnione¹¹⁷.

146. Decyzja o przedłużeniu APP do grudnia 2017 r. odpowiada również rzetelnej analizie perspektyw fluktuacji cen. W ten sposób, bez ukrywania dostosowania inflacji, P. Praet zwrócił uwagę Rady Prezesów EBC przy sposobności swojego wystąpienia w przedmiocie środowiska międzynarodowego i zmian sytuacji gospodarczej i monetarnej w strefie euro, że inflacja bazowa nie wykazała dotychczas przekonującej tendencji wzrostowej. To właśnie w świetle wszystkich parametrów, którymi dysponował EBC, P. Praet uznał, że przedłużenie programu zakupu aktywów po marcu 2017 r. wydawało się uzasadnione, ponieważ postępy w kierunku osiągnięcia trwałego dostosowania ścieżki inflacji były nadal niewystarczające¹¹⁸. Radzie Prezesów zostały wówczas zaproponowane dwa warianty: kontynuacja

112 Zobacz w tym względzie wystąpienie P. Praeta i dyskusję w ramach Rady Prezesów w tym przedmiocie w protokole z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 2 i 3 grudnia 2015 r., w szczególności s. 6, 11 i 12 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

113 Zobacz protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 2 i 3 grudnia 2015 r., s. 15–17 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

114 W szczególności spadek cen energii i fluktuacja kursów walutowych. Zobacz protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 9 i 10 marca 2016 r., w szczególności s. 12 i 22 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

115 W szczególności s. 15 omawianego protokołu we francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

116 Zobacz protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 9 i 10 marca 2016 r., w szczególności s. 17 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

117 Zobacz protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 9 i 10 marca 2016 r., w szczególności s. 19 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

118 W przedmiocie uwzględnienia zrealizowanych postępów i ich niewystarczającego charakteru zob. również dyskusję w Radzie Prezesów EBC (protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 7 i 8 grudnia 2016 r., w szczególności s. 9 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France).

zakupów w tempie 80 mld EUR miesięcznie przez okres sześciu miesięcy lub przedłużenie programu o dziewięć miesięcy przy miesięcznym tempie 60 mld EUR. Zarówno P. Praet, jak i B. Coeuré – po przedstawieniu zagadnień wynikających z realizacji obu wariantów – opowiedzieli się za drugim wariantem¹¹⁹.

147. Warianty te były przedmiotem rzeczywistej debaty w ramach Rady Prezesów EBC. Z protokołu z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 7 i 8 grudnia 2016 r. wynika bowiem, że zostały podniesione argumenty przemawiające za okresem zakupów krótszym lub dłuższym, zaś inni członkowie nie poparli żadnego z proponowanych wariantów¹²⁰. Przedłużenie zakupów na okres dziewięciu miesięcy w tempie 60 mld EUR zostało ostatecznie uznane za wariant, który „zapewniał odpowiednią równowagę pomiędzy wysłaniem sygnału zaufania oraz potrzebą zachowania stabilności w niepewnym otoczeniu, oferując jednocześnie korzyść w postaci elastyczności w obliczu niekorzystnych okoliczności i zachowując zdolność operacyjną”¹²¹.

148. Różne zmiany PSPP, w szczególności pod względem czasu trwania i wolumenu, są więc owocem wyważenia wchodzących w grę interesów. W tym względzie praktyka EBC polegająca na publikowaniu protokołów posiedzeń Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej, podczas których podejmuje się decyzje dotyczące PSPP, stanowi szczegółowe i wystarczające uzasadnienie, odpowiadające wymogom określonym w art. 296 akapit drugi TFUE. Moc wiążącej wolumenu miesięcznych zakupów i okresu stosowania APP wobec ESBC, ogłoszonych w komunikacie prasowym EBC i powtórzonych w motywach decyzji EBC zmieniających decyzję 2015/774, nie można podważyć, już choćby z uwagi na zasadę *patere legem quam ipse fecisti*. Zdaniem EBC zmiany te pociągnęły za sobą ponadto zmianę art. 2 ust. 2 i art. 3 wytycznych PSPP w celu wdrożenia zmian miesięcznego wolumenu zakupów APP oraz przedłużenia okresu jego stosowania.

149. Co więcej, poza podporządkowaniem realizacji PSPP celowi uzyskania w średniej perspektywie czasowej stopy inflacji niższej, ale zbliżonej do 2% – co warunkuje czas jego trwania, a także jego wielkość – możliwy zakres PSPP podlega wielu ograniczeniom na mocy decyzji 2015/774.

150. Ograniczenia te odpowiadają pewnym gwarancjom uniemożliwiającym podmiotom działającym na rynkach obligacji skarbowych działanie *de facto* jako pośrednicy ESBC w celu bezpośredniego nabycia obligacji od organów i podmiotów publicznych danego państwa członkowskiego. Ograniczę się zatem do przypomnienia ich:

- po pierwsze, PSPP jest tylko jednym z czterech podprogramów APP i zakup obligacji skarbowych na rynkach wtórnych, który on umożliwia, jest pomocniczy w stosunku do pozostałych trzech programów, które dotyczą zakupu obligacji prywatnych¹²²;
- po drugie, z art. 6 ust. 2 decyzji 2015/774 wynika, że dozwolone zakupy dzieli się między wszystkie państwa członkowskie strefy euro na podstawie klucza subskrypcji kapitału EBC przewidzianego w art. 29 protokołu w sprawie ESBC i EBC, oraz
- po trzecie, art. 5 decyzji 2015/774 ogranicza zakupy obligacji skarbowych na rynkach wtórnych dwiema wartościami, dotyczącymi z jednej strony emisji papierów wartościowych, a z drugiej strony emitenta.

119 Protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 7 i 8 grudnia 2016 r., s. 6 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

120 W szczególności s. 13 i 14 omawianego protokołu we francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

121 Zobacz protokół z posiedzenia Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej w dniach 7 i 8 grudnia 2016 r., s. 12 francuskiej wersji językowej dostępnej na stronie internetowej Banque de France.

122 Artykuł 2 ust. 2 wytycznych PSPP.

151. Z cech PSPP, w kształcie określonym w decyzji 2015/774, wynika zatem, że ESBC wyważył różne wchodzące w grę interesy w taki sposób, aby podczas realizacji rozważanego programu uniknąć możliwości wystąpienia niedogodności wyraźnie nieproporcjonalnych w stosunku do zamierzonych celów.

152. Mój wniosek nie zaprzecza kontrowersjom dotyczącym skuteczności PSPP. Jednakże, jak Trybunał miał już sposobność słusznie podkreślić, „zważywszy na kontrowersyjny charakter, który zazwyczaj wykazują kwestie polityki pieniężnej, i szeroki zakres uznania ESBC – od ESBC nie można wymagać więcej niż wykorzystania jego znawstwa gospodarczego i niezbędnych środków technicznych, którymi dysponuje, do przeprowadzenia tej analizy z należytą starannością i dokładnością”¹²³. Dotyczące decyzji 2015/774 protokoły z posiedzeń Rady Prezesów EBC w obszarze polityki pieniężnej stanowią wystarczający dowód takiej należytej staranności.

3. Wnioski w przedmiocie pytań trzeciego i czwartego

153. Z powyższego wynika, że EBC, przyjmując decyzję 2015/774, nie wykroczył poza zakres swoich zadań określonych w art. 119 i w art. 127 ust. 1 i 2 TFUE oraz że PSPP został ustanowiony i wdrożony z poszanowaniem zasad przyznania kompetencji i proporcjonalności wymienionych w art. 5 ust. 2 i 4 TUE.

VI. Wnioski

154. W świetle powyższych rozważań proponuję, aby na pytania prejudycjalne przedłożone przez Bundesverfassungsgericht (federalny trybunał konstytucyjny, Niemcy) Trybunał udzielił następującej odpowiedzi:

Badanie decyzji (UE) 2015/774 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 4 marca 2015 r. w sprawie programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych, zmienionej decyzją (UE) 2015/2101 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 5 listopada 2015 r., decyzją (UE) 2016/702 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 18 kwietnia 2016 r., decyzją (UE) 2015/2464 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 16 grudnia 2015 r., a także decyzją (UE) 2017/100 Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 stycznia 2017 r., nie wykazało niczego, co mogłoby podważyć jej ważność.

¹²³ Wyrok z dnia 16 czerwca 2015 r., Gauweiler i in., C-62/14, EU:C:2015:400, pkt 75.