



Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNEGA PRAVOBRANILCA
MELCHIORJA WATHELETA,
predstavljeni 4. oktobra 2018¹

Zadeva 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**

(Predlog za sprejetje predhodne odločbe,
ki ga je vložilo Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče, Nemčija))

„Predhodno odločanje – Ekonomska in monetarna politika – Sklep Evropske centralne banke (ECB) (EU) 2015/774 – Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih – Veljavnost – Člena 119 in 127 PDEU – Pristojnosti ECB in Evropskega sistema centralnih bank – Ohranjanje stabilnosti cen – Sorazmernost – Člen 123 PDEU – Prepoved denarnega financiranja držav članic euroobmočja“

Kazalo

I. Uvod	4
II. Pravni okvir	4

¹ Jezik izvirnika: francoščina.

A. Pogodba DEU	4
B. Protokol o ESCB in ECB	5
C. Sklep 2015/774	6
1. Prečiščeno besedilo Sklepa 2015/774	6
2. Uvodne izjave Sklepa 2015/774 in sklepov, s katerimi je bil spremenjen	8
a) Uvodne izjave Sklepa 2015/774	8
b) Uvodne izjave Sklepa 2015/2101	9
c) Uvodne izjave Sklepa 2015/2464	9
d) Uvodne izjave Sklepa 2016/702	10
e) Uvodne izjave Sklepa 2017/100	10
III. Dejansko stanje sporov o glavni stvari	11
A. Glavne značilnosti programa PSPP	11
B. Postopki v glavni stvari in predložitvena odločba	12
IV. Predlog za sprejetje predhodne odločbe in postopek pred Sodiščem	13
V. Analiza	14
A. Uvodna opomba glede upoštevnosti različice Sklepa 2015/774	14
B. Dopustnost predloga za sprejetje predhodne odločbe	15
C. Prvo in drugo vprašanje za predhodno odločanje	17
1. Okvir analize, opredeljen v sodbi z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400)	17
2. Uporaba načel za program PSPP	18
a) Neobstoj gotovosti subjektov	18
1) Ustreznost jamstev, predvidenih s Sklepom 2015/774 (prvo vprašanje za predhodno odločanje, točki (a) in (b))	19
2) Neobstoj vpliva hranjenja obveznic do njihove zapadlosti in nakup obveznic z negativnim donosom (prvo vprašanje za predhodno odločanje, točki (c) in (d))	21
i) Hranjenje obveznic do njihove zapadlosti	21
ii) Nakup obveznic z negativnim donosom	22
3) Neobstoj vpliva domnevne določljivosti vrednostnih papirjev, ki bodo kupljeni, na veljavnost Sklepa 2015/774 (prvo vprašanje za predhodno odločanje, točka (a), in drugo vprašanje za predhodno odločanje)	23

b) Spodbuda za vodenje zdrave proračunske politike	24
3. Predlog v zvezi s prvim in drugim vprašanjem	25
D. Tretje in četrto vprašanje	26
1. Okvir za analizo, opredeljen v sodbah z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400).....	26
a) Opredelitev monetarne politike	26
b) Načelo sorazmernosti in obseg z njim povezanega sodnega nadzora	27
2. Uporaba načel programa PSPP	27
a) Upoštevanje mandata ECB	27
1) Cilj in instrumenti, ki jih uporablja program PSPP	27
2) Posredni učinki programa PSPP	28
i) Teoretična razmišljanja o razmerjih med monetarno politiko in ekonomsko politiko ter obsegu sodnega nadzora	29
ii) Jamstva programa PSPP, ki omejujejo njegove učinke v smislu ekonomske politike	30
b) Sorazmernost programa PSPP	31
1) Primernost programa PSPP, da doseže cilje ESCB, in njegova potrebnost	31
2) Sorazmernost programa PSPP stricto sensu	34
3. Predlog v zvezi s tretjim in četrtem vprašanjem.....	37
VI. Predlog	37

I. Uvod

1. Ta predlog za sprejetje predhodne odločbe se nanaša na veljavnost Sklepa Evropske centralne banke (EU) 2015/774 z dne 4. marca 2015 o programu nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih², kakor je bil spremenjen s Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2015/2101 z dne 5. novembra 2015³ in Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2016/702 z dne 18. aprila 2016⁴ (v nadaljevanju: Sklep 2015/774), ter na razlago člena 4(2) PEU, členov 119, 123, 125 in 127 PDEU ter členov od 17 do 24 Protokola št. 4 o statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke⁵ (v nadaljevanju: Protokol o ESCB in ECB).

2. Ta predlog je vložilo Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče, Nemčija) v okviru več ustavnih pritožb glede uporabe različnih sklepov Evropske centralne banke (ECB) v Zvezni republiki Nemčiji, sodelovanja Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčije, Nemčija) pri izvajanju teh sklepov ali domnevnega neukrepanja te banke v zvezi z njimi ter domnevnega neukrepanja Bundesregierung (zvezna vlada, Nemčija) in Deutscher Bundestag (spodnji dom zveznega parlamenta, Nemčija) v zvezi s tem sodelovanjem in navedenimi sklepi.

3. Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), je neizogibno implicitno povezana s to novo zadevo. Po eni strani namreč predlog za sprejetje predhodne odločbe pri Sodišču znova vlaga Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče) v okviru postopka, katerega namen je ugotoviti, da je akt ECB očitno *ultra vires* in v nasprotju z nemško ustavno identiteto. Po drugi strani se akti, obravnavani v tej zadevi in zadevi, v kateri je bila izrečena sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), oboji nanašajo na tako imenovane „nekonvencionalne“ programe ECB, ki naj ne bi spadali na področje monetarne politike in naj bi vplivali na prepoved denarnega financiranja iz člena 123 PDEU.

4. Vendar se je sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), nanašala na sporočilo ECB za javnost, v katerem je bil predstavljen sklep o odobritvi programa kupovanja državnih obveznic držav euroobmočja, imenovanega „Outright Monetary Transactions“ (dokončne denarne transakcije, v nadaljevanju: OMT), ki pa do danes ni bil nikoli izveden. Nasprotno pa je bil program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih („public sector asset purchase programme“, v nadaljevanju: program PSPP), obravnavan v tej zadevi, ne samo formalno sprejet, ampak se tudi izvaja že več kot tri leta. Poleg tega se programa OMT in PSPP objektivno razlikujeta tako glede napovedanega cilja in predvidenih tehničnih podrobnosti kot tudi glede zadevnih zneskov.

II. Pravni okvir

A. Pogodba DEU

5. Upoštevne določbe so v glavnem vsebovane pod naslovom VIII tretjega dela Pogodbe DEU, naslovljenim „Ekonomska in monetarna politika“. Člen 119 PDEU tako določa:

„1. Za namene iz člena 3 Pogodbe o Evropski uniji dejavnosti držav članic in Unije v skladu s pogoji Pogodb vključujejo sprejetje ekonomske politike, ki temelji na tesnem usklajevanju ekonomskih politik držav članic, notranjem trgu in opredelitvi skupnih ciljev in ki se izvaja v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco.

² UL 2015, L 121, str. 20.

³ UL 2015, L 303, str. 106.

⁴ UL 2016, L 121, str. 24. Čeprav predložitveno sodišče tega v svojih vprašanjih ne navaja, je bil Sklep 2015/774 spremenjen tudi s Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2015/2464 z dne 16. decembra 2015 (UL 2015, L 344, str. 1) in Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2017/100 z dne 11. januarja 2017 (UL 2017, L 16, str. 51).

⁵ UL 2012, C 326, str. 230.

2. Hkrati z zgoraj navedenim ter v skladu s Pogodbama in v njiju opredeljenimi postopki te dejavnosti vključujejo enotno valuto, euro, ter opredelitev in izvajanje enotne monetarne politike in politike deviznega tečaja, katere glavni cilj je ohranjati stabilnost cen in brez poseganja v ta cilj podpirati splošne ekonomske politike v Uniji v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco.

3. Pri teh dejavnostih države članice in Unija upoštevajo naslednja vodilna načela: stabilne cene, zdrave javne finance in monetarne pogoje ter uravnoteženo plačilno bilanco.“

6. Člen 123(1) PDEU določa prepoved denarnega financiranja držav članic:

„1. Prepovedane so prekoračitve pozitivnega stanja na računu ali druge oblike kreditov pri Evropski centralni banki ali pri centralnih bankah držav članic (v nadaljnjem besedilu ‚nacionalne centralne banke‘) v korist institucij, organov, uradov ali agencij Unije, institucionalnih enot centralne, regionalne ali lokalne ravni države ter drugih oseb javnega prava ali v korist javnih podjetij držav članic, prav tako je prepovedano, da bi Evropska centralna banka ali nacionalne centralne banke neposredno od njih kupovale dolžniške instrumente.“

7. Cilji in osnovne naloge ECB so določeni v členu 127 PDEU tako:

„1. Poglavitni cilj Evropskega sistema centralnih bank, v nadaljnjem besedilu ‚ESCB‘, je ohranjanje stabilnosti cen. ESCB podpira splošne ekonomske politike v Uniji, če to ni v nasprotju s ciljem stabilnosti cen, z namenom prispevati k doseganju ciljev Unije, opredeljenih v členu 3 Pogodbe o Evropski uniji. ESCB ravna po načelu odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer daje prednost učinkovitemu razporejanju virov, in v skladu z načeli iz člena 119.

2. Temeljne naloge ESCB so:

- opredeliti in izvajati monetarno politiko Unije;
- opravljati devizne posle v skladu z določbami člena 219;
- imeti in upravljati uradne devizne rezerve držav članic;
- podpirati nemoteno delovanje plačilnih sistemov.

[...]“

B. Protokol o ESCB in ECB

8. V Protokolu o ESCB in ECB so navedeni instrumenti monetarne politike, ki so na voljo ECB. Med temi instrumenti so operacije odprtega trga in kreditni posli. V členu 18.1 Protokola o ESCB in ECB so opredeljeni tako:

„Za doseganje ciljev ESCB in za izvajanje njegovih nalog lahko ECB in nacionalne centralne banke:

- posredujejo na finančnih trgih z dokončnimi nakupi in prodajami (promptno in terminsko) ali z začasnim nakupom in s posojanjem ali zadolževanjem na podlagi terjatev in tržnih instrumentov, izraženih v eurih ali drugih valutah, pa tudi plemenitih kovinah;
- sklepajo kreditne posle s kreditnimi institucijami in drugimi udeleženci na trgu na podlagi ustreznega zavarovanja posojil.“

C. Sklep 2015/774

1. Prečiščeno besedilo Sklepa 2015/774

9. Sklep ECB, na katerega so osredotočena vprašanja za predhodno odločanje, ki jih je postavilo Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče), je Sklep 2015/774. Ta sklep je bil od sprejetja 4. marca 2015 spremenjen s sklepi 2015/2101, 2015/2464 in 2016/702 ter s Sklepom 2017/100.

10. Člen 1 Sklepa 2015/774, naslovljen „Vzpostavitev in obseg programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih“, določa:

„Eurosistem s tem sklepom vzpostavlja program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, po katerem centralne banke Eurosistema na sekundarnih trgih pod posebnimi pogoji opravljajo nakupe primernih tržnih dolžniških vrednostnih papirjev, kot so opredeljeni v členu 3, od primernih nasprotnih strank, kot so opredeljene v členu 7.“

11. Člen 3 Sklepa 2015/774, naslovljen „Merila primernosti za tržne dolžniške vrednostne papirje“, določa:

„1. Ob upoštevanju zahtev, določenih v členu 3, so tržni dolžniški vrednostni papirji, denominirani v eurih, ki jih izdajo centralna, regionalna ali lokalna država [uprava] v državah članicah, katerih valuta je euro, priznane agencije, ki se nahajajo v euroobmočju, mednarodne organizacije, ki se nahajajo v euroobmočju, in multilateralne razvojne banke, ki se nahajajo v euroobmočju, primerni za nakupe s strani centralnih bank Eurosistema v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih. V izjemnih okoliščinah, ko ni mogoče doseči predvidenega zneska nakupa, lahko Svet ECB odloči, da se kupijo tržni dolžniški vrednostni papirji, ki jih izdajo drugi subjekti, ki se nahajajo v euroobmočju [...].

2. Tržni dolžniški vrednostni papirji so primerni za nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, če izpolnjujejo kriterije primernosti za tržno finančno premoženje za kreditne posle Eurosistema v skladu z delom 4 Smernice Evropske centralne banke (EU) 2015/510 (ECB/2014/60), ob upoštevanju naslednjih zahtev:

(a) izdajatelj ali garant tržnih dolžniških vrednostnih papirjev mora imeti bonitetno oceno najmanj stopnje kreditne kvalitete 3 na usklajeni lestvici bonitetnih ocen Eurosistema [...];

[...]

(d) če bonitetna ocena sprejete zunanje bonitetne institucije za izdajatelja, garanta ali izdajo ne ustreza najmanj stopnji kreditne kvalitete 3 na usklajeni lestvici bonitetnih ocen Eurosistema, so tržni dolžniški vrednostni papirji primerni samo, če jih izda ali zanje v celoti jamči centralna država v državah članicah euroobmočja, kjer poteka program finančne pomoči, v zvezi s katerimi je Svet ECB na podlagi člena 8 Smernice ECB/2014/31 odločil, da se Eurosistemov prag kreditne kvalitete ne uporablja;

(e) v primeru pregleda programa finančne pomoči, ki poteka, se primernost za nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih odvzame in se povrne samo, če je rezultat pregleda pozitiven.

3. Da so dolžniški vrednostni papirji v smislu odstavkov 1 do 2 primerni za nakup v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, morajo imeti takrat, ko jih kupi ustreza centralna banka Eurosistema, preostalo zapadlost najmanj eno leto in največ 30 let. [...]

[...]

5. Nakupi nominalnih tržnih dolžniških instrumentov z negativnim donosom do zapadlosti (ali najnižjim potencialnim donosom), ki je enak obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita ali višji od te obrestne mere, so dovoljeni. Nakupi nominalnih tržnih dolžniških instrumentov z negativnim donosom do zapadlosti (ali najnižjim potencialnim donosom), ki je nižji od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, so dovoljeni, kolikor je potrebno.“

12. Člen 4(1) Sklepa 2015/774, naslovljen „Omejitve pri izvrševanju nakupov“, določa:

„Da bi omogočili oblikovanje tržne cene za primerne vrednostne papirje, niso dovoljeni nakupi novih izdaj ali povečanj obstoječih izdaj vrednostnih papirjev in tržnih dolžniških instrumentov s preostalo zapadlostjo, ki se opravijo časovno blizu, pred njo ali po njej, zapadlosti tržnih dolžniških instrumentov, ki se izdajo, in sicer za obdobje, ki ga določi Svet ECB („obdobje prepovedi“). Pri sindiciranju je treba zadevno obdobje prepovedi spoštovati po najboljših močeh pred izdajo.“

13. Člen 5(1) in (2) Sklepa 2015/774, naslovljen „Omejitve nakupov“, določa:

„1. Ob upoštevanju člena 3 velja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih za tržne dolžniške vrednostne papirje, ki izpolnjujejo merila iz člena 3, po konsolidaciji imetij v vseh portfeljih centralnih bank Eurosistema omejitev deleža izdaj po posameznih mednarodnih identifikacijskih številkah vrednostnih papirjev (ISIN). Omejitev deleža izdaj znaša:

- (a) 50 % po posameznih ISIN za primerne tržne dolžniške vrednostne papirje, ki jih izdajo primerne mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke;
- (b) 33 % po posameznih ISIN za druge primerne tržne dolžniške vrednostne papirje [...].

2. Za vse tržne dolžniške vrednostne papirje, ki so primerni za nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih in imajo preostalo zapadlost, kakor je določena v členu 3, velja skupna omejitev po konsolidaciji imetij v vseh portfeljih centralnih bank Eurosistema v višini:

- (a) 50 % nezapadlih vrednostnih papirjev izdajatelja, ki je primerna mednarodna organizacija ali multilateralna razvojna banka, ali
- (b) 33 % nezapadlih vrednostnih papirjev izdajatelja, ki ni primerna mednarodna organizacija ali multilateralna razvojna banka.“

14. Člen 6 Sklepa 2015/774, naslovljen „Dodelitev portfeljev“, določa:

„1. Od knjigovodske vrednosti nakupov tržnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so primerni v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, mora biti 10 % v vrednostnih papirjih, ki jih izdajo primerne mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke, ter 90 % v vrednostnih papirjih, ki jih izdajo primerna centralna, regionalna ali lokalna država [uprava] in priznane agencije [...]. To dodelitev preverja Svet ECB. Nakupe dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih izdajo primerne mednarodne organizacije, multilateralne razvojne banke ter regionalna in lokalna država [uprava], izvajajo samo nacionalne centralne banke držav članic, katerih valuta je euro (NCB).

2. Delež NCB v knjigovodski vrednosti nakupov tržnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so primerni v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, znaša 90 %, preostalih 10 % pa kupi ECB. Razdelitev nakupov po državah se opravi v skladu s ključem za vpis kapitala v ECB iz člena 29 Statuta ESCB.

3. Centralne banke Eurosistema uporabljajo shemo specializacije za dodelitev tržnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki se kupijo v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih. Svet ECB dovoli občasna odstopanja od sheme specializacije, če objektivne okoliščine ovirajo doseganje navedene sheme ali drugače narekujejo odstopanja v interesu doseganja splošnih denarnopolitičnih ciljev programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih. Vsaka [nacionalna centralna banka države članice, katere valuta je euro (NCB)] mora še zlasti kupiti primerne vrednostne papirje izdajateljev iz svoje države. Vrednostne papirje, ki jih izdajo primerne mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke, lahko kupijo vse NCB. ECB kupuje vrednostne papirje, ki jih izdajo centralna država in priznane agencije iz vseh držav.“

15. Člen 8 Sklepa 2015/774, naslovljen „Transparentnost“, določa:

„1. Eurosistem tedensko objavlja agregirano knjigovodsko vrednost vrednostnih papirjev, ki jih ima v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, v pojasnilih k svojemu konsolidiranemu tedenskemu računovodskemu izkazu.

2. Eurosistem za svoja imetja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih mesečno objavlja tehtano povprečje preostale zapadlosti glede na sedež izdajatelja, pri čemer mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke ločuje od drugih izdajateljev.

3. Knjigovodska vrednost imetij vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih se tedensko objavi na spletni strani ECB v sekciji o operacijah odprtega trga.“

2. Uvodne izjave Sklepa 2015/774 in sklepov, s katerimi je bil spremenjen

a) Uvodne izjave Sklepa 2015/774

16. V uvodnih izjavah 2, 3 in 4 Sklepa 2015/774 je navedeno:

„(2) Svet ECB je 4. septembra 2014 odločil, da začne tretji program nakupa kritih obveznic in program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev. Skupaj s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, ki so bile uvedene septembra 2014, je cilj navedenih programov nakupa dodatna okrepitev transmisije denarne politike, olajšanje kreditiranja gospodarstva v euroobmočju, omilitev posojilnih pogojev za gospodinjstva in podjetja ter prispevanje k vrnitvi stopnje inflacije na raven blizu 2 %, kar je skladno s poglobitnim ciljem ECB, ki je ohranjanje stabilnosti cen.

(3) Svet ECB je 22. januarja 2015 odločil, da bi bilo treba nakupe vrednostnih papirjev razširiti tako, da bi vključevali program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih. V okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih lahko NCB, sorazmerno s svojimi deleži v kapitalnem ključu ECB, in ECB od primernih nasprotnih strank na sekundarnih trgih dokončno kupijo primerne tržne dolžniške vrednostne papirje. Ta odločitev je bila sprejeta kot del enotne denarne politike zaradi številnih dejavnikov, ki so bistveno povečali tveganje izgube v srednjeročni napovedi gibanja cen in s tem ogrozili doseganje poglobitnega cilja ECB, ki je ohranjanje stabilnosti cen. Ti dejavniki vključujejo denarno spodbudo, ki je nižja od pričakovane, na podlagi sprejetih ukrepov denarne politike, negativni trend večine kazalnikov dejanske in pričakovane inflacije v euroobmočju – ukrepi glede skupne inflacije in ukrepi, ki izključujejo vpliv volatilnih sestavin, kot sta energija in hrana – na zgodovinsko nizko raven in povečano možnost sekundarnih učinkov na plače in določanje cen, ki izhaja iz znatnega znižanja cen nafte.

- (4) Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih je sorazmeren ukrep za zmanjševanje tveganj pri napovedih gibanja cen, saj bo še naprej lajšal denarne in finančne pogoje, vključno s tistimi, ki so upoštevni pri posojilnih pogojih za nefinančne družbe in gospodinjstva v euroobmočju, in s tem podpiral agregirano porabo in investicijska vlaganja v euroobmočju ter nazadnje prispeval k vrnitvi srednjeročne stopnje inflacije na raven pod 2 %, vendar blizu te vrednosti. V okolju, v katerem so ključne obrestne mere ECB na spodnji meji in se ocenjuje, da imajo programi nakupa, ki se osredotočajo na zasebni sektor, merljive, vendar nezadostne možnosti za obravnavanje prevladujočih negativnih tveganj za stabilnost cen, je treba ukrepom denarne politike Eurosistema dodati program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih kot instrument, ki ima možnost visoke transmisije v realno gospodarstvo. Po zaslugi učinka ponovnega uravnoveženja portfelja bo velik nakupni obseg programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih pripomogel k doseganju osnovnega cilja denarne politike, da se finančni posredniki spodbudijo k povečanju zagotavljanja likvidnosti medbančnemu trgu in kreditiranja gospodarstva euroobmočja.“

b) Uvodne izjave Sklepa 2015/2101

17. V uvodnih izjavah 2 in 3 Sklepa 2015/2101 je navedeno:

- „(2) Svet ECB je 3. septembra 2015 načelno odločil, da zviša omejitve deleža izdaj v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih s 25 % na 33 % po posameznih ISIN, pod pogojem, da se v vsakem posameznem primeru preveri, da imetje 33 % po posamezni ISIN ne bo povzročilo, da bi centralne banke Eurosistema dosegle manjšinske deleže, ki lahko preprečijo sprejetje odločitev pri urejenem prestrukturiranju dolgov.
- (3) Cilj predvidenega zvišanja omejitve deleža izdaj v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih je, da se podpre polno in nemoteno izvajanje programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih ter hkrati omogoči nemoteno delovanje trgov primernih tržnih dolžniških vrednostnih papirjev in prepreči oviranje urejenega prestrukturiranja dolgov.“

c) Uvodne izjave Sklepa 2015/2464

18. V uvodnih izjavah od 2 do 5 Sklepa 2015/2464 je navedeno:

- „(2) Svet ECB je 3. decembra 2015 v skladu s pooblastili za zagotavljanje stabilnosti cen odločil, da spremeni nekatere značilnosti zasnove programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, da bi zagotovil trajno prilagoditev gibanja inflacije na raven, ki je v srednjeročnem obdobju pod 2 %, vendar blizu te vrednosti. Spremembe so skladne s pooblastili Sveta ECB na področju denarne politike in ustrezno upoštevajo vidike obvladovanja tveganj.
- (3) Svet ECB je tako odločil, da za doseganje ciljev programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih podaljša predvideno trajanje nakupov v okviru tega programa do konca marca 2017 ali po potrebi za dalj časa in v vsakem primeru do takrat, ko bo Svet ECB ugotovil trajno prilagoditev gibanja inflacije, ki je skladna s ciljem doseganja stopnje inflacije v srednjeročnem obdobju pod 2 %, vendar blizu te vrednosti. Svet ECB je odločil, da ustrezno podaljša predvideno trajanje nakupov v okviru tretjega programa nakupa kritih obveznic in programa nakupa listinjenih vrednostnih papirjev.
- (4) Svet ECB je tudi odločil, da bodo za večjo prožnost programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih in s tem podporo stalnemu nemotenemu izvajanju nakupov najmanj do predvidenega končnega datuma tržni dolžniški instrumenti, denominirani v eurih, ki jih izda

regionalna ali lokalna država [uprava], ki se nahaja v euroobmočju, primerni za redne nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih s strani nacionalnih centralnih bank držav, v katerih se nahajajo izdajatelji.

- (5) Svet ECB je tudi odločil, da ob zapadlosti zadevnih vrednostnih papirjev reinvestira plačila glavnice vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, dokler bo to potrebno, ter tako prispeva k ugodnim likvidnostnim razmeram in ustrezni naravnosti denarne politike.“

d) Uvodne izjave Sklepa 2016/702

19. V uvodnih izjavah od 2 do 5 Sklepa 2016/702 je navedeno:

- „(2) V skladu s pooblastili Sveta ECB za zagotavljanje stabilnosti cen bi bilo treba spremeniti nekatere značilnosti programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, da se zagotovi trajna prilagoditev gibanja inflacije na raven, ki je v srednjeročnem obdobju pod 2 %, vendar blizu te vrednosti. Spremembe so skladne s pooblastili Sveta ECB na področju denarne politike in ustrezno upoštevajo vidike obvladovanja tveganj.
- (3) Natančneje, za doseganje ciljev programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih bi bilo treba likvidnost, ki se zagotovi trgu prek vseh nakupov v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev v posameznem mesecu, povečati na 80 milijard EUR.
- (4) Poleg tega bi bilo treba za tržne vrednostne papirje, ki jih izdajo primerne mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke, zvišati omejitve glede izdajateljev in omejitve deležev izdaj. Novi prag je bil določen tako, da se zagotovi, da bodo predvideni nakupi še naprej sorazmerni s cilji programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, tudi glede na to, da je tveganje oviranja urejenega prestrukturiranja dolgov omejeno.
- (5) Z začetkom v aprilu 2016 bi bilo treba spremeniti dodelitev nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih med nakupe primernih tržnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih izdajo mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke, ter nakupe drugih primernih tržnih dolžniških vrednostnih papirjev, da se dosežejo cilji tega programa ter zagotovi nemoteno izvajanje tega programa v času njegovega trajanja in ob povečanem obsegu nakupov.“

e) Uvodne izjave Sklepa 2017/100

20. V uvodnih izjavah od 3 do 6 Sklepa 2017/100 je navedeno:

- „(3) Svet ECB je 8. decembra 2016 v skladu s pooblastili za zagotavljanje stabilnosti cen odločil, da je treba za doseganje ciljev programa nakupa vrednostnih papirjev prilagoditi nekatere parametre tega programa. Prilagoditve so skladne s pooblastili Sveta ECB na področju denarne politike in v celoti skladne z obveznostmi, ki jih imajo centralne banke Eurosistema na podlagi Pogodb, ter ustrezno upoštevajo vidike obvladovanja tveganj.
- (4) Natančneje, predvideno trajanje nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev bi bilo treba podaljšati do konca decembra 2017 ali po potrebi za dalj časa in v vsakem primeru do takrat, ko bo Svet ECB ugotovil trajno prilagoditev gibanja inflacije, ki je skladna s ciljem doseganja stopnje inflacije v srednjeročnem obdobju pod 2 %, vendar blizu te vrednosti.

- (5) Obseg likvidnosti, ki se zagotovi trgu prek vseh nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev v posameznem mesecu, bi moral še do konca marca 2017 znašati 80 milijard EUR. Od aprila 2017 bi moral skupni obseg nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev v posameznem mesecu znašati 60 milijard EUR, in sicer do konca decembra 2017 ali po potrebi dalj časa in v vsakem primeru do takrat, ko bo Svet ECB ugotovil trajno prilagoditev gibanja inflacije, ki je skladna z njegovim inflacijskim ciljem. Če bi se medtem poslabšali obeti ali finančni pogoji ne bi bili več skladni z nadaljnjim napredkom k trajni prilagoditvi gibanja inflacije, namerava Svet ECB povečati obseg programa in/ali podaljšati njegovo trajanje.
- (6) Da se zagotovi nadaljnje nemoteno izvajanje nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev med njegovim predvidenim trajanjem, bi bilo treba razširiti razpon zapadlosti v programu nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih s skrajšanjem minimalne preostale zapadlosti primernih vrednostnih papirjev z dveh let na eno leto. Poleg tega bi bilo treba v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev dovoliti nakupe vrednostnih papirjev z donosom do zapadlosti, ki je nižji od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita ECB, kolikor je to potrebno.“

III. Dejansko stanje sporov o glavni stvari

A. Glavne značilnosti programa PSPP

21. Sklep 2015/774, na katerega se nanašajo vprašanja za predhodno odločanje, ki jih je postavilo predložitveno sodišče, pomeni pravno formalizacijo programa PSPP. Navedeni program je eden od štirih podprogramov razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev („Expanded Asset Purchase Programme“, v nadaljevanju: program APP), ki ga je ECB napovedala 22. januarja 2015.

22. Program APP torej ob obstoječih podprogramih za nakup obveznic zasebnega sektorja⁶ predvideva nakup obveznic javnega sektorja na sekundarnih trgih. Tak program je na splošno opredeljen kot „kvantitativno rahljanje“ („quantitative easing“) zaradi povečanja količine denarja centralne banke, ki ga povzročijo obsežni nakupi obveznic. ECB se je zanj odločila januarja 2015 zaradi močnega pritiska na zniževanje inflacije v euroobmočju.

23. Glavne značilnosti programa PSPP, kot so določene v trenutno veljavni različici Sklepa 2015/774, je mogoče povzeti tako:

- Obveznice, primerne za nakup v okviru programa PSPP, so tržni dolžniški vrednostni papirji, denominirani v eurih, ki jih izdajo centralna, regionalna ali lokalna uprava v državah članicah, katerih valuta je euro, priznane agencije, ki se nahajajo v euroobmočju, mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke, ki se nahajajo v euroobmočju.⁷ Primerne obveznice morajo imeti ob nakupu na sekundarnih trgih preostalo zapadlost najmanj eno leto in največ 30 let.⁸

⁶ To sta program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev („asset-backed securities purchase programme“ ali „ABSPP“) in tretji program nakupa kritih obveznic („covered bond purchase programme“ ali „CBPP 3“). O četrtem podprogramu, tj. programu nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja („Corporate Sector Purchase Programme“ ali „CSPP“), je bilo odločeno 10. marca 2016 (glej Sklep ECB (EU) 2016/948 z dne 1. junija 2016 o izvajanju programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja (ECB/2016/16), UL 2016, L 157, str. 28).

⁷ Člen 3(1) Sklepa 2015/774.

⁸ Člen 3(3) Sklepa 2015/774.

- Za vsako obveznico obstaja omejitev nakupa, ki je načeloma določena na 33 % na izdajo, če Eurosistem ne more tako doseči manjšinskega deleža, ki lahko prepreči sprejetje odločitev v okviru postopkov prestrukturiranja dolga, ki vključujejo „klavzule o skupnem ukrepanju“. Poleg tega ne sme Eurosistem v nobenem primeru imeti več kot 33 % nezapadlih vrednostnih papirjev izdajatelja.⁹
- Izdajatelji (ali garant) tržnih dolžniških vrednostnih papirjev morajo imeti bonitetno oceno najmanj stopnje kreditne kvalitete 3 na usklajeni lestvici bonitetnih ocen Eurosistema, da bi bili vrednostni papirji primerni v okviru programa PSPP.¹⁰
- Nakupi v okviru programa PSPP se izvedejo na podlagi nekaterih ključev razdelitve, opredeljenih v sklepu o programu PSPP. Prvič, 10 % nakupov sestavljajo obveznice, ki jih izdajo mednarodne organizacije ali multilateralne razvojne banke, 90 % pa obveznice, ki jih izdajo centralna, regionalna ali lokalna uprava v državah članicah in priznane agencije. Delež nacionalnih centralnih bank v knjigovodski vrednosti nakupov obveznic, primernih v okviru programa PSPP, znaša 90 % (razdeljeni po državah članicah euroobmočja v skladu s ključem za vpis kapitala v ECB), preostali delež, tj. 10 %, pa kupi ECB. Poleg mednarodnih obveznic vsaka nacionalna centralna banka kupuje samo obveznice izdajateljev iz svoje države.¹¹
- Tveganja in izgube se med nacionalnimi centralnimi bankami porazdelijo v višini 20 % skupnih nakupov (sestavljanih iz 10 % nakupov same ECB in 10 % nakupov obveznic mednarodnih organizacij, ki jih kupijo nacionalne centralne banke), medtem ko za preostalih 80 % nakupov ni predvidena nikakršna porazdelitev tveganj in izgub, ampak vsaka nacionalna centralna banka nosi svoja tveganja.¹²
- Nazadnje, v smernicah (ki niso javne) z dne 4. marca 2015 o programu nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih (ECB/2015/NP3) (v nadaljevanju: smernice o programu PSPP) je navedenih več jamstev, kot je minimalno obdobje prepovedi (imenovano tudi „obdobje embarga“ ali „blackout period“).

B. Postopki v glavni stvari in predložitvena odločba

24. Več skupin posameznikov je pri predložitvenem sodišču vložilo različne ustavne pritožbe, ki se nanašajo na različne sklepe ECB o programu APP, sodelovanje Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčije) pri izvajanju teh sklepov ali domnevno neukrepanje te banke v zvezi z navedenimi sklepi ter domnevno neukrepanje zvezne vlade in spodnjega doma zveznega parlamenta v zvezi s tem sodelovanjem in navedenimi sklepi.

25. Po mnenju pritožnikov v postopku v glavni stvari program PSPP krši prepoved denarnega financiranja držav članic, določeno v členu 123 PDEU, in načelo prenosa pristojnosti, določeno v členu 5(1) PEU, v povezavi s členoma 119 in 127 PDEU. Poleg tega naj bi sklepi o programu PSPP kršili načelo demokratičnosti, določeno v *Grundgesetz* (nemški temeljni zakon), in tako ogrožali nemško ustavno identiteto.

⁹ Člen 5 Sklepa 2015/774. Omejitve nakupov znašajo 50 % za obveznice mednarodnih organizacij in multilateralnih razvojnih bank.

¹⁰ Člen 3(2) Sklepa 2015/774. Za obveznice držav članic, ki so vključene v program finančne pomoči, se uporabljajo posebna pravila.

¹¹ Člen 6 Sklepa 2015/774.

¹² Glej uvodno izjavo k novinarski konferenci predsednika ECB z dne 22. januarja 2015 in sporočilo ECB za javnost z istega dne ter sporočilo ECB za javnost z dne 10. marca 2016 o vključitvi programa CSPP v program APP in spremembah programa APP.

26. Predložitveno sodišče poudarja, da bo, če Sklep 2015/774 krši člen 123 PDEU ali presega mandat ECB, moralo ugotoviti očitno in strukturno pomembno prekoračitev pristojnosti ECB ter posledično ugoditi pritožbam v postopku v glavni stvari. Enako bi veljalo tudi, če bi ureditev razdelitve izgub, ki izhaja iz Sklepa 2015/774, vplivala na proračunsko pristojnost spodnjega doma zveznega parlamenta.

27. V teh okoliščinah je Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče) prekinilo odločanje in Sodišču postavilo vprašanja za predhodno odločanje.

IV. Predlog za sprejetje predhodne odločbe in postopek pred Sodiščem

28. Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče) je z odločbo z dne 18. julija 2017, ki je na Sodišču prispela 15. avgusta 2017, Sodišču v predhodno odločanje predložilo ta vprašanja:

„1. Ali je Sklep [...] 2015/774, kakor je bil spremenjen [...] s Sklepom [...] 2016/1041 [...], oziroma način njegovega izvajanja v nasprotju s členom 123(1) Pogodbe o delovanju Evropske unije?

Ali je še zlasti v nasprotju s členom 123(1) Pogodbe o delovanju Evropske unije, če v okviru programa [PSPP]

- (a) so podrobnosti nakupov sporočene na način, ki na trgih vzpostavlja dejansko gotovost, da bo Eurosistem kupil del obveznic, ki jih izdajo države članice;
 - (b) tudi naknadno niso sporočene nobene podrobnosti o spoštovanju minimalnega preteka časa od izdaje dolžniškega vrednostnega papirja na primarnem trgu do njegovega nakupa na sekundarnem trgu, tako da v zvezi s tem sodni nadzor ni mogoč;
 - (c) se vse pridobljene obveznice ne prodajo ponovno, temveč se držijo do zapadlosti in s tem vzamejo s trga;
 - (d) Eurosistem kupuje nominalne tržne dolžniške instrumente z negativnim donosom do zapadlosti?
2. Ali je sklep, naveden v [prvem vprašanju], v vsakem primeru v nasprotju s členom 123 PDEU, če njegovo nadaljnje izvajanje glede na spremenjene pogoje na finančnih trgih, zlasti zaradi pomanjkanja ponudbe dolžniških instrumentov, ki jih je mogoče kupiti, zahteva nenehno rahljanje prvotno veljavnih pravil za nakupe in če omejitve, ki jih je za programe nakupa obveznic, kakršen je PSPP, v svoji sodni praksi določilo Sodišče, izgubijo svoj učinek?
3. Ali je Sklep [...] 2015/774 [...] v veljavni različici, naveden [v prvem vprašanju], v nasprotju s členom 119 in členom 127(1) in (2) Pogodbe o delovanju Evropske unije ter členu od 17 do 24 Protokola o [ESCB in ECB], ker presega mandat Evropske centralne banke na področju monetarne politike, urejen v teh predpisih, in zato posega v pristojnosti držav članic?

Ali prekoračitev mandata Evropske centralne banke izhaja zlasti iz tega, da:

- (a) sklep, naveden [v prvem vprašanju], zaradi obsega PSPP, ki je 12. maja 2017 znašal 1534,8 milijarde EUR, močno vpliva na pogoje refinanciranja držav članic;
- (b) sklep, naveden [v prvem vprašanju], ob upoštevanju izboljšanja pogojev refinanciranja držav članic, navedenega v točki (a), in njegovih učinkov na poslovne banke, nima samo posrednih ekonomskih posledic, pač pa njegovi učinki, ki jih je mogoče objektivno ugotoviti, kažejo na cilj programa na področju ekonomske politike, ki je vsaj enakovreden cilju na področju monetarne politike;

- (c) sklep, naveden [v prvem vprašanju], zaradi svojih obsežnih učinkov na področju ekonomske politike krši načelo sorazmernosti;
 - (d) zaradi neobstoja specifične obrazložitve v obdobju izvajanja, ki zdaj traja več kot dve leti, ni mogoče preveriti sklepa, navedenega [v prvem vprašanju], glede njegove nadaljnje potrebnosti in sorazmernosti?
4. Ali je sklep, naveden [v prvem vprašanju], v vsakem primeru v nasprotju s členom 119 in členom 127(1) in (2) PDEU ter členu od 17 do 24 Protokola o [ESCB in ECB] zato, ker bi njegov obseg in več kot dve leti trajajoče izvajanje ter iz tega izhajajoči učinki na področju ekonomske politike lahko spodbudili spremembo presoje potrebnosti in sorazmernosti PSPP ter ker posledično od določenega trenutka pomeni prekoračitev mandata ECB na področju monetarne politike?
5. Ali je neomejena delitev tveganja pri neplačilu obveznic centralnih držav in njim enakovrednih izdajateljev med nacionalnimi centralnimi bankami Eurosistema, ki je morda zastavljena v Sklepu, navedenem [v prvem vprašanju], v nasprotju s členoma 123 in 125 Pogodbe o delovanju Evropske unije ter členom 4(2) Pogodbe o Evropski uniji, če bi to lahko terjalo dokapitalizacijo nacionalnih centralnih bank s proračunskimi sredstvi?“

29. Pisna stališča so predložili H. Weiss in drugi, B. Lucke in drugi, J. H. von Stein in drugi, ECB, Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčije), nemška, grška, francoska, italijanska, portugalska in finska vlada ter Evropska komisija. Vsi razen finske vlade so predstavili stališča na obravnavi 10. julija 2018. Svoje argumente je ob tej priložnosti predstavil tudi P. Gauweiler.

V. Analiza

A. Uvodna opomba glede upoštevne različice Sklepa 2015/774

30. Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče) z vprašanji Sodišče poziva, naj se izreče o veljavnosti Sklepa 2015/774. Predložitveno sodišče v prvem vprašanju pojasnjuje, da gre za Sklep 2015/774, kakor je bil spremenjen s Sklepom 2015/2101 in Sklepom 2016/702 ter tudi s Sklepom ECB (EU) 2016/1041 z dne 22. junija 2016 o primernosti tržnih dolžniških instrumentov, ki jih je izdala ali zanje v celoti jamči Helenska republika, in razveljavitvi Sklepa (EU) 2015/300 (ECB/2016/18)¹³.

31. Čeprav Sklep 2016/1041 temelji na Sklepu 2015/774, pa ta ni bil spremenjen z njim. Nasprotno pa je bil Sklep 2015/774 spremenjen s Sklepom 2015/2464 in tudi s Sklepom 2017/100. Čeprav se predložitveno sodišče na zadnjena dva sklepa ne sklicuje izrecno, menim, da ju je treba upoštevati za odgovor na postavljena vprašanja.

32. Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče) se namreč v prvem vprašanju sklicuje na Sklep 2015/774 „oziroma način njegovega izvajanja“. Na datum vložitve predloga za sprejetje predhodne odločbe pa sta bila sklepa 2015/2464 in 2017/100 že sprejeta. Sklep 2015/774 se je torej nujno izvajal na podlagi štirih sklepov, s katerimi je bilo spremenjeno prvotno besedilo. Poleg tega predložitveno sodišče v tretjem vprašanju Sodišče sprašuje o Sklepu 2015/774, „[navedenem v prvem vprašanju] v veljavni različici“, tj. na dan 18. julija 2017. Nazadnje, zdi se, da sama razlaga prava Unije, ki jo v predlogu za sprejetje predhodne odločbe predlaga predložitveno sodišče, v nekaterih pogledih temelji na zadnji različici Sklepa 2015/774.

¹³ UL 2016, L 169, str. 14.

33. Strinjam se torej z mnenjem Komisije, da je smiselno veljavnost Sklepa 2015/774 presojati v različici, ki je veljala na datum predloga za sprejetje predhodne odločbe, z vsemi njegovimi značilnostmi na ta datum.

B. Dopustnost predloga za sprejetje predhodne odločbe

34. Italijanska vlada najprej zatrjuje nedopustnost vseh vprašanj za predhodno odločanje, ki jih je postavilo predložitveno sodišče. Vendar menim, da je razen petega vprašanja predlog za sprejetje predhodne odločbe dopusten.

35. Ugotavljam namreč, da se ta predlog za sprejetje predhodne odločbe nesporno nanaša na razlago in uporabo prava Unije. Kot pa je Sodišče opozorilo v sodbi z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), to pomeni, da bo imel odgovor Sodišča konkretne posledice za rešitev spora o glavni stvari in da bo sodba, ki bo izrečena, tako kot vsaka sodba, izdana v okviru predhodnega odločanja, za predložitveno sodišče zavezujoča glede razlage ali veljavnosti zadevnih aktov ECB za rešitev spora v glavni stvari.¹⁴

36. Poleg tega iz predložitvene odločbe izhaja tudi, da je bil pri nacionalnem sodišču začet dejanski spor, v katerem se posredno postavlja vprašanje veljavnosti akta Unije. Predlog za sprejetje predhodne odločbe je torej načeloma dopusten.¹⁵

37. Čeprav je res, da se prvo, drugo in četrto vprašanje nanašajo na veljavnost Sklepa 2015/774 zlasti z vidika členov 119, 123 in 127 PDEU, sodišče v njih izraža pomisleke, ki izvirajo bolj iz izvajanja navedenega sklepa kot iz samega Sklepa. Veljavnost akta pa je treba presojati glede na dejanske in pravne okoliščine, ki so obstajale na dan njegovega sprejetja, in zlasti ne more biti odvisna od retrospektivnih presoj v zvezi s stopnjo učinkovitosti tega akta.¹⁶ Kot je Sodišče že imelo priložnost pojasniti, to pomeni, da mora „[p]o analogiji [...] presoja veljavnosti akta, ki jo opravi Sodišče v okviru predloga za sprejetje predhodne odločbe, običajno temeljiti na položaju, ki je obstajal v trenutku sprejemanja akta“.¹⁷

38. Vendar iz sodbe z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), izhaja, da mora ECB, kadar na sekundarnih trgih kupuje državne obveznice, za svoje posredovanje zagotoviti zadostna jamstva, da bo to združljivo s prepovedjo denarnega financiranja, ki izhaja iz člena 123(1) PDEU.¹⁸ Poleg tega se lahko v skladu s členom 119(2) PDEU in členom 127(1) PDEU program, s katerim je dovoljen tak nakup, veljavno sprejme in izvaja le, če so njegovi ukrepi sorazmerni s cilji monetarne politike.¹⁹

39. Elementi, ki jih predložitveno sodišče navaja v svojem prvem vprašanju za predhodno odločanje, pa so povezani z jamstvi, s katerimi je lahko pogojena veljavnost Sklepa 2015/774. V teh okoliščinah se mi zdi, da se lahko upoštevajo. Tako se mi zdi tudi za drugo vprašanje za predhodno odločanje, ki se nanaša na „omejitve, ki jih je za programe nakupa obveznic, kakršen je PSPP, v svoji sodni praksi določilo Sodišče“.

14 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točki 14 in 16).

15 Glej v tem smislu sodbi z dne 10. decembra 2002, British American Tobacco (Investments) in Imperial Tobacco (C-491/01, EU:C:2002:741, točka 40), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 29).

16 Glej v tem smislu sodbo z dne 22. oktobra 2002, National Farmers' Union (C-241/01, EU:C:2002:604, točka 37 in navedena sodna praksa).

17 Sodba z dne 17. julija 1997, SAM Schiffahrt in Stapf (C-248/95 in C-249/95, EU:C:1997:377, točka 46). Glej tudi sodbo z dne 1. oktobra 2009, Gaz de France – Berliner Investissement (C-247/08, EU:C:2009:600, točka 49).

18 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 102).

19 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 66).

40. Res je, da to drugo vprašanje vključuje elemente negotovosti, ker je v njem predvideno morebitno rahljanje veljavnih pravil v primeru spremenjenih razmer na finančnih trgih. Vendar ustreza objektivni potrebi po rešitvi sporov, ki so predloženi predložitvenemu sodišču,²⁰ ker se v bistvu nanaša na jamstva, ki morajo biti zagotovljena v zvezi s programom PSPP, da se ne bi kršil člen 123 PDEU. Zato se mi to vprašanje zdi dopustno in se lahko obravnava skupaj s prvim vprašanjem za predhodno odločanje.

41. Glede četrtega vprašanja za predhodno odločanje, to se v bistvu nanaša na povezavo programa PSPP z monetarno politiko in preučitev sorazmernosti, ki jo je treba opraviti v zvezi s Sklepom 2015/774. Zato se mi zdi, da ga je mogoče šteti za dopustno in nanj učinkovito odgovoriti tako, da se preuči skupaj s tretjim vprašanjem, ki se nanaša na isto problematiko.

42. Nasprotno sem bolj zadržan glede dopustnosti petega vprašanja za predhodno odločanje. Čeprav namreč za vprašanja, ki se nanašajo na pravo Unije, velja domneva upoštevnosti, je treba to domnevo zavrniti, „če je očitno, da zahtevana razlaga prava Unije nima nobene zveze z dejanskim stanjem ali predmetom spora v postopku v glavni stvari, če je problem hipotetičen ali če Sodišče nima na voljo pravnih in dejanskih elementov, da bi lahko na zastavljena vprašanja dalo koristne odgovore“.²¹

43. Tako kot ECB, grška, francoska, italijanska, portugalska in finska vlada ter Komisija ugotavljam, da se peto vprašanje za predhodno odločanje nanaša na razvoj, ki je negotov, in sicer iz dveh razlogov. Po eni strani je izhodiščna predpostavka tega petega vprašanja neomejena delitev tveganja pri neplačilu obveznic centralnih držav in njim enakovrednih izdajateljev med državami članicami euroobmočja, ki je „morda zastavljena v [S]klepu [2015/774]“.²² Taka neomejena delitev pa v sedanjem stanju veljavnih besedil v okviru programa PSPP ne obstaja. Nasprotno, želja po strogi omejitvi delitve izgub med centralnimi bankami je stalna od napovedi programa 22. marca 2015.²³

44. Po drugi strani, če bi bila določena taka neomejena delitev, se možnost, da je v nasprotju s členoma 123 in 125 PEU ter členom 4(2) PEU, pojavi – tako kot predložitveno sodišče samo navaja v besedilu svojega vprašanja – samo, „če bi [ta neomejena delitev tveganja] lahko terjal[a] dokapitalizacijo nacionalnih centralnih bank s proračunskimi sredstvi“.²⁴ Gre torej za preprosto predpostavko, katere možnost, da bi se uresničila, doslej ni bila nikakor dokazana. Res je, da je v predlogu za sprejetje predhodne odločbe navedeno precejšnje povečanje rezervacij za tveganja Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčije) v letu 2016. Vendar predložitveno sodišče pojasnjuje, da je bila ta odločitev utemeljena z dejstvom, da so sklepi Sveta ECB o razširitvi programa APP na program PSPP, sprejeti v letu 2016, prinesli dodatna tveganja. Ugotoviti pa je treba, da v nobenem od sklepov o programu PSPP ni predvidena neomejena delitev tveganj. Zaradi neobstoja dodatnih pojasnil glede razlogov, ki so privedli do povečanja rezervacij za tveganja Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčije), torej ni mogoče konkretizirati povsem teoretične predpostavke o dokapitalizaciji nacionalnih centralnih bank v primeru večjega neplačila zaradi programa PSPP.

20 Glej v tem smislu sodbo z dne 15. decembra 1995, Bosman (C-415/93, EU:C:1995:463, točka 65), in tudi sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 28).

21 Sodba z dne 6. oktobra 2015, Târşia (C-69/14, EU:C:2015:662, točka 14). Glej tudi sodbi z dne 26. februarja 2013, Melloni (C-399/11, EU:C:2013:107, točka 29), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 25).

22 Moj poudarek.

23 Stališče ECB v prid delitvi izgub med nacionalnimi centralnimi bankami, omejeni na 12 % opravljenih nakupov, je bilo predstavljeno v uvodni izjavi k novinarski konferenci predsednika ECB z dne 22. januarja 2015 in objavljeno v sporočilu za javnost z istega dne. Ta delitev je bila pozneje celo *znižana* na 10 % zaradi gibanja razporeditve nakupov (glej sporočilo ECB za javnost z dne 10. marca 2016 in spremembo člena 6 Sklepa 2015/774, uvedeno s členom 1 Sklepa 2016/702).

24 Moj poudarek.

45. Problem, izpostavljen s petim vprašanjem za predhodno odločanje, se mi torej zdi povsem hipotetičen, saj niti pravni niti dejanski okvir, zaradi katerih bi bil potreben odgovor na to vprašanje, ne ustrezata trenutnim razmeram in ker verjetnost njunega nastanka ni dokazana z zadostno gotovostjo. Vsekakor, če bi se štel, da je neomejena delitev tveganj položaj, katerega verjetnost je bila zadostno dokazana, *quod non*, je nesporno, da ta delitev tveganj še ni bila konkretizirana v predpisu prava Unije niti ni bila napovedana. Kako bi se lahko Sodišče v teh okoliščinah izreklo o veljavnosti pravila, ki še ne obstaja?

46. Glede na zgornje preudarke torej menim, da to peto vprašanje v tem okviru in v tem trenutku ni dopustno.

C. Prvo in drugo vprašanje za predhodno odločanje

1. Okvir analize, opredeljen v sodbi z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400)

47. Prvi vprašanji za predhodno odločanje se v bistvu nanašata na upoštevanje prepovedi denarnega financiranja državnih obveznic, določene v členu 123(1) PDEU.

48. S sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), je bil v zvezi s tem zagotovljen upoštevni okvir analize. Kljub razlikam med programoma PSPP in OMT gre namreč za programa nakupov državnih obveznic na sekundarnih trgih. Sodišče pa je v zgoraj navedeni sodbi navedlo omejitve, ki jih mora ECB upoštevati pri izvajanju programa nakupa državnih obveznic. Poleg tega velika večina strank, ki so predložile stališča v okviru tega postopka, spada v ta okvir analize.

49. Najprej, Sodišče je potrdilo, da člen 123(1) PDEU prepoveduje vsakršno finančno pomoč ESCB državi članici, ne da bi bila pri tem izključena možnost, da ESCB kupi državne obveznice na sekundarnih trgih.²⁵

50. Vendar je Sodišče za to možnost določilo dve omejitvi:

- Prvič, „ESCB ne more veljavno pridobiti državnih obveznic na sekundarnem trgu v okoliščinah, v katerih bi njegovo posredovanje dejansko imelo enak učinek kot neposreden nakup državnih obveznic od institucij in oseb javnega prava držav članic.“²⁶ Tak učinek bi lahko imelo, če bi se lahko subjekti, ki bi državne obveznice pridobili na primarnem trgu, zanašali na to, da bo ESCB te obveznice od njih odkupil v roku in pod takimi pogoji, da bi ti subjekti *de facto* delovali kot posredniki ESCB pri neposrednem nakupu teh obveznic od institucij in oseb javnega prava zadevne države članice.
- Drugič, program ECB, s katerim je dovoljen nakup državnih obveznic na sekundarnih trgih, ne sme biti tak, da lahko države članice odvrne od vodenja zdrave proračunske politike. „Glede na to, da iz členov 119(2) PDEU, 127(1) PDEU in 282(2) PDEU izhaja, da – če to ni v nasprotju s ciljem ohranjanja stabilnosti cen – ESCB podpira splošno ekonomsko politiko v Uniji, namreč dejanja ESCB na podlagi člena 123 PDEU ne smejo biti taka, da bi se z odvrčanjem držav članic od vodenja zdrave proračunske politike ovirala učinkovitost te politike.“²⁷

25 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 95).

26 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 97).

27 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 109).

51. Iz teh dveh omejitev izhaja, da mora ECB, kadar na sekundarnem trgu kupuje državne obveznice, za svoje posredovanje zagotoviti jamstva, ki so po eni strani zadostna, da bo to združljivo s prepovedjo denarnega financiranja, ki izhaja iz člena 123(1) PDEU, in po drugi strani namenjena omejitvi učinkov programa ECB na spodbude za vodenje zdrave proračunske politike.²⁸

2. Uporaba načel za program PSPP

52. Načelna zakonitost nakupa državnih obveznic na sekundarnih trgih s strani ESCB ni sporna.²⁹ Temelji na členu 18.1 Protokola o ESCB in ECB, na podlagi katerega „lahko ESCB [...] za doseganje svojih ciljev in za izvajanje svojih nalog posreduje na finančnih trgih med drugim z dokončnimi nakupi in prodajami tržnih instrumentov, kar so tudi državne obveznice, ne da bi bilo to pooblastilo omejeno s posebnimi pogoji, saj bi se sicer prezrla narava operacij na odprtem trgu“,³⁰ in tudi Uredbi Sveta (ES) št. 3603/93 z dne 13. decembra 1993 o opredelitvi pojmov za uporabo prepovedi iz členov 104 in 104b(1) Pogodbe [ki sta postala člena 123 in 125 PDEU]³¹. V skladu s sedmo uvodno izjavo te uredbe je namreč možnost nakupov državnih obveznic izrecno predvidena, ker je v njej navedeno, da „se [...] preko nakupov na sekundarnem trgu ne sme zaobiti ciljev iz [člena 123 PDEU]“.

53. Veljavnost programa, kakršen je PSPP, je torej odvisna od jamstev, ki so zagotovljena v zvezi z njim. Konkretno je treba preveriti njihovo zmožnost, po eni strani, da preprečujejo, da bi lahko subjekti, dejavni na trgih državnih obveznic, *de facto* delovali kot posredniki ESCB pri neposrednem nakupu obveznic od institucij in oseb javnega prava zadevne države članice, in po drugi strani, da države članice niso odvrnjene od vodenja zdrave proračunske politike.

a) Neobstoj gotovosti subjektov

54. Razen pritožnikov v zadevah v glavni stvari vse države članice in institucije Unije, ki so izrazile svoje stališče, menijo, da program PSPP ponuja dovolj jamstev za preprečitev, da bi nakup državnih obveznic na sekundarnem trgu imel enak učinek kot neposreden nakup takih obveznic na primarnem trgu. S to analizo se strinjam.

28 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točki 102 in 115).

29 Glej v tem smislu Wilsher, D., „Ready to Do Whatever it Takes? The Legal Mandate of the European Central Bank and the Economic Crisis“, *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, zv. 15, 2012–2013, str. od 510 do 536, zlasti str. 514.

30 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 96).

31 UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 10, zvezek 1, str. 27.

1) Ustreznost jamstev, predvidenih s Sklepom 2015/774 (prvo vprašanje za predhodno odločanje, točki (a) in (b))

55. Prvič, dejstvo, da je Svet ECB pristojen za določitev obsega, začetka, izvajanja in ustavitve posredovanj na sekundarnih trgih, določenih s programom PSPP, ni nepomembno. Gre za element, ki ga je Sodišče izrecno upoštevalo pri oceni veljavnosti programa OMT.³² Zlasti iz povzetkov sej Sveta ECB o monetarni politiki pa izhaja, da se program PSPP stalno neodvisno ocenjuje in prilagaja, kolikor je to potrebno za doseg napovedanega cilja.³³

56. Drugič, program PSPP je samo eden od štirih podprogramov programa APP. Nakup državnih obveznic na sekundarnih trgih, ki ga dovoljuje, pa je subsidiaren v primerjavi s tremi drugimi programi, ki se nanašajo na nakup obveznic zasebnega sektorja.³⁴ Dejstvo, da je dovoljeni obseg nakupov državnih obveznic vsak mesec določen na podlagi predvidljivosti nakupov v treh drugih podprogramih, je element, ki prispeva k preprečevanju gotovosti glede odkupa državnih obveznic, kupljenih na primarnem trgu.

57. Tretjič, neobstoj selektivnosti programa PSPP prav tako prispeva k zagotovitvi, da so načini konkretnega izvajanja tega programa nepredvidljivi. V nasprotju s programom OMT program PSPP namreč ne predvideva nakupa obveznic na selektiven način, ampak na način, ki je reprezentativen za vse države članice euroobmočja. V skladu s členom 6(2) Sklepa 2015/774 se razdelitev nakupov po državah članicah opravi v skladu s ključem za vpis kapitala ECB iz člena 29 Protokola o ESCB in ECB.³⁵

58. Četrto, gotovost subjektov, dejavnih na primarnih trgih, glede odkupa ne more biti mogoča, saj sta s členom 5 Sklepa 2015/774 za nakupe državnih obveznic na sekundarnih trgih določeni dve omejitvi – po konsolidaciji imetij v vseh portfeljih centralnih bank ESCB – ki se nanašata, po eni strani, na izdajo vrednostnih papirjev in, po drugi strani, na izdajatelja. Načeloma je s prvo dovoljen delež obveznic v višini 33 % iz ene same izdaje;³⁶ z drugo je prepovedano, da bi imel ESCB več kot 33 % nezapadlih obveznic istega izdajatelja v celotnem obdobju programa PSPP.³⁷ Poleg tega, da gre za zgornji omejitvi in ne za obveznost nakupa državnih obveznic v teh deležih, je posledica omejitev, določenih v členu 5 Sklepa 2015/774, da imetnik državne obveznice ne more biti prepričan, da bo ESCB lahko odkupil njegovo obveznico oziroma ali je, nasprotno, ta odkup nemogoč zaradi doseganja ene od navedenih zgornjih mej. Vsakodnevni nadzor nad tema omejitvama, ki ga izvaja odbor za upravljanje s tveganji ESCB, lahko zagotavlja učinkovitost tega jamstva.³⁸

32 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 106).

33 Tako iz povzetka seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015 izhaja, da naj bi se program APP „začel marca 2015 in se nanašal na mesečne nakupe v višini 60 milijard EUR, ki naj bi trajali do konca septembra 2016, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne ugotovi, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju, da dosežemo stopnjo inflacije pod 2 %, vendar blizu te meje“ (str. 21 različice v francoščini; glej tudi sporočilo ECB za javnost z dne 22. januarja 2015). Poznejši povzetki potrjujejo „pripravljenost in sposobnost [Sveta ECB], da bo po potrebi ukrepal z uporabo vseh instrumentov, ki so mu na voljo v okviru mandata, zlasti prožnosti programov nakupov vrednostnih papirjev, kar zadeva prilagajanje njihovega obsega, sestave in trajanja“ (povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 2. in 3. septembra 2015, str. 19 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču Banque de France (francoska centralna banka); moj poudarek). Glej tudi povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 2. in 3. decembra 2015, zlasti str. od 18 do 20 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke, ali povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 7. in 8. decembra 2016, v katerem lahko preberemo, da je „glede na sedanje negotovosti treba znova potrditi, da bo Svet ECB še naprej natančno spremljal obete glede cenovne stabilnosti ter ukrepal z vsemi instrumenti, ki so mu na voljo v okviru mandata, če bo to potrebno za doseg zastavljenih ciljev“ (str. 15 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke).

34 Člen 2(2) smernic o programu PSPP.

35 Ob upoštevanju izključitve Grčije zaradi zahtev glede kreditne kvalitete. Na podlagi teh jamstev centralne banke Eurosistema niso kupovale grških obveznic javnega sektorja v okviru programa PSPP (glej Sklep ECB 2016/1041). V zvezi s temi pogoji glej točki 86 in 87 teh sklepnih predlogov.

36 Izjemoma je ta zgornja meja omejena na 25 % (člen 5(1)(b) Sklepa 2015/774). Sicer je določena na 50 % za obveznice, ki jih izdajo mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke (člen 5(1)(a) Sklepa 2015/774).

37 Zgornja meja na izdajatelja je določena na 50 % za izdajatelje, ki so mednarodne organizacije in multilateralne razvojne banke (člen 5(2)(a) Sklepa 2015/774).

38 Člen 4(3) smernic o programu PSPP v povezavi s točko 5 njihove priloge.

59. Petič, tudi obstoj minimalnega obdobja med izdajo obveznice na primarnem trgu in njenim odkupom na sekundarnem trgu prispeva k temu, da se pogoji izdaje državnih obveznic ne spremenijo zaradi gotovosti, da bo ESCB odkupil te obveznice po njihovi izdaji.³⁹ To obdobje je potrebno, da se lahko oblikuje tržna cena. Tako obdobje prepovedi je izrecno določeno v členu 4(1) Sklepa 2015/774 in pojasnjeno v členu 15 smernic o programu PSPP.

60. Neobstoj natančnih informacij v zvezi s tem obdobjem je pogoj *sine qua non* za njegovo učinkovitost. Razkritje trajanja obdobja prepovedi bi lahko vplivalo na predvidljivost nakupov in oblikovanje cene. Ker skladnost transakcij s tržno ceno nadzoruje odbor za upravljanje s tveganji ESCB,⁴⁰ se mi zdi informacija, da se minimalno obdobje med izdajo državne obveznice na primarnem trgu in njenim odkupom na sekundarnem trgu meri bolj v dnevih kot v tednih, zadostna za zagotovitev sodnega nadzora skladnosti Sklepa 2015/774 s členom 123 PDEU.⁴¹ Po eni strani je odbor za upravljanje s tveganji ESCB bolj usposobljen in ima več strokovnega znanja kot sodišče, da presodi o oblikovanju cene po tržnih pogojih in posledično o ustreznosti obdobja prepovedi, da se zagotovi tako oblikovanje. Po drugi strani ni mogoče izključiti, da bi natančno razkritje obdobja prepovedi, tudi naknadno, povzročilo pričakovanja pri subjektih, dejavnih na trgih, ki bi lahko preprečila oblikovanje tržne cene.

61. Šestič, ravnotežje med vrsto sporočenih informacij in stopnjo natančnosti razkritih elementov omogoča zagotoviti učinkovitost programa PSPP, hkrati pa preprečuje, da bi subjekti, dejavni na primarnih trgih, bili prepričani o odkupu državnih obveznic na sekundarnih trgih.

62. Glavne podrobnosti programa PSPP, kot je obseg mesečnih nakupov, predvideno trajanje programa APP ali merilo porazdelitve nakupov državnih obveznic med državami članicami euroobmočja ali delitev morebitnih tveganj, je 22. januarja 2015 sporočil predsednik ECB.⁴² To sporočilo prispeva k učinkovitosti programa APP; njegov namen je okrepiti učinke, ki se želijo doseči z nakupi obveznic zasebnega in javnega sektorja, vzpostavljenimi s tem programom. ECB prek tega sporočila potrjuje svojo zavezo, da se bo zoperstavila deflacijskim težnjam, tako da verodostojno pojasni ukrepe, sprejete v ta namen. Gre za sredstvo, s katerim ECB na realno gospodarstvo prenese ublažitev monetarnih in finančnih pogojev, ustvarjeno s programom PSPP. To se v ekonomiji imenuje „signalizacijski kanal“. Omogoča učinkovito okrepitev učinkov, ki se želijo doseči s programom kvantitativnega rahljanja.⁴³

63. Vendar kot poudarja ECB v svojih pisnih stališčih, je to sporočilo upoštevno samo na makroekonomski ravni. Dane informacije subjektom, ki bi lahko kupili državne obveznice na primarnem trgu, ne omogočajo gotovosti glede tega, da bo ESCB te obveznice odkupil v roku in pod pogoji, ki bi jim omogočali, da bi *de facto* delovali kot posredniki ESCB pri neposrednem nakupu navedenih obveznic od institucij in oseb javnega prava zadevne države članice. Direktor pravne službe Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčije) je na obravnavi 10. julija 2018 potrdil, da čeprav je zaradi sporočil ECB obstajala določena predvidljivost – zlasti glede dejstva, da bo eno tretjino državnih obveznic mogoče kupiti v okviru programa PSPP – to ni bilo pomembno na mikroekonomski ravni.

39 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točki 106 in 107).

40 Člen 9 smernic o programu PSPP v povezavi s točko 6 njihove priloge.

41 ECB je informacijo zagotovila v okviru predhodnega odločanja (točka 89 stališč ECB). Poleg tega ugotavljam, da je ECB tudi pojasnila, da je bilo obdobje, ki je dejansko preteklo med izdajo obveznice na primarnem trgu in njenim nakupom na sekundarnem trgu, na splošno daljše ob obdobja, določenega z obdobjem prepovedi. S tem „dejanskim“ podaljšanjem obdobja prepovedi se okrepi negotovost subjektov glede odprodaje obveznic javnega sektorja, kupljenih na primarnem trgu, in oblikovanja cene, ki ustreza tržni ceni.

42 Glej uvodno izjavo k novinarski konferenci predsednika ECB z dne 22. januarja 2015 in sporočilo ECB za javnost z istega dne. Tudi prilagoditve programa PSPP so se redno sporočale (glej na primer sporočili ECB za javnost z dne 10. marca 2016 o sklepih o monetarni politiki in spremembah programa APP ter z dne 8. decembra 2016 o sklepih o monetarni politiki).

43 Glej v tem smislu zlasti Krishnamurthy, A. in Vissing-Jorgensen, A., „The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy“, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, str. od 215 do 287; Bauer, M. D. in Rudebusch, G. D., „The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases“, *International Journal of Central Banking*, 2014, str. od 233 do 289.

64. Podrobnosti programa PSPP, ki jih je sporočila ECB, namreč ostajajo splošne. Znesek mesečnih nakupov v okviru programa APP je okvirni podatek, ki drugače ni podrobno naveden, niti v smislu datuma nakupa niti datuma zapadlosti. Poleg tega ni sporočena niti stopnja uporabe omejitev nakupa na izdajo in izdajatelja. Nazadnje, čeprav se portfelj obveznic programa PSPP objavlja tedensko, je objavljen samo na agregirani osnovi,⁴⁴ medtem ko se preostala zapadlost objavlja mesečno glede na sedež izdajatelja na podlagi tehtanega povprečja⁴⁵. Kot je na obravnavi 10. julija 2018 pojasnila ECB, morajo biti informacije, objavljene na spletišču ECB, zadostne, da so subjekti, dejavni na trgih, seznanjeni z vrednostnimi papirji, ki jih ima ESCB, vendar ne s konkretno prakso nakupov.

65. Ta različna jamstva se mi zdijo primerna, da preprečijo, da bi se pogoji izdaje državnih obveznic spremenili zaradi gotovosti, da bo ESCB odkupil te obveznice po njihovi izdaji. Na njihovi podlagi je torej mogoče izključiti, da bi izvajanje programa, kakršen je PSPP, v praksi imelo enak učinek kot neposreden nakup državnih obveznic pri institucijah ali osebah javnega prava držav članic.

2) Neobstoj vpliva hranjenja obveznic do njihove zapadlosti in nakup obveznic z negativnim donosom (prvo vprašanje za predhodno odločanje, točki (c) in (d))

66. Predložitveno sodišče se v nadaljevanju svojega vprašanja za predhodno odločanje sprašuje o vplivu, ki ga imata na zakonitost programa PSPP glede na člen 123(1) PDEU lahko, po eni strani, hranjenje vseh kupljenih obveznic do njihove zapadlosti in, po drugi strani, nakup nominalnih tržnih dolžniških instrumentov z negativnim donosom do zapadlosti. Menim, da na podlagi teh elementov Sklepa 2015/774 ni mogoče razveljaviti.

i) Hranjenje obveznic do njihove zapadlosti

67. Glede hranjenja obveznic do njihove zapadlosti je Sodišče v zadevi, v kateri je bila izrečena sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), razsodilo, da možnost hranjenja obveznic do njihove zapadlosti nima odločilne vloge pri presoji veljavnosti programa OMT, „saj je ta možnost pogojena z nujnostjo takega dejanja zato, da se dosežejo želeni cilji, poleg tega pa v nobenem primeru vpleteni subjekti na njeni podlagi ne morejo biti prepričani, da bo ESCB to možnost izrabila“.⁴⁶ Poleg tega je Sodišče opozorilo, da člen 18.1 Protokola o ESCB in ECB nikakor ne prepoveduje te prakse, ki nikakor ne pomeni, da se bo država članica izdajateljica izognila plačilu dolga, ko bo obveznica zapadla v plačilo.⁴⁷

68. Ugotavljam, da člen 18.1 Protokola o ESCB in ECB izrecno določa možnost *dokončnega* nakupa in prodaje tržnih instrumentov na finančnih trgih, ne da bi bil za to možnost določen kakršen koli pridržek. V teh okoliščinah se mi v nasprotju s tem, kar predlaga predložitveno sodišče, ne zdi, da je neobstoj vpliva hranjenja obveznic do njene zapadlosti na zakonitost programa, kot je PSPP, pogojen z izredno naravo operacije. Nasprotno, zahteva se, da ustreza cilju zadevnega programa.

69. Zdi se mi, da to velja v obravnavani zadevi. Uvodoma ugotavljam, da smernice o programu PSPP potrjujejo, da lahko ESCB vrednostne papirje, kupljene v okviru tega programa, kadar koli proda iz razlogov monetarne politike.⁴⁸ Poleg tega je s členom 3(3) Sklepa 2015/774 dovoljen nakup vrednostnih papirjev s preostalo zapadlostjo od enega leta do 30 let in 364 dni. Zaradi take širine pri razdelitvi vrednostnih papirjev gospodarski subjekti ne morejo biti prepričani, da bo ESCB vse obveznice hranil do njihove zapadlosti.

⁴⁴ Člen 8(1) Sklepa 2015/774.

⁴⁵ Člen 8(2) Sklepa 2015/774.

⁴⁶ Točka 118 te sodbe.

⁴⁷ Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 118).

⁴⁸ Člen 12(2) smernic o programu PSPP.

70. Predvsem se mi zdi, da lahko hranjenje kupljenih vrednostnih papirjev do njihove zapadlosti ustreza cilju programa PSPP. Program PSPP je namreč namenjen ohranjanju stabilnosti cen. Natančneje, v uvodni izjavi 4 Sklepa 2015/774 je dodano, da bo „[p]o zaslugi učinka ponovnega uravnoteženja portfelja [...] velik nakupni obseg programa [PSPP] pripomogel k doseganju osnovnega cilja denarne politike, da se finančni posredniki spodbudijo k povečanju zagotavljanja likvidnosti medbančnemu trgu in kreditiranja gospodarstva euroobmočja“.

71. Glede na ta posebni cilj se strinjam z mnenjem nemške vlade, v skladu s katerim se zdi verjetno, da bo treba kupljene vrednostne papirje ponovno prodati, samo če učinek nakupa na monetarno politiko ne bo več ogrožen.⁴⁹ Za tak učinek pa sta potrebna zadostno povečanje likvidnosti na trgu, da se doseže ponovno uravnoteženje portfelja, in posledično neobstoj prezgodnje ponovne prodaje kupljenih vrednostnih papirjev. Hranjenje državnih obveznic ali večine od njih do njihove zapadlosti se mi torej zdi v skladu s ciljem, zastavljenim s programom PSPP.

ii) Nakup obveznic z negativnim donosom

72. S členom 3(5) Sklepa 2015/774 so dovoljeni nakupi nominalnih tržnih dolžniških instrumentov z negativnim donosom do zapadlosti, ki je enak obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita ali višji od te obrestne mere. Ne zdi se mi, da bi ta možnost pripeljala do zaobidenja prepovedi denarnega financiranja iz člena 123(1) PDEU.

73. Najprej je treba spomniti, da operacije na odprtem trgu, ki jih mora izvesti ECB, zanjo neizogibno pomenijo tveganje izgub, in to neodvisno od napovedanega donosa.⁵⁰ Poleg tega je ECB glede programa PSPP izrecno navedla, da je treba prednost dati nakupom vrednostnih papirjev s pozitivno stopnjo donosa.⁵¹

74. Dalje, ker se obveznice nekaterih držav članic euroobmočja zaradi tržnih razmer izdajajo z negativno stopnjo, bi bila prepoved nakupa njihovih vrednostnih papirjev v nasprotju z načelom odprtega trga, ki mora veljati za ukrepanje ESCB na finančnih trgih v skladu s členom 18.1 Protokola o ESCB in ECB.⁵² Kot poudarjata ECB in Komisija, bi bila izključitev nakupa obveznic z negativnim donosom iz programa PSPP v nasprotju z načelom nevtralnosti trga, ki je del načela odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, po katerem v skladu s členom 127(1) PDEU deluje ESCB.⁵³

75. Nazadnje, kot ustrezno poudarja nemška vlada, bi bila izključitev nakupa državnih obveznic, izdanih z negativno stopnjo, v nasprotju z bistvenim elementom programa PSPP, ki določa nakup državnih obveznic *vseh* držav članic euroobmočja, s čimer se zagotavlja uresničevanje cilja monetarne politike.

76. V teh okoliščinah se mi nakup državnih obveznic z negativnim donosom ne zdi v nasprotju s členom 123(1) PDEU.

49 Točka 16 pisnih stališč nemške vlade.

50 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 125).

51 Glej sporočilo ECB za javnost z dne 19. januarja 2017 o podrobnostih o nakupih vrednostnih papirjev v okviru programa APP z donosom, nižjim od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.

52 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 96).

53 Glej tudi člen 119(2) PDEU. Uvodna izjava 6 Sklepa 2015/774 se izrecno nanaša na načelo odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco.

3) *Neobstoj vpliva domnevne določljivosti vrednostnih papirjev, ki bodo kupljeni, na veljavnost Sklepa 2015/774 (prvo vprašanje za predhodno odločanje, točka (a), in drugo vprašanje za predhodno odločanje)*

77. Po mnenju predložitvenega sodišča naj bi kombinacija napovedanega skupnega obsega programa APP, njegove razčlenitve po ključu za vpis kapitala ECB in stalnega deleža nakupov državnih obveznic v programu APP omogočala vnaprejšnjo določitev obsega mesečnih nakupov obveznic, ki jih izda javni sektor dane države članice. V tem okviru naj bi pomanjkanje ponudbe državnih obveznic, ki jih je mogoče kupiti, glede na omejenost pogojev za primernost v zvezi s preostalo zapadlostjo in donosom ter pravilo, s katerim so nakupi ESCB omejeni na 33 % obsega izdaje, subjektom omogočala, da pridobijo dejansko gotovost glede konkretnih vrednostnih papirjev, ki bodo kupljeni v okviru programa PSPP.

78. Zdi se mi, da na podlagi te morebitne gotovosti, ki ni pravna, ampak dejanska in temelji na podrobnostih, ki jih sporoči ECB, v povezavi s prakso nakupov vrednostnih papirjev, ki se opaža od začetka veljavnosti programa PSPP, ni mogoče razveljaviti Sklepa 2015/774.

79. Najprej, če bi obstajala gotovost glede nakupa državnih obveznic, bi ta bila makroekonomske in ne mikroekonomske narave.⁵⁴ Poleg tega se mi zdi, da analize, na katere se opira predložitveno sodišče, ne upoštevajo, vsaj ne zadostno, dejstva, da se del nakupov, opravljenih v okviru programa PSPP, nanaša na obveznice, ki jih ne izdajo centralne vlade držav članic.⁵⁵

80. Dalje, ta domnevna gotovost naj bi bila mogoča le zaradi pomanjkanja ponudbe razpoložljivih vrednostnih papirjev. Ob predpostavki, da bi bilo to pomanjkanje ponudbe izkazano⁵⁶ in da bi bilo dokazano, da omogoča zanesljivo sklepanje o nakupu točno določenih državnih obveznic, bi te ugotovitve pripeljale do presoje učinkovitosti jamstev, določenih s Sklepom 2015/774, na podlagi dejanskih okoliščin, ki obstajajo po njegovem sprejetju. Kot pa sem opozoril pri preučitvi dopustnosti predloga za sprejetje predhodne odločbe, je treba veljavnost akta presojski glede na dejanske in pravne okoliščine, ki so obstajale *na dan njegovega sprejetja*, in zlasti ne more biti odvisna od retrospektivnih presoj v zvezi s stopnjo učinkovitosti tega akta.⁵⁷

81. Kadar učinkov ukrepa ni mogoče natančno predvideti ob njegovem sprejetju, se lahko presoja pristojnega organa izpodbija le, če je očitno napačna glede na elemente, ki jih je imel ob sprejetju zadevne ureditve.⁵⁸ V obravnavani zadevi se mi Sklep 2015/774 ne zdi rezultat „očitno napačne“ presoje. Nasprotno, ni sporno, da je bil Sklep 2015/774, kot je navedeno v njegovi preambuli, sprejet „[v] okolju, v katerem so ključne obrestne mere ECB na spodnji meji in se ocenjuje, da imajo programi nakupa, ki se osredotočajo na zasebni sektor, merljive, vendar nezadostne možnosti za obravnavanje prevladujočih negativnih tveganj za stabilnost cen“.⁵⁹ V teh okoliščinah se je lahko upravičeno izkazalo, da „je treba ukrepom denarne politike Eurosistema dodati program [PSPP] kot instrument, ki ima možnost visoke transmisije v realno gospodarstvo“.⁶⁰ Jamstva, zagotovljena v zvezi s programom PSPP, utrjujejo moje prepričanje o premišljeni in pravilni presoji ECB ob sprejetju Sklepa 2015/774.

54 Glej točko 63 teh sklepnih predlogov.

55 Po navedbah ECB naj bi to pomenilo osmino količine obveznic v obtoku v okviru programa PSPP.

56 Trditve je formalno izpodbijalo več držav članic v odgovor na vprašanja, ki jih je postavilo Sodišče. Poleg tega je Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčija) v pisnih odgovorih na vprašanja Sodišča zatrnila, da čeprav je bilo mogoče v letu 2016 ugotoviti znake pomanjkanja ponudbe nemških državnih obveznic na trgu, so bile nemške državne obveznice kljub temu še vedno na voljo v zadostni količini.

57 Glej v tem smislu sodbo z dne 22. oktobra 2002, National Farmers' Union (C-241/01, EU:C:2002:604, točka 37 in navedena sodna praksa).

58 Glej v tem smislu tudi sodbi z dne 5. oktobra 1994, Crispolti in drugi (C-133/93, C-300/93 in C-362/93, EU:C:1994:364, točka 43), in z dne 12. julija 2001, Jippes in drugi (C-189/01, EU:C:2001:420, točka 84).

59 Uvodna izjava 4 Sklepa 2015/774.

60 Uvodna izjava 4 Sklepa 2015/774.

82. Razumem sicer tezo, ki jo je nedavno zagovarjal generalni pravobranilec M. Bobek v sklepnih predlogih v zadevi Confédération paysanne in drugi (C-528/16, EU:C:2018:20), v skladu s katero ni vsak razvoj brezpredmeten za presojo veljavnosti pravnega akta Unije.⁶¹ Obstajala naj bi torej dolžnost posodabljanja zakonodaje, ki bi lahko „v skrajnem primeru tehnične ali družbene neodzivnosti“ privedla do razglasitve neveljavnosti.⁶²

83. Vendar to ne velja v tem primeru, ker je bil Sklep 2015/774 večkrat zaporedoma spremenjen, s čimer so bila prvotno predvidena pravila nakupa morda razrahljana, vendar so te spremembe tudi prispevale k ohranitvi učinkovitosti jamstev, potrebnih za njegovo veljavnost. Mislim zlasti na zvišanje omejitve deleža izdaj vrednostnih papirjev⁶³ ali na vključitev obveznic lokalnih in regionalnih ravni države na seznam primernih vrednostnih papirjev.⁶⁴ Ti ukrepi lahko teoretično preprečijo ali vsaj omilijo pomanjkanje ponudbe razpoložljivih vrednostnih papirjev. Poleg tega je bil to razlog, ki je bil izrecno naveden v podporo drugi navedeni spremembi. V skladu s povzetkom seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 2. in 3. decembra 2015 je bilo namreč „[o]cenjeno [...], da bo [vključitev obveznic lokalnih in regionalnih ravni države na seznam primernih vrednostnih papirjev] prispevala k preprečitvi kakršne koli napetosti, ki bi se lahko pojavila v zvezi z razpoložljivostjo vrednostnih papirjev“.⁶⁵

b) Spodbuda za vodenje zdrave proračunske politike

84. Na tej stopnji svoje analize menim, da nakup državnih obveznic na sekundarnih trgih, odobren s programom PSPP, nima enakega učinka kot neposreden nakup takih obveznic od institucij in oseb javnega prava držav članic. Da pa program PSPP ne bi bil v nasprotju s prepovedjo denarnega financiranja iz člena 123(1) PDEU, morajo z njim povezana jamstva omejevati tudi njegove učinke na spodbudo za vodenje zdrave proračunske politike.

85. Poleg dejstva, da so učinki programa, kakršen je program PSPP, na spodbudo za vodenje zdrave proračunske politike že omejeni z možnostjo ESCB, da kupljene obveznice kadar koli proda naprej⁶⁶ ali da odloči o ustavitvi programa, se mi zdijo bistvene tri značilnosti tega programa.

86. Prvič, člen 3(2)(a) Sklepa 2015/774 določa, da mora imeti izdajatelj ali garant tržnih dolžniških vrednostnih papirjev v okviru programa PSPP bonitetno oceno najmanj stopnje kreditne kvalitete 3 na usklajeni lestvici bonitetnih ocen Eurosistema. Če je nima, je v členu 3(2)(d) Sklepa 2015/774 določeno, da so tržni dolžniški vrednostni papirji primerni le, če jih izda ali zanje v celoti jamči centralna raven države v državah članicah euroobmočja, kjer poteka program finančne pomoči, ali če je Svet ECB na podlagi člena 9 Smernice ECB ECB/2014/31 z dne 9. julija 2014 o dodatnih začasnih ukrepih v zvezi z Eurosistemovimi operacijami refinanciranja in primernostjo zavarovanja ter o spremembi Smernice ECB/2007/9⁶⁷ odločil, da se v zvezi z njimi Eurosistemov prag kreditne kvalitete ne uporablja.

87. Ta zahteva pomeni pomembno jamstvo v zvezi s spodbudo za vodenje zdrave proračunske politike. Če namreč izdajatelj državnih obveznic ne izvaja več zdrave proračunske politike, lahko izdane obveznice izgubijo to bonitetno oceno. Ta izguba pa bi samodejno povzročila prenehanje kupovanja teh obveznic.⁶⁸

61 Glej točke od 131 do 142 teh sklepnih predlogov in tudi moje sklepane predloge v zadevi Coman in drugi (C-673/16, EU:C:2018:2, opomba 25).

62 Sklepni predlogi generalnega pravobranilca M. Bobka v zadevi Confédération paysanne in drugi (C-528/16, EU:C:2018:20, točka 140).

63 Glej Sklep 2015/2101.

64 Glej Sklep 2015/2464.

65 Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 2. in 3. decembra 2015, str. 18 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

66 Glej v tem smislu v zvezi s programom OMT sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 117).

67 UL 2014, L 240, str. 28.

68 Izključitev grških obveznic iz programa PSPP potrjuje učinkovitost tega jamstva (glej Sklep 2016/1041).

88. Drugič, nakupi med javnimi izdajatelji vseh držav članic euroobmočja so razdeljeni po objektivnem merilu in neodvisno od ekonomskega položaja ali njihove proračunske politike, tj. po ključu za vpis kapitala ECB. Posledično programa PSPP ni mogoče razlagati kot mehanizma, ki lahko pomaga državam s težavami pri financiranju. S skupno omejitvijo na izdajatelja, določeno v členu 5(2) Sklepa 2015/774, je to jamstvo še okrepljeno, saj so države članice euroobmočja pri večini obveznic, ki jih izdajo, odvisne od povpraševanja zasebnih vlagateljev.

89. Tretjič, omejitev delitve tveganj na nakupe, ki jih opravi sama ECB, in nakupe obveznic mednarodnih organizacij, tj. 20 % programa PSPP, prav tako prispeva k ohranjanju spodbude za vodenje zdrave proračunske politike. Kot namreč v pisnih stališčih poudarja Deutsche Bundesbank (zvezna banka Nemčije), bodo morali pri 80 % nakupov, opravljenih v okviru programa PSPP, morebitne izgube in dokapitalizacijo zadevne centralne banke nositi domači davkoplačevalci ali drugi upniki javnih posojil. To pa je „ključni parameter“ programa PSPP.⁶⁹

90. Res je, da ta delitev tveganj ni izrecno razvidna v Sklepu 2015/774. Vendar je izrecno navedena v uvodni izjavi k novinarski konferenci predsednika ECB z dne 22. januarja 2015 ter v sporočilih ECB za javnost z dne 22. januarja 2015 in 10. marca 2016. Poleg tega je po navedbah ECB razdelitev izgub, ki bi lahko izhajale iz nakupa obveznic mednarodnih organizacij in multilateralnih razvojnih bank s sedežem v euroobmočju, med centralne banke Eurosistema razvidna v neobjavljenem sklepu ECB z dne 19. novembra 2015 o razdelitvi izgub, ki izhajajo iz operacij monetarne politike (revidirana različica) (ECB/2015/NP29), ki temelji na členu 32(4), drugi pododstavek, Statuta ESCB in ECB. Razdelitev izgub ECB, ki bi lahko izhajale iz nakupa obveznic držav članic euroobmočja, naj bi bila obravnavana v skladu s členom 33.2 Statuta ESCB in ECB. Tako naj bi morebitne izgube zmanjšale letni presežek, ki ga lahko ECB izplača centralnim bankam Eurosistema, ali povzročile prenos izgub.

91. Zdi se mi, da te različne značilnosti zadostujejo za preprečitev, da bi program, kakršen je PSPP, države članice odvrčal od spodbude za vodenje zdrave proračunske politike. Poleg tega je mogoče ugotoviti, da je, ker se je Svet 22. junija 2018 odločil zaključiti postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem Francije,⁷⁰ v postopku za odpravo čezmernega primanjkljaja samo še ena država članica, medtem ko jih je bilo leta 2011 24.⁷¹ Te objektivne razmere dokazujejo, da države članice euroobmočja izvajajo zdravo proračunsko politiko.

3. Predlog v zvezi s prvim in drugim vprašanjem

92. Iz zgoraj navedenega sledi, po eni strani, da s programom PSPP posredovanju ESCB ni zagotovljen enak učinek, kot ga ima neposredni nakup državnih obveznic pri institucijah in osebah javnega prava držav članic, in po drugi strani, da z njim države članice niso odvrnjene od spodbude za vodenje zdrave proračunske politike. V teh okoliščinah se mi Sklep 2015/774 ne zdi v nasprotju s členom 123(1) PDEU.

69 Glej v zvezi s tem izjavo B. Coeuréja (povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 9. in 10. marca 2016, str. 8 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke).

70 V skladu s priporočilom Komisije z dne 23. maja 2018 o razveljavitvi Odločbe 2009/414/ES o obstoju čezmernega primanjkljaja v Franciji (glej priporočilo Komisije, COM(2018) 433 final).

71 To je Španija.

D. Tretje in četrto vprašanje

93. Tretje in četrto vprašanje se v bistvu nanašata na povezavo programa PSPP z monetarno politiko – s katero je omejen mandat ECB – in na preučitev sorazmernosti, ki jo je treba opraviti v zvezi s Sklepom 2015/774, da bi se preverila njegova skladnost s členom 119 PDEU ter členom 127(1) in (2) PDEU (ter členi od 17 do 24 Protokola o ESCB in ECB). Predložitveno sodišče se sprašuje, ali je za program PSPP glede na njegov obseg, trajanje uporabe in s tem povezane posledice še mogoče šteti, da spada v mandat ECB.

94. V skladu z načelom prenosa pristojnosti iz člena 5(2) PEU mora ESCB delovati v mejah pristojnosti, ki so mu podeljene s primarnim pravom. Zato ne more veljavno sprejeti ali izvajati programa, ki ne spada na področje, ki je s primarnim pravom določeno za monetarno politiko. Poleg tega, da se zagotovi spoštovanje tega načela, so akti ESCB – pod pogoji iz Pogodb – predmet sodnega nadzora Sodišča.⁷²

95. Parametri, potrebni za odgovor na ti vprašanji, so bili izdelani v sodbah z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400).

1. Okvir za analizo, opredeljen v sodbah z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400)

a) Opredelitev monetarne politike

96. Čeprav v Pogodbi DEU monetarna politika ni natančno opredeljena, je Sodišče vseeno ugotovilo, da so v njej določeni cilji te politike in da je mogoče opredeliti sredstva, ki jih ima ESCB na voljo za izvajanje te politike.⁷³

97. Čeprav sodbi z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), v zvezi s tem izkazujeta določen razvoj v njenem besedilu, se mi to ne zdi bistvenega pomena. V prvi sodbi je Sodišče razsodilo, da se Pogodba DEU v določbah v zvezi z monetarno politiko nanaša „bolj na njene cilje kot na njene instrumente“. ⁷⁴ Ta hierarhizacija pa je izginila v drugi sodbi, saj je Sodišče razsodilo, da Pogodba DEU „hkrati določa cilje monetarne politike in sredstva, ki jih ima ESCB za izvajanje te politike“. ⁷⁵ Vendar je kljub tej leksikalni razliki gotovo, da je treba za ugotovitev, ali neki ukrep spada na področje monetarne politike, upoštevati zastavljene cilje in sredstva, ki se uporabljajo. ⁷⁶

98. Prav tako je treba opozoriti, da ukrepa monetarne politike ni mogoče enačiti z ukrepom ekonomske politike zgolj zato, ker bi ta lahko posredno vplival na stabilnost euroobmočja. ⁷⁷ Morebitni posredni učinki namreč ne morejo pomeniti, da je treba program ECB nujno enačiti z ukrepom ekonomske politike, saj je iz same Pogodbe, zlasti členov 119(2) PDEU, 127(1) PDEU in 282(2) PDEU, razvidno, da ESCB – če to ni v nasprotju s ciljem stabilnosti cen – podpira splošne ekonomske politike v Uniji. ⁷⁸

⁷² Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 41).

⁷³ Glej v tem smislu sodbi z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, točka 53), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 42).

⁷⁴ Moj poudarek.

⁷⁵ Moj poudarek.

⁷⁶ Glej v tem smislu sodbi z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, točka 55), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 46).

⁷⁷ Glej v tem smislu sodbi z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, točka 56), in z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 52).

⁷⁸ Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 59).

b) Načelo sorazmernosti in obseg z njim povezanega sodnega nadzora

99. Če se izkaže, da program ECB spada na področje monetarne politike, iz člena 119(2) PDEU in člena 127(1) PDEU v povezavi s členom 5(4) PEU izhaja, da se lahko program nakupa obveznic, kakršen je PSPP, veljavno sprejme in izvaja le, če so njegovi ukrepi sorazmerni s cilji te politike.⁷⁹ To konkretno pomeni, da mora biti program PSPP tako kot kateri koli akt institucije Unije primeren za uresničitev legitimnih ciljev, ki so zastavljeni z njim, potreben in ne sme presegati okvirov, ki so potrebni za njegovo uresničitev.

100. Glede sodnega nadzora nad upoštevanjem teh pogojev pa za program PSPP velja enak pridržek, kot si ga je Sodišče določilo v zvezi s programom OMT v točki 68 sodbe z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400). ESCB mora namreč pri pripravi in izvajanju programa operacij na odprtem trgu, kakršen je program PSPP, sprejeti tudi tehnične odločitve ter podati oziroma izvesti zapletene napovedi in vrednotenja. V tem okviru mu je torej treba priznati široko diskrecijsko pravico.

101. Vendar je Sodišče pojasnilo, da je v teh primerih, ko ima institucija Unije široko diskrecijsko pravico, nadzor nad upoštevanjem nekaterih procesnih jamstev temeljnega pomena in da je med temi jamstvi tudi „obveznost ESCB, da skrbno in nepristransko preveri vse upoštevne okoliščine zadevnega položaja in da svoje odločitve dovolj obrazloži“.⁸⁰

2. Uporaba načel programa PSPP

a) Upoštevanje mandata ECB

1) Cilj in instrumenti, ki jih uporablja program PSPP

102. V skladu s členom 119(2) PDEU in členom 127(1) PDEU je glavni cilj ESCB ohranjati stabilnost cen. Cilj programa PSPP – in splošneje programa APP, v katerem je eden od štirih podprogramov – je prispevati k tej stabilnosti cen z zoperstavljanjem upadanju inflacije, ki se opaža od leta 2013 in se je močno poslabšalo leta 2014.

103. Ta cilj je izrecno naveden v uvodni izjavi 4 Sklepa 2015/774. ECB v njem ugotavlja, da bo „[program PSPP] še naprej lajšal denarne in finančne pogoje, vključno s tistimi, ki so upoštevni pri posojilnih pogojih za nefinančne družbe in gospodinjstva v euroobmočju, in s tem podpiral agregirano porabo in investicijska vlaganja v euroobmočju ter nazadnje prispeval k vrnitvi srednjeročne stopnje inflacije na raven pod 2 %, vendar blizu te vrednosti“ in to „[v] okolju, v katerem so ključne obrestne mere ECB na spodnji meji“. Prav tako je vodil vsako od prilagoditev programa PSPP.⁸¹

79 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 66).

80 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 69).

81 ECB tako v uvodni izjavi Sklepa 2015/2464 pojasnjuje, da je „Svet ECB [...] 3. decembra 2015 v skladu s pooblastili za zagotavljanje stabilnosti cen odločil, da spremeni nekatere značilnosti zasnove programa [PSPP], da bi zagotovil trajno prilagoditev gibanja inflacije na raven, ki je v srednjeročnem obdobju pod 2 %, vendar blizu te vrednosti“. Glej tudi uvodno izjavo 2 Sklepa 2016/702 ter uvodni izjavi 3 in 4 Sklepa 2017/100. V skladu s sklepom Sveta ECB, sprejetim leta 1998, je bila stabilnost cen opredeljena kot medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin, ki je manjše od 2 %. Svet ECB je ob potrditvi te opredelitve 8. maja 2003 odločil, da si bo v okviru uresničevanja cilja stabilnosti cen prizadeval za ohranjanje stopenj inflacije na ravneh blizu 2 % v srednjeročnem obdobju. S tem je ECB nameravala zagotoviti zadostno varnostno rezervo, da bi se zaščitila pred tveganji deflacije (glej sporočilo ECB za javnost z dne 8. maja 2003 o strategiji monetarne politike ECB).

104. Predsednik ECB je poleg tega v svoji uvodni izjavi k novinarski konferenci z dne 22. januarja 2015 potrdil, da bodo nakupi v okviru programa APP trajali, vse dokler Svet ECB ne presodi, „da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju doseganja stopnje inflacije v srednjeročnem obdobju, ki je pod 2 %, vendar blizu te meje“. Ker je bil ta cilj skoraj dosežen, je ECB na seji Sveta ECB 14. junija 2018 poleg tega predvidela, da se bodo mesečni neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru programa APP načeloma zmanjšali na 15 milijard EUR od oktobra 2018 do konca decembra 2018, ko se bodo neto nakupi končali.⁸²

105. Povezave programa PSPP s stabilnostjo cen in posledično z mandatom ECB na področju monetarne politike se torej ne zdijo sporne, enako velja za potrebo po odzivu na tveganja deflacije, objektivno ugotovljena ob sprejetju programa PSPP.⁸³ Poleg tega je, kot v svojih pisnih stališčih poudarjata zlasti italijanska in finska vlada, cilj monetarne politike programa potrjen z neobstojem selektivnosti programa PSPP.⁸⁴

106. Uporabljen sredstva so tudi instrumenti monetarne politike, ker gre v skladu s členom 3 Sklepa 2015/774 za dovoljenje za nakup dolžniških vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih. Kot je Sodišče ugotovilo v točki 54 sodbe z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), pa je „[i]z člena 18.1 Protokola o ESCB in ECB, ki spada pod poglavje IV tega protokola, [...] jasno razvidno, da lahko ECB in nacionalne centralne banke za doseganje ciljev ESCB in za izvajanje njegovih nalog, kot izhajajo iz primarnega prava, načeloma posredujejo na finančnih trgih z dokončnimi nakupi in prodajami finančnih instrumentov, izraženih v eurih“.

107. Predložitveno sodišče samo meni, da cilj programa PSPP in uporabljena sredstva pomenijo načeloma zakonito konkretizacijo naloge ECB, ki je zagotoviti stabilnost cen. Ker je stopnja inflacije močno odvisna od ravni porabe gospodinjstev in realnega gospodarstva, je mogoče povečanje likvidnosti poslovnih bank in njihovih komitentov – na kar se nanaša program PSPP – šteti za primeren vmesni cilj na poti k vplivanju na poviševanje cen.⁸⁵

2) Posredni učinki programa PSPP

108. Velik obseg nakupov, dovoljenih s Sklepom 2015/774, in trajanje programa PSPP vseeno vzbujata pomisleke Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče), ki se zato sprašuje o vplivu, ki ga lahko imajo učinki programa PSPP v smislu ekonomske politike na veljavnost Sklepa 2015/774.

109. Prvič, obseg programa PSPP naj bi nujno povzročil preusmeritev ekonomske politike. Dejstvo, da lahko banke zaradi programa PSPP ESCB prodajo zelo veliko število tveganih vrednostnih papirjev, ki jih brez programa PSPP ne bi mogle prodati (ali pa bi imele pri tem izgube), naj bi izražalo cilj ekonomske politike, saj naj bi se s programom PSPP precej izboljšal ekonomski položaj bank in povečala njihova plačilna sposobnost. Drugič, s programom PSPP naj bi se izboljšali pogoji refinanciranja držav članic, ki lahko na kapitalskem trgu najamejo posojila po bistveno ugodnejših pogojih, kot bi jih imele, če programa PSPP ne bi bilo. Glede na zelo velik obseg programa PSPP bi to lahko privedlo do tega, da bi se za ta program na kvalitativni ravni štelo, da spada predvsem na področje ekonomske politike.

82 Glej sporočilo ECB za javnost z dne 14. junija 2018 o sklepih o monetarni politiki.

83 Glej v tem smislu Antonin, C., Blot, Chr., Le Bayon, St., Péléraux, H., Riffart, Chr., in drugi, „Banques centrales dernier rempart contre la déflation: Perspectives économique 2014-2015 pour l'économie mondiale“, *Revue de l'OFCE – Analyse et prévision*, 2014, str. od 11 do 51.

84 V zvezi s povezavo med monetarno politiko in edinstvenostjo uporabe programa PSPP v vseh državah članicah euroobmočja glej Adamski, D., „Economic Constitution of the Euro Area After the *Gauweiler* Preliminary Ruling“, *Common Market Law Review*, zv. 52, 2015, str. od 1451 do 1490, zlasti str. 1488, opomba 122. Sodišče je v okviru zadeve, v kateri je bila izrečena sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), menilo, da zgolj dejstvo, da se program OMT izrecno omejuje na državne obveznice nekaterih držav članic, samo po sebi ne pomeni, da instrumenti, ki jih ESCB uporablja, ne spadajo na področje monetarne politike (točka 55). To velja še toliko bolj, kadar taka selektivnost ne obstaja.

85 Glej točko 117 predloga za sprejetje predhodne odločbe.

i) Teoretična razmišljanja o razmerjih med monetarno politiko in ekonomsko politiko ter obsegu sodnega nadzora

110. Da ima izvajanje programa PSPP posledice za ekonomsko politiko, ki jo izvajajo države članice, je neizogibno, in to še toliko bolj, ker je v skladu s členom 119(2) PDEU, členom 127(1) PDEU in členom 282(2) PDEU sekundarni cilj ECB podpirati ekonomske politike v Uniji.⁸⁶ Zato, kot je Sodišče razsodilo v sodbi z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 59), posredni učinki ne morejo pomeniti, da je treba program ECB, s katerim se uresničuje cilj monetarne politike in ki za ta namen uporablja instrumente, primerne za to politiko, enačiti z ukrepom ekonomske politike.

111. Težava je torej v opredelitvi „posrednih učinkov“ ukrepa monetarne politike. Po mnenju Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče) se ta pojem ne more nanašati na gotovo in predvidljivo posledico izpodbijanega ukrepa, ampak samo na učinke, povezane z drugimi vmesnimi fazami tega ukrepa. S to razlago se ne strinjam.

112. Najprej ugotavljam, da čeprav Sodišče v zadevi, v kateri je bila izrečena sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400), ni opredelilo pojma „posredni učinki“, učinek, obravnavan v okviru navedene zadeve, ni bil povezan z „vmesno“ fazo programa OMT, ampak nasprotno s pogojem *sine qua non* za njegovo izvajanje, in sicer s pogojenostjo izvajanja programa s popolnim spoštovanjem programov makroekonomskih prilagoditev EFSF ali ESM. Sodišče je priznalo, da pri tem pogoju ni izključeno, da bi lahko program OMT „posredno“ dodatno spodbudil k spoštovanju teh programov prilagoditev in bi tako v neki meri spodbudil k izpolnjevanju ciljev ekonomske politike, ki se uresničuje s temi programi. Vendar so se ti učinki bolj kot za verjetne in neposredno povezane z zadevnim programom šteli za posredne.⁸⁷

113. Dalje, razen če bi pridevniku, ki ga je uporabilo Sodišče, izkrivili pomen, pojma „posredni učinek“ ni mogoče enačiti z učinkom, ki bi bil le „omejen“, „dodaten“ ali celo „postranski“. Taka razlaga bi bila poleg tega v protislovju z izrazi Pogodbe DEU. Z njo je namreč cilju stabilnosti cen dodana podpora splošnim ekonomskim politikam v Uniji, ne da bi bil obseg take podpore omejen. Nasprotno, člen 127(1) PDEU ESCB predpisuje tako ravnanje, saj v povednem naklonu v sedanjiku določa, da „ESCB podpira splošne ekonomske politike v Uniji [...] z namenom prispevati k doseganju ciljev Unije, opredeljenih v členu 3 Pogodbe o Evropski uniji“. Edina omejitev za to podporo je, da ni v nasprotju s ciljem monetarne politike.

114. Nazadnje, menim, da se mora Sodišče izogibati temu, da bi opravilo nadzor smotrnosti, ker ima ESCB pri pripravi *in izvajanju* programa operacij na odprtem trgu široko diskrecijsko pravico,⁸⁸ in sicer zaradi tehničnih odločitev, ki jih mora sprejeti, ter zapletenih napovedi in vrednotenj, ki jih mora podati oziroma izvesti.

115. V teh okoliščinah menim, da je, če je bilo ugotovljeno, da cilji zadevnega programa in instrumenti, izbrani za njegovo izvajanje, spadajo na področje monetarne politike, nujno, vendar zadostno, da sodni organ ugotovi obstoj teoretično zadostnih jamstev za preprečitev, da bi ta program dejansko uresničeval pretežno cilj ekonomske politike ali škodoval cilju stabilnosti cen.

86 Glej v tem smislu Martucci, Fr., „La Cour de justice face à la politique monétaire en temps de crise de dettes souveraines: l'arrêt *Gauweiler* entre droit et marché“, *Cahiers de droit européen*, 2015, str. od 493 do 534, zlasti str. 513 in 514. Avtor govori o „poroznosti“ področij pristojnosti na področju monetarne politike na eni strani in ekonomske politike na drugi strani.

87 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točke od 56 do 59).

88 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 68, moj poudarek).

116. Zdi se mi, da to ustreza vlogi sodišča, ki se mora, kadar je priznано, da ima avtor predpisa zaradi zelo zapletenih ekonomskih, znanstvenih in tehničnih dejstev široko diskrecijsko pravico, omejiti na preučitev, ali se pri izvajanju take pravice ni zgodila očitna napaka pri presoji ali zloraba pooblastila oziroma ali avtor predpisa ni očitno prekoračil meja svoje diskrecijske pravice.⁸⁹ „V tem okviru sodišče Unije ne sme s svojo presojjo [ekonomskih,] znanstvenih in tehničnih dejstev nadomestiti presojo [institucije], ki [ji] je Pogodba podelila to nalogo.“⁹⁰

117. Tak nadzor se lahko zdi omejen, celo formalen. Kljub temu Sodišču – ali drugemu sodišču – ni mogoče očitati, če ravna tako, saj bolj poglobljena analiza ne bi bila več pravna, ampak – v obravnavanem primeru – ekonomska, ki pa ne spada v tehnično pristojnost sodišča.⁹¹ Pri razmisleku o delitvi oblasti in reševanju sporov ustavne narave pa je treba nujno upoštevati vprašanje strokovnosti.⁹² Tako kot organi ECB tudi sodišča, ki morajo preverjati veljavnost odločitev te institucije, niso izvoljeni. Eni in drugi črpajo svojo legitimnost ne samo iz svoje neodvisnosti – kar ne pomeni nekaznovanja – ampak tudi iz svoje strokovnosti, ki omogoča določitev meja njihovega mandata.

ii) Jamstva programa PSPP, ki omejujejo njegove učinke v smislu ekonomske politike

118. Prvi učinek programa PSPP, na katerega opozarja predložitveno sodišče, ker naj bi imel cilj ekonomske politike, naj bi bil izboljšanje ekonomskega položaja bank in povečanje njihove plačilne sposobnosti zaradi prodaje ESCB velikega obsega tveganih vrednostnih papirjev, ki jih brez programa PSPP ne bi mogle prodati (razen z izgubo).

119. V zvezi s tem zahteva glede kreditne kvalitete, določena v členu 3(2)(a) Sklepa 2015/774, pomeni ne samo jamstvo, ki prispeva k upoštevanju spodbude za vodenje zdrave proračunske politike, ampak tudi dokazuje, da cilj programa PSPP ni omogočiti poslovnim bankam, da prodajo tvegane vrednostne papirje, ki jih imajo.

120. Drugi posredni učinek, ki ga navaja predložitveno sodišče, naj bi bil izboljšanje pogojev refinanciranja držav članic, ki lahko na kapitalnem trgu najamejo posojila po bistveno ugodnejših pogojih, kot bi jih imele, če programa PSPP ne bi bilo. Glede na zelo velik obseg programa PSPP bi to lahko privedlo do tega, da bi se za ta program na kvalitativni ravni štelo, da spada predvsem na področje ekonomske politike.

89 Glej v tem smislu v zvezi z nadzorom nad dejavnostjo zakonodajalca Unije na ekonomskem področju sodbo z dne 11. januarja 2017, Španija/Svet (C-128/15, EU:C:2017:3, točka 46), ali na znanstvenem področju sodbo z dne 21. junija 2018, Poljska/Parlament in Svet (C-5/16, EU:C:2018:483, točka 150).

90 Sodba z dne 21. junija 2018, Poljska/Parlament in Svet (C-5/16, EU:C:2018:483, točka 150). Glej v tem smislu tudi sodbi z dne 22. novembra 2001, Nizozemska/Svet (C-301/97, EU:C:2001:621, točka 135), in z dne 8. julija 2010, Afton Chemical (C-343/09, EU:C:2010:419, točka 28).

91 Glej v tem smislu Martucci, Fr., „La Cour de justice face à la politique monétaire en temps de crise de dettes souveraines: l'arrêt *Gauweiler* entre droit et marché“, *Cahiers de droit européen*, 2015, str. od 493 do 534, zlasti str. 509; Classen, Cl. D., „Funktionsadäquate checks and balances statt richterliche Vollkontrolle unter demokratischem Vorwand“, *Europarecht*, 2015, zv. 4, str. od 477 do 486; Herrmann, Chr., in Dornacher, C., „Grünes Licht vom EuGH für EZB-Staatsanleihenkäufe – ein Lob der Sachlichkeit!“, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2015, str. od 579 do 583, ter Hinarejos, A., „*Gauweiler* and the Outright Monetary Transactions Programme: The Mandate of the European Central Bank and the Changing Nature of Economic and Monetary Union“, *European Constitutional Law Review*, zv. 11, 2015, str. od 563 do 576, zlasti str. 575. Nekateri od teh avtorjev se opirajo tudi na nujno neodvisnost ECB, da bi utemeljili omejenost nadzora, ki ga mora opraviti Sodišče.

92 Glej v zvezi s tem Halberstam, D., „Constitutional Heterarchy: The Centrality of Conflict in the European Union and the United States“, v Dunoff, J., in Trachtman, J., (ur.), *Ruling the World? Constitutionalism, International Law and Global Government*, Cambridge University Press, 2009, str. od 326 do 355. V zvezi z uporabo teorije D. Halberstama za odločitve, ki jih je sprejela Unija za boj proti finančni krizi, glej tudi Fabbrini, F., „The Euro-Crisis and the Courts: Judicial Review and the Political Process in Comparative Perspective“, *Berkeley Journal of International Law*, zv. 32:1, 2014, str. od 64 do 123, zlasti str. 116 in nasl.

121. Kot je Sodišče že ustrezno ugotovilo, vodenje monetarne politike pomeni stalno odzivanje na obrestne mere in pogoje za refinanciranje bank, kar nujno vpliva na pogoje financiranja javnega primanjkljaja držav članic.⁹³ Vendar ukrep ECB ne more biti enakovreden dodelitvi finančne pomoči državi članici, saj tak ukrep očitno ne spada v monetarno politiko.⁹⁴

122. V zvezi s tem se je mogoče na podlagi nekaterih jamstev, ki upravičujejo program PSPP glede na člen 123 PDEU, tudi prepričati, da se z njim ne želi doseči primarno cilj ekonomske politike. Poleg pogojenosti nakupov državnih obveznic s kreditno kvaliteto⁹⁵ se mi zdijo bistvena tri jamstva. Prvič, nakupi državnih obveznic na podlagi programa PSPP so subsidiarni v primerjavi z ukrepi, dovoljenimi s tremi drugimi programi programa APP, ki se vsi nanašajo na nakup obveznic zasebnega sektorja.⁹⁶ Drugič, nakupi, dovoljeni s programom PSPP, so razdeljeni med vse države članice euroobmočja po fiksnem in objektivnem ključu, ki je neodvisen od ekonomskega položaja teh posameznih držav. Tretjič, delitev tveganj je omejena na 20 % nakupov, opravljenih na podlagi programa PSPP. Te značilnosti, s katerimi je pogojeno in določeno izvajanje programa PSPP, preprečujejo, da bi se ta program enačil z odobritvijo finančne pomoči državi članici.

123. Glede na zgornje preudarke se mi torej ne zdi, da je ECB pri določitvi cilja programa in pri odločitvi o instrumentih za njegovo izvajanje storila očitno napako pri presoji. Poleg tega ni zlorabila pooblastil⁹⁷ niti očitno prekoračila meja svoje diskrecijske pravice. Če torej PSPP uresničuje cilj monetarne politike z instrumenti, ki spadajo na področje te politike, morajo biti tudi ukrepi, ki jih vključuje, sorazmerni z napovedanim ciljem.

b) Sorazmernost programa PSPP

124. Iz člena 119(2) PDEU in člena 127(1) PDEU v povezavi s členom 5(4) PEU izhaja, da se lahko program nakupa obveznic, ki spada na področje monetarne politike, veljavno sprejme in izvaja le, če so njegovi ukrepi sorazmerni s cilji te politike.⁹⁸

125. Vendar je imel ESCB, kot sem že večkrat navedel v teh sklepnih predlogih, široko diskrecijsko pravico, saj je moral pri pripravi in izvajanju programa operacij na odprtem trgu, kakršen je program PSPP, sprejeti tudi tehnične odločitve ter podati oziroma izvesti zapletene napovedi in vrednotenja.⁹⁹ V tem okviru je „nadzor nad upoštevanjem nekaterih procesnih jamstev temeljnega pomena. Med temi jamstvi je tudi obveznost ESCB, da skrbno in nepristransko preveri vse upoštevne okoliščine zadevnega položaja in da svoje odločitve dovolj obrazloži.“¹⁰⁰

1) Primernost programa PSPP, da doseže cilje ESCB, in njegova potrebnost

126. V skladu z uvodno izjavo 4 Sklepa 2015/774 naj bi program PSPP pomenil sorazmeren ukrep za zmanjševanje tveganj pri napovedih gibanja cen, „saj bo še naprej lajšal denarne in finančne pogoje, vključno s tistimi, ki so upoštevni pri posojilnih pogojih za nefinančne družbe in gospodinjstva v euroobmočju, in s tem podpiral agregirano porabo in investicijska vlaganja v euroobmočju ter nazadnje prispeval k vrnitvi srednjeročne stopnje inflacije na raven pod 2 %, vendar blizu te vrednosti“.

93 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 110).

94 Glej v tem smislu sodbo z dne 27. novembra 2012, Pringle (C-370/12, EU:C:2012:756, točka 57).

95 V zvezi s tem pogojem glej točki 86 in 87 teh sklepnih predlogov.

96 Člen 2(2) smernic o programu PSPP.

97 Naj spomnim, da lahko o aktu, pri katerem so bila zlorabljena pooblastila, govorimo, „kadar je na podlagi objektivnih, upoštevni in skladnih indecev mogoče sklepati, da je bil njegov izključni ali vsaj odločilni namen doseči drugačne cilje od tistih, ki jih navaja, ali izogniti se postopku, ki je za obravnavanje okoliščin predmetne zadeve posebej določen s Pogodbo“ [sodba z dne 22. novembra 2001, Nizozemska/Svet, (C-301/97, EU:C:2001:621, točka 153)].

98 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 66).

99 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 68).

100 Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 69).

V skladu z isto uvodno izjavo naj bi bil ukrep upravičen, ker je treba „[v] okolju, v katerem so ključne obrestne mere ECB na spodnji meji in se ocenjuje, da imajo programi nakupa, ki se osredotočajo na zasebni sektor, merljive, vendar nezadostne možnosti za obravnavanje prevladujočih negativnih tveganj za stabilnost cen, [...] ukrepom denarne politike Eurosistema dodati program [PSPP] kot instrument, ki ima možnost visoke transmisije v realno gospodarstvo. Po zaslugi učinka ponovnega uravnoteženja portfelja bo velik nakupni obseg programa [PSPP] pripomogel k doseganju osnovnega cilja denarne politike, da se finančni posredniki spodbudijo k povečanju zagotavljanja likvidnosti medbančnemu trgu in kreditiranju gospodarstva euroobmočja.“

127. Ob sprejetju Sklepa 2015/774 tveganje deflacije ni bilo sporno.¹⁰¹ Deflacijski okvir, v katerega se umešča program PSPP, je poleg tega opisan v uvodni izjavi 3 Sklepa 2015/774. Kot je namreč navedeno v tej uvodni izjavi, ECB ugotavlja, da je bila odločitev sprejeta „zaradi številnih dejavnikov, ki so bistveno povečali tveganje izgube v srednjeročni napovedi gibanja cen in s tem ogrozili doseganje poglobitnega cilja ECB, ki je ohranjanje stabilnosti cen. Ti dejavniki vključujejo denarno spodbudo, ki je nižja od pričakovane, na podlagi sprejetih ukrepov denarne politike, negativni trend večine kazalnikov dejanske in pričakovane inflacije v euroobmočju – ukrepi glede skupne inflacije in ukrepi, ki izključujejo vpliv volatilnih sestavin, kot sta energija in hrana – na zgodovinsko nizko raven in povečano možnost sekundarnih učinkov na plače in določanje cen, ki izhajajo iz znatnega znižanja cen nafte.“

128. Kot priznava predložitveno sodišče, pa je stopnja inflacije močno odvisna od ravni porabe gospodinjstev in realnega gospodarstva. V zvezi s tem je mogoče povečanje likvidnosti poslovnih bank in njihovih komitentov šteti za primeren vmesni cilj na poti k vplivanju na poviševanje cen.¹⁰²

129. Ekonomska doktrina, ki jo navaja ECB, potrjuje, da je program kvantitativnega rahljanja primeren za doseg cilja stabilnosti cen zaradi svojega znatnega in vztrajnega vpliva na gospodarstvo. Obsežen nakup vrednostnih papirjev, vključno z obveznicami javnega sektorja, namreč povzroči ublažitev denarnih in finančnih pogojev, kar podjetjem in gospodinjstvom omogoči dostop do cenejšega financiranja. To običajno spodbudi naložbe in porabo, kar prispeva k vrnitvi stopenj inflacije na raven pod 2 %, vendar blizu te vrednosti.

130. Kot ECB prepričljivo pojasnjuje v pisnih stališčih, je Sklep 2015/774 primeren za doseg svojega cilja zaradi uporabe treh različnih kanalov vplivanja: signalizacijskega kanala, kanala trajanja ter kanala prerazporeditve portfelja. Najprej, program PSPP signalizira pripravljenost ECB, da se zoperstavi težnjam deflacije, in tako utrjuje verodostojnost sporočila o prihodnjem gibanju ključnih obrestnih mer. Dalje, učinek programa PSPP je, da znižuje premije za tveganje, povezane z zapadlostjo, ki jih zahtevajo akterji na trgu in ki so povezane s prevzemom obrestnih tveganj. Nazadnje, padec donosov obveznic javnega sektorja, ki ga je povzročilo zmanjšanje ponudbe, spodbuja zasebne vlagatelje k prerazporeditvi njihovih portfeljev v druge segmente trga, zlasti z nakupom obveznic podjetij ali v primeru bank s povečanjem odobritve kreditov gospodinjstvom in zasebnim podjetjem.

131. Poleg tega je bil program PSPP potreben, ker je ECB že izčrpala druge enako učinkovite ukrepe monetarne politike. Edina kategorija vrednostnih papirjev, ki je bila primerna za zagotovitev obsega nakupa, potrebnega za zapolnitev razlike v inflaciji, je bila zaradi svojega obstoječega tržnega obsega kategorija obveznic javnega sektorja.

132. Te značilnosti ukrepa kvantitativnega rahljanja in okvir, v katerega se umešča Sklep 2015/774, je podrobno pojasnil predsednik ECB v svoji uvodni izjavi k novinarski konferenci z dne 22. januarja 2015 in še bolj v povzetku seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, na kateri je bilo odločeno o programu PSPP. Čeprav je obveznost obrazložitve, ki jo ima ECB,

¹⁰¹ Glej zlasti Antonin, C., Blot, Chr., Le Bayon, St., Péleraux, H., Riffart, Chr., in drugi, „Banques centrales dernier rempart contre la déflation: Perspectives économique 2014-2015 pour l'économie mondiale“, *Revue de l'OFCE – Analyse et prévision*, 2014, str. od 11 do 51.

¹⁰² Glej točko 117 predloga za sprejetje predhodne odločbe.

pomembna, pa je treba njeno spoštovanje presojati ne samo glede na besedilo zadevnega akta, ampak tudi glede na njegov kontekst ter celoto pravnih pravil, ki urejajo zadevno področje.¹⁰³ Uvodne izjave predsednika ECB in povzetki sej Sveta ECB o monetarni politiki so nesporno del dokumentov, ki bi lahko opredeljevali ta „kontekst“.

133. Uvodna izjava k novinarski konferenci predsednika ECB je prvi element koristne obrazložitve. V njej namreč v jasnem in razumljivem jeziku pojasnjuje, da so bili „[d]anašnji sklepi o denarni politiki, ki zadevajo dodatne nakupe vrednostnih papirjev, [...] sprejeti zato, da bi preprečili dve vrsti neugodnih gibanj. Prvič, dinamika inflacije je še naprej šibkejša od pričakovane. Medtem ko ostaja strm upad cen nafte v zadnjih mesecih glavni dejavnik, ki usmerja trenutno gibanje skupne inflacije, pa se je verjetnost sekundarnih učinkov na oblikovanje plač in cen povečala, kar bi lahko negativno vplivalo na srednjeročna cenovna gibanja. Takšno oceno podpirata tudi nadaljnje znižanje tržnih meril inflacijskih pričakovanj v vseh časovnih horizontih ter dejstvo, da je večina kazalnikov dejanske in pričakovane inflacije na zgodovinsko nizkih ravneh ali blizu njih. Obenem ostaja neizkoriščen gospodarski potencial v euroobmočju precejšen, denarna in kreditna gibanja pa so še naprej oslABLJENA. Drugič, čeprav so ukrepi denarne politike, sprejeti med junijem in septembrom [2014], privedli do precejšnjega izboljšanja z vidika cen na finančnih trgih, pa to ni prineslo zelenih kvantitativnih rezultatov. Zaradi tega obstoječa stopnja spodbude s strani denarne politike ni bila zadostna, da bi ustrezno zmanjšali povečano tveganje predolgega obdobja nizke inflacije. Tako je bilo danes treba sprejeti nadaljnje bilančne ukrepe za doseganje cilja cenovne stabilnosti glede na to, da so ključne obrestne mere ECB dosegle spodnjo mejo.“

134. Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015 je še celovitejši. Tako so v njem med drugim napovedi za inflacijo v euroobmočju opredeljene kot „neobetavne“, pri čemer je letna rast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) decembra 2014 znašala $-0,2\%$, „predvsem zaradi padca medletne stopnje rasti cen energentov, pa tudi cen živil“.¹⁰⁴ Pod naslovom „Razmisleki in možnosti monetarne politike“ točke 1, naslovljene „Pregled finančnega, ekonomskega in monetarnega razvoja ter možnosti“, je izrecno postavljeno vprašanje, ali „denarna spodbuda, ki se že izvaja, ostaja ustrezna za doseganje stopenj inflacije v srednjeročnem obdobju, ki so pod 2% , vendar blizu te meje, oziroma ali je za izpolnjevanje mandata ECB glede stabilnosti cen potreben razširjen program nakupa vrednostnih papirjev“, in to, ko so se „makroekonomska tveganja, povezana s predolgim obdobjem nizke inflacije, še okrepila, tveganja sekundarnih učinkov pa povečala“.¹⁰⁵ Ugotovljeno je tudi, da „kvantitativni“ element ukrepov, ki jih je predhodno sprejel Svet ECB, ni izpolnil začetnih pričakovanj.

135. V tem okviru je P. Praet, član Izvršilnega odbora ECB, predlagal, da je mogoče razmisliti o dveh možnostih monetarne politike, ki sta bodisi takojšnja okrepitev spodbujevalno naravnane monetarne politike – pri čemer sta bili predstavljeni dve možnosti – bodisi pristop po načelu „počakajmo in bomo videli“, pri čemer je bilo pojasnjeno, da bo treba „ustrezno [...] upoštevati tveganja, izhajajoča iz odločitve o neukrepanju na tej seji, ki bi lahko bila večja od tveganj, povezanih z ukrepanjem“.¹⁰⁶ Ob tej priložnosti so bili navedeni tudi vprašanje delitve tveganj in različne mogoče formule.¹⁰⁷ Operativne podrobnosti morebitnega programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja je nato predstavil B. Coeuré, prav tako član Izvršilnega odbora ECB.

103 Glej v tem smislu sodbo z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 70).

104 Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 4 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

105 Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 7 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

106 Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 8 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

107 Glej povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 9 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

136. V povzetku seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015 je predstavljena dejanska razprava o gibanju cen – v kateri niso bile dokazane deflacijske razmere, vendar je bilo predstavljeno tveganje sekundarnih učinkov, o katerem je bilo treba zelo resno razmisliti. Na teh podlagah razprave so bile sprejete odločitve v smislu monetarne politike. V povzetku je izrecno navedeno, da so „[n]ekateri člani [...] navedli tudi več elementov v prid tega, da se na tej seji uporabi pristop ‚počakajmo in bomo videli‘, saj po njihovem mnenju ocena stroškov in koristi ni bila ugodna“.¹⁰⁸ Ti elementi in predlagane alternativne rešitve so podrobno predstavljeni v nadaljevanju povzetka.

137. Vendar „je bilo splošno mnenje, da imajo glede na sedanjo raven donosov obveznic zasebnega sektorja in velikost trga teh obveznic nakupi takih obveznic razmeroma majhen potencial kreditnega sproščanja in da torej ponujajo le omejeno možnost zagotovitve spodbujevalne naravnosti, potrebne na tej stopnji“.¹⁰⁹ Ob koncu odprte in argumentirane razprave so se torej „[n]akupi državnih obveznic [zdeli] edini razpoložljiv instrument, ki ponuja zadostno širino za zagotovitev spodbude, potrebne za izpolnjevanje cilja ECB v smislu stabilnosti cen“.¹¹⁰ Nato so bili obravnavani in določeni delitev tveganj, obseg programa in tehnične značilnosti programa PSPP.

138. Iz zgornjih navedb izhaja, da so sklepanje in odločitve ESCB jasno in nedvoumno razvidni bodisi neposredno iz uvodnih izjav Sklepa 2015/774, pojasnenih z uvodno izjavo k novinarski konferenci predsednika ECB z dne 22. januarja 2015, bodisi iz povzetka seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015. Sklep 2015/774 torej izpolnjuje zahteve glede obrazložitve, določene v členu 296, drugi odstavek, PDEU, saj se lahko zainteresirane osebe seznanijo z utemeljitvijo sprejetega ukrepa, Sodišče pa opravi nadzor.

139. Iz te obrazložitve poleg tega izhaja, da je ESCB skrbno in nepristransko preučil vse upoštevne elemente zadevnega položaja in da se ne zdi, da je pri svoji analizi ekonomskega položaja na datum obvestila o programu in Sklepu 2015/774 storil očitno napako pri presoji.

2) Sorazmernost programa PSPP stricto sensu

140. Če je program PSPP primeren za uresničevanje cilja stabilnosti cen, ki mu sledi, tudi ne sme očitno presegati tega, kar je potrebno za uresničitev tega cilja.

141. V zvezi s tem je v uvodnih izjavah 5 in 7 Sklepa 2015/774 pojasnjeno, po eni strani, da „[p]rogram [PSPP] vsebuje več varoval za zagotovitev, da bodo predvideni nakupi sorazmerni z njegovimi cilji in da so povezana finančna tveganja ustrezno upoštevana pri njegovem oblikovanju in bodo vsebovana pri obvladovanju tveganj“, in, po drugi strani, da bo „[g]lede na velikost programa [PSPP], programa nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in tretjega programa nakupa kritih obveznic [...] zagotovljena likvidnost za trg s skupnimi mesečnimi nakupi znašala 60 milijard EUR. Nakupi se bodo predvidoma izvajali do konca septembra 2016, v vsakem primeru pa se bodo opravljali, dokler Svet ECB ne bo ugotovil trajnostne prilagoditve gibanju inflacije, ki je skladna z njenim ciljem doseganja srednjeročne stopnje inflacije pod 2 %, vendar blizu te vrednosti.“

142. Najprej se zdi, da znesek 60 milijard EUR ne presega tega, kar je bilo tedaj potrebno. Iz povzetka seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015 izhaja, da se je obseg programa „v višini 50 milijard EUR od marca 2015 do konca leta 2016“ štel za „potrben za izravnavo oslabljenih napovedi inflacije v povezavi s skromnejšo denarno spodbudo, kot je bila pričakovana“. Vendar je bila

¹⁰⁸ Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 16 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

¹⁰⁹ Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 17 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

¹¹⁰ Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 17 in 18 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

„[z]a pospešitev učinka [programa PSPP] [...] zagotovljena obsežna podpora za zagotovitev določenega plačila na začetku, s tem da je bil mesečni obseg nakupov zvišan na 60 milijard EUR od marca 2015 do konca septembra 2016, pri čemer pa skupni obseg predvidenih nakupov ni bil bistveno spremenjen“.¹¹¹

143. Dalje, spremembe Sklepa 2015/774, zlasti glede trajanja in obsega programa PSPP, so bile utemeljene zaradi neugodnega razvoja dogodkov v letih 2015 in 2016.

144. Tako je bila med drugim odločitev o podaljšanju programa PSPP z dne 3. decembra 2015 sprejeta po argumentirani razpravi na podlagi več podatkov, ki so potrjevali, da bo za prilagoditev inflacije na stopnje blizu 2 % potrebnega več časa, kot je bilo predvideno marca 2015.¹¹² Ni sporno, da so se uravnotežili prisotni interesi. V povzetku seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 2. in 3. decembra 2015 je namreč navedeno, da se je „[z]atrjevalo [...], da je tveganje, povezano z neukrepanjem, bistveno večje od tveganja ukrepanja“, pa tudi, da so nekateri člani Sveta ECB „menili, da ni dovolj dokazov za ponovno umerjanje monetarne politike na tej seji“, ali so celo „opozorili na dejstvo, da presoje potrebe po ukrepanju ni mogoče ločiti od narave preostalih razpoložljivih instrumentov“ in da „je treba učinkovitost dodatnih ukrepov monetarne politike oceniti glede na njihove stroške in morebitne stranske učinke“. Tako je bilo, čeprav je bil predlog za podaljšanje programa APP s septembra 2016 na marec 2017 obsežno podprt, oblikovano široko soglasje glede dejstva, da razmere ne upravičujejo drugih možnosti, kot je obširnejše podaljšanje programa ali povečanje mesečnega obsega nakupov.¹¹³

145. Odločitev o povečanju obsega mesečnih nakupov v okviru programa APP na 80 milijard EUR z dne 8. decembra 2016 je bila sprejeta po podobni razpravi, in sicer potem ko je bilo ugotovljeno novo poslabšanje možnosti za trajno prilagoditev inflacije, predvsem zaradi poslabšanja zunanjih razmer.¹¹⁴ Kot je navedeno – in podrobno pojasnjeno – v povzetku seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 9. in 10. marca 2016, „so bila v zvezi z različnimi komponentami predlaganih ukrepov izražena različna mnenja“.¹¹⁵ Tako so nekateri navedli stroške in tveganja večjega vključevanja v nakupe vrednostnih papirjev javnega sektorja¹¹⁶ ali celo, da se uvedba sheme oprostitve obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki se uporablja za presežne rezerve bank, ni štela za upravičeno.¹¹⁷

146. Odločitev o podaljšanju programa APP do decembra 2017 ustreza tudi resni analizi napovedi gibanja cen. Tako je P. Praet, ne da bi prikrival dvig inflacije, ob svoji predstavitvi o mednarodnem okolju ter ekonomskem in monetarnem razvoju v euroobmočju Svet ECB opozoril na dejstvo, da osnovna inflacija še ni pokazala prepričljivega trenda zviševanja. Glede na vse parametre, ki jih je tedaj imela ECB, je P. Praet menil, da se zdi podaljšanje programa nakupov vrednostnih papirjev po marcu 2017 upravičeno, saj napredek v smeri trajne prilagoditve gibanja inflacije še ni bil zadosten.¹¹⁸ Svetu

111 Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 21. in 22. januarja 2015, str. 19 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke. ECB v pisnih stališčih pojasnjuje, da je za oceno približnega obsega nakupov, potrebnih za doseglo zastavljene stopnje inflacije, uporabila več ekonometričnih modelov (glej točko 22 navedenih stališč).

112 Glej v zvezi s tem predstavitev P. Praeta in razpravo v Svetu ECB na to temo v povzetku seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 2. in 3. decembra 2015, zlasti str. 6, 11 in 12 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

113 Glej povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 2. in 3. decembra 2015, zlasti str. od 15 do 17 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

114 Zlasti padec cen energije in gibanje deviznega tečaja. Glej povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 9. in 10. marca 2016, zlasti str. 12 in 22 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

115 Zlasti str. 15 navedenega povzetka v različici v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

116 Glej povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 9. in 10. marca 2016, zlasti str. 17 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

117 Glej povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 9. in 10. marca 2016, zlasti str. 19 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

118 Glede upoštevanja doseženega napredka in njegove nezadostnosti glej tudi razpravo v Svetu ECB (povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 7. in 8. decembra 2016, zlasti str. 9 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke).

ECB sta bili torej predlagani dve možnosti: nadaljevanje mesečnih nakupov v višini 80 milijard EUR v obdobju šestih mesecev ali podaljšanje programa za devet mesecev z mesečnimi nakupi v višini 60 milijard EUR. P. Praet in B. Cœuré sta – potem ko sta predstavila vprašanja v zvezi z izvajanjem obeh možnosti – podprla drugo možnost.¹¹⁹

147. Ti možnosti sta bili dejansko obravnavani v Svetu ECB. Iz povzetka seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 7. in 8. decembra 2016 namreč izhaja, da so bili predstavljeni argumenti za krajše ali daljše obdobje nakupov, medtem ko nekaj članov ni podprlo nobene od predlaganih možnosti.¹²⁰ Podaljšanje nakupov za devet mesecev z mesečnimi nakupi v višini 60 milijard EUR se je nazadnje štelo za možnost, ki „zagotavlja pravo ravnotežje med pošiljanjem signala zaupanja in potrebo po ohranitvi stabilnosti v negotovem okolju, medtem ko ima jasne prednosti v smislu prilagodljivosti za odziv na neugodne okoliščine in ohranjanje operativno izvedljivost“.¹²¹

148. Različne spremembe programa PSPP, zlasti glede trajanja in obsega, so torej plod uravnoveženja prisotnih interesov. V zvezi s tem praksa ECB, da objavlja povzetke sej Sveta ECB o monetarni politiki, na katerih se sprejemajo odločitve o programu PSPP, zagotavlja posebno in zadostno obrazložitev, ki izpolnjuje zahteve iz člena 296, drugi odstavek, PDEU. Ker sta bila zavezujoča narava mesečnih obsegov nakupov in trajanje uporabe programa APP v zvezi z ESCB napovedana v sporočilih ECB za javnost in povzeta v uvodnih izjavah sklepov ECB, s katerimi je bil spremenjen Sklep 2015/774, ju ni mogoče izpodbijati, pa čeprav samo zaradi načela *patere legem quam ipse fecisti*. Po navedbah ECB so te spremembe poleg tega povzročile spremembo člena 2(2) in člena 3 smernic o programu PSPP, da bi se izvedle spremembe mesečnega obsega nakupov v okviru programa APP in podaljšanja obdobja njegove uporabe.

149. Sicer je potencialni obseg programa PSPP, poleg tega da je pogojen s ciljem, da se v srednjeročnem obdobju doseže stopnja inflacije, ki je nižja od 2 %, vendar blizu tej ravni – od česar je odvisno njegovo trajanje, pa tudi njegov obseg – na več načinov omejen s Sklepom 2015/774.

150. Te omejitve ustrezajo nekaterim jamstvom, ki preprečujejo, da bi lahko subjekti, dejavni na trgih državnih obveznic, *de facto* delovali kot posredniki ESCB pri neposrednem nakupu obveznic od institucij in oseb javnega prava zadevne države članice. Spomnil bom zgolj na naslednje:

- prvič, program PSPP je samo eden od štirih podprogramov programa APP, nakup državnih obveznic na sekundarnih trgih, ki ga dovoljuje, pa je subsidiaren v primerjavi s tremi drugimi programi, ki se nanašajo na nakup obveznic zasebnega sektorja;¹²²
- drugič, iz člena 6(2) Sklepa 2015/774 izhaja, da se razdelitev nakupov med vse države članice euroobmočja opravi v skladu s ključem za vpis kapitala ECB, določenim v členu 29 Protokola o ESCB in ECB, ter
- tretjič, s členom 5 Sklepa 2015/774 sta za nakupe državnih obveznic na sekundarnih trgih določeni dve omejitvi, ki se nanašata, po eni strani, na izdajo vrednostnih papirjev in, po drugi strani, na izdajatelja.

151. Iz značilnosti programa PSPP, kot so bile določene s Sklepom 2015/774, je torej razvidno, da je ESCB uravnovežil različne obstoječe interese, tako da bi se pri izvajanju zadevnega programa preprečili morebitni neugodni položaji, ki bi bili glede na zastavljene cilje očitno nesorazmerni.

119 Povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 7. in 8. decembra 2016, zlasti str. 6 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

120 Zlasti str. 13 in 14 navedenega povzetka v različici v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

121 Glej povzetek seje Sveta ECB o monetarni politiki z dne 7. in 8. decembra 2016, str. 12 različice v francoščini, ki je na voljo na spletišču francoske centralne banke.

122 Člen 2(2) smernic o programu PSPP.

152. Moja ugotovitev ne pomeni negacije prerekanj v zvezi z učinkovitostjo programa PSPP. Vendar, kot je Sodišče že imelo priložnost ustrezno poudariti, „se lahko – ob upoštevanju običajne spornosti vprašanj monetarne politike in široke diskrecijske pravice ESCB – od njega zahteva le, da uporabi svojo ekonomsko ekspertizo in tehnična sredstva, ki so mu na voljo, da to analizo opravi z vso skrbnostjo in natančnostjo“. ¹²³ Povzetki sej Sveta ECB o monetarni politiki v zvezi s Sklepom 2015/774 pa zadostno dokazujejo to skrbnost.

3. Predlog v zvezi s tretjim in četrtem vprašanjem

153. Iz zgoraj navedenega izhaja, da ECB s sprejetjem Sklepa 2015/774 ni prekoračila svojega mandata, kot je opredeljen v členu 119 PDEU ter členu 127(1) in (2) PDEU, ter da je bil program PSPP določen in izveden ob upoštevanju načel o prenosu pristojnosti in sorazmernosti iz člena 5(2) in (4) PEU.

VI. Predlog

154. Glede na navedeno Sodišču predlagam, naj na vprašanja za predhodno odločanje, ki jih je postavilo Bundesverfassungsgericht (zvezno ustavno sodišče, Nemčija), odgovori:

Pri preučitvi Sklepa Evropske centralne banke (EU) 2015/774 z dne 4. marca 2015 o programu nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na sekundarnih trgih, kakor je bil spremenjen s Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2015/2101 z dne 5. novembra 2015, Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2016/702 z dne 18. aprila 2016, Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2015/2464 z dne 16. decembra 2015 in Sklepom Evropske centralne banke (EU) 2017/100 z dne 11. januarja 2017, se ni pokazal noben element, ki bi lahko vplival na njegovo veljavnost.

¹²³ Sodba z dne 16. junija 2015, Gauweiler in drugi (C-62/14, EU:C:2015:400, točka 75).