

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

De Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA 's Gravenhage

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Korte Voorhout 7
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.rijksoverheid.nl

Ons kenmerk
BFB 2015-246M

Uw brief (kenmerk)

Datum 9 februari 2015

Betreft Opkoopprogramma ECB en opinie advocaat-generaal in de zaak Gauweiler

Geachte voorzitter,

Hierbij stuur ik u conform het verzoek van de heer Van Haersma Buma (CDA) een overzicht van de gevolgen voor Nederland van het door de ECB aangekondigde Expanded Asset Purchase Programme (EAPP) alsmede een appreciatie van de situatie naar aanleiding van de uitslag van de Griekse verkiezingen. Tevens voldoe ik hierbij aan de toezegging tijdens het Algemeen Overleg Eurogroep/Ecofin Raad van 20 januari jl. voor een overzicht van de conclusie van de Advocaat-Generaal van het Europese Hof van Justitie in de zaak Gauweiler over de vraag of het Outright Monetary Transactions (OMT) programma van de ECB verenigbaar is met het verbod op monetaire financiering zoals vastgesteld in artikel 123 eerste lid van het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie (VWEU).

Inhoud en aanleiding EAPP

De Raad van Bestuur van de ECB besloot op 22 januari jl. om de bestaande opkoopprogramma's voor Asset Backed Securities en Covered Bonds (ABSPP en CBPP3) uit te breiden tot een Expanded Asset Purchase Programme (EAPP) waarbinnen de ECB ook staatsobligaties en obligaties van Europese instellingen zoals het ESM zal gaan opkopen. Het Eurosysteem zal daarbij vanaf maart 2015 tot en met in beginsel september 2016 maandelijks €60 miljard aan publieke en private activa opkopen. Voor een nadere toelichting op dit besluit verwijs ik u graag naar de publicaties en toelichtingen van de Europese centrale bank, die hier in onafhankelijkheid over beslist. De ECB beschrijft daarbij ook wat de beoogde werking van EAPP is. Ook de president van de Nederlandsche Bank (DNB) heeft bij verschillende gelegenheden een nadere toelichting op het besluit en de beoogde werking gegeven, onder andere in een hoorzitting met uw kamer.

Het is niet aan het kabinet om zich uit te spreken over de wijze waarop de ECB in onafhankelijkheid haar mandaat uitvoert. Wat het kabinet betreft staat de verantwoordelijkheid van de lidstaten voorop om de maatregelen te nemen die noodzakelijk zijn voor het economische herstel in het eurogebied. Dat vergt een

modernisering van onze economieën door het versterken van onze concurrentiekracht en het doorvoeren van structurele hervormingen. Deze hervormingen zijn essentieel om de productiviteit en werkgelegenheid in het eurogebied te verhogen.

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Ons kenmerk
BFB 2015-246M

Nationale centrale banken

Van de totale opkoop aan publieke activa vindt 80% voor eigen rekening en risico van de nationale centrale bank plaats die ook de obligaties van de eigen overheid zal opkopen. Voor 12% van het gealloceerde bedrag worden voor gezamenlijke rekening activa van Europese instellingen opgekocht waar de Europese lidstaten reeds garant voor staan. Daarnaast verricht de ECB 8% van de aankopen voor gezamenlijke rekening.

In 2013 heeft de Staat zoals bekend een garantie aan DNB verstrekt voor het balansrisico van DNB als gevolg van het Securities Markets Programme (SMP). Sinds 2012 is het balansrisico van DNB uit hoofde van de destijds ingestelde crisismaatregelen afgenomen, in het bijzonder door aflossingen op het Securities Markets Programme (SMP) en een verbeterde marktperceptie van de risico's op de overheden die deel uitmaken van dit programma. Het EAPP betekent dat nieuwe risico's op de balans van DNB zullen worden genomen. De huidige inschatting van deze nieuwe risico's geven DNB vooralsnog geen aanleiding additionele garanties te vragen of haar financiële buffers te verhogen. Volledigheidshalve zij daarbij nog opgemerkt dat eventuele verliezen uit hoofde van EAPP niet worden gedekt onder de in 2013 door de Staat aan DNB verstrekte garantie.

Opinie Advocaat-Generaal OMT

De Advocaat-Generaal van het Europese Hof van Justitie heeft op 14 januari jl. zijn opinie gepubliceerd in de zaak Gauweiler over de toelaatbaarheid van het OMT-programma onder het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie. Hierbij zij opgemerkt dat de opinie van de Advocaat-Generaal ter advies dient voor de rechters van het Europese Hof van Justitie. De uitspraak van het Hof wordt over enkele maanden verwacht.

In geding is of het OMT-programma in strijd is met het verbod op monetaire financiering zoals vastgelegd in artikel 123 eerste lid VWEU. Artikel 123 eerste lid VWEU stelt dat het de ECB niet is toegestaan om rechtstreeks staatsobligaties van nationale overheden te kopen. Artikel 18 eerste lid van het statuut van de ECB stelt de ECB echter in staat om in de financiële markten te opereren door aan- en verkoop van schuldpapier om haar doelstellingen te kunnen verwezenlijken.

De Advocaat-Generaal stelt dat de opkoop van staatsobligaties binnen het OMT-programma binnen de kaders van het Verdrag valt, onder voorwaarde dat de markt in staat wordt gesteld een marktprijs te bepalen. Volgens de Advocaat-Generaal stelt artikel 18 eerste lid van het statuut van de ECB de ECB in staat om in de financiële markten te opereren door aan- en verkoop van schuldpapier om aan het mandaat van prijsstabiliteit te voldoen. Volgens de Advocaat-Generaal verbiedt artikel 123 eerste lid VWEU de ECB enkel om direct, op de primaire markt, staatsobligaties op te kopen. Het indirect kopen van staatsobligaties op de

secundaire markt is wel toegestaan. Hier zijn echter voorwaarden aan verbonden, om te voorkomen dat de ECB artikel 123 eerste lid VWEU omzeilt door op de secundaire markt transacties uit te voeren die hetzelfde effect hebben als het opkopen van staatsobligaties op de primaire markt.

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Ons kenmerk
BFB 2015-246M

Tijdens de behandeling van de OMT-zaak hebben verschillende lidstaten, waaronder Polen, Frankrijk en Nederland, alsmede de Europese Commissie, aangegeven dat de ECB artikel 123 eerste lid VWEU niet omzeilt indien geborgd is dat een marktprijs voor staatsobligaties gevormd kan worden voordat de ECB aankopen doet. In zijn conclusie deelt de Advocaat-Generaal deze mening.

In geval van het OMT ziet de Advocaat-Generaal de 'embargo periode' die de ECB aanhoudt tussen schulduitgifte op de primaire markt en aankopen van staatsobligaties op de secundaire markt als waarborg om prijsontwikkeling op financiële markten mogelijk te maken. Bij een aankoop op de secundaire markt direct na een obligatie-uitgifte zou het verschil tussen de primaire en secundaire markt niet voldoende scherp zijn. Door een 'embargo periode' aan te houden wordt de markt in staat gesteld een marktprijs te bepalen en is aankoop van staatsobligaties door de ECB niet in strijd met het verbod op monetaire financiering.

De Advocaat-Generaal is tevens van mening dat de *pari passu* status van de ECB niet strijdig is met artikel 123 eerste lid VWEU. Herstructurering betreft een louter toekomstig, hypothetisch scenario dat geen intrinsiek onderdeel vormt van het OMT-programma, aldus de Advocaat-Generaal. Daarnaast geeft de Advocaat-Generaal in zijn opinie aan dat de ECB heeft aangegeven bij obligaties met *Collective Action Clauses* onder het OMT-programma altijd tegen herstructurering te zullen stemmen. Volgens de Advocaat-Generaal zal de ECB daarom niet actief meewerken aan een herstructurering. Bovendien stelt de Advocaat-Generaal dat de *pari passu* status van de ECB de mogelijke marktverstoring als gevolg van de aankopen door de ECB beperkt. Indien de ECB geen *pari passu* status zou innemen, en dus geen gelijke status zou hebben bij een herstructurering, zou dit een negatief effect kunnen sorteren op de vraag naar obligaties door andere marktpartijen. Zodoende concludeert de Advocaat-Generaal dat de ECB zich niet disproportioneel blootstelt aan faillissementsrisico in het OMT-programma.

Griekenland

Hiervoor verwijs ik u graag naar de geannoteerde agenda van de Eurogroep en Ecofinraad van 16 en 17 februari.

Hoogachtend,

de minister van Financiën

J.R.V.A. Dijsselbloem