

# Enkele opmerkingen over EU crisismaatregelen

## Ondernemingsrecht 2020/IX

In deze bijdrage worden EU crisismaatregelen besproken die de Europese Centrale Bank als centrale bank en als prudentieel toezichthouder van banken in de Eurozone intussen heeft genomen. Het gaat dan in het bijzonder om het *Pandemic Emergency Asset Purchase Programme* dat de ECB heeft gelanceerd. De bijdrage bespreekt de vraag in hoeverre dit programma effectief kan worden ingezet om de onmiddellijke financiële nood die de crisis veroorzaakt te lenigen. Een kritische beschouwing over de mogelijkheden die het programma biedt, leert dat het programma meer geschikt is om toegang op goede voorwaarden tot de kapitaalmarkten veilig te stellen voor de economisch zwakkere broeders onder de Eurozone landen, en wat minder geschikt lijkt voor effectieve, snelle en gerichte hulp aan noodlijdende sectoren van het bedrijfsleven. Verder worden overige monetaire en prudentiële maatregelen van de ECB, alsook enkele initiatieven die door de Europese Commissie zijn ontvouwd, kort samengevat. Tot slot wordt het juridische kader dat van toepassing is op steunverlening met gebruikmaking van het Europees Stabiliteits Mechanisme (ESM) toegelicht. Terwijl de ESM statuten zonder twijfel toestaan dat ESM fondsen (nu tot een beloop van € 400 miljard) in deze crisissituatie worden aangewend, is daarvoor vooralsnog (te) weinig politiek draagvlak binnen de Eurozone.

### 1. Inleiding

Deze bijdrage laat enkele van de maatregelen de revue passeren die in de Europese Unie zijn genomen of op stapel staan ter bestrijding van de economische gevolgen van de corona-pandemie. Het gaat in deze bijdrage niet over de maatregelen die de Nederlandse overheid heeft afgekondigd of in het vooruitzicht gesteld. De focus is op de maatregelen die de Europese Centrale Bank (de ECB) heeft genomen, en op het mogelijke gebruik van het Europees Stabiliteits Mechanisme (het ESM) om de Europese economie te helpen weer op gang te komen. Deze bijdrage waagt zich er niet aan een antwoord te geven op de vraag of de hier besproken maatregelen afdoende zijn. Evenmin wordt een poging ondernomen een antwoord te geven op de vraag naar het toekomstige gevolg van steunmaatregelen voor de staatshuishoudens van de lidstaten afzonderlijk en van de Europese Unie

zelf. In deze inleiding past tot slot een *disclaimer*: de schrijver van deze bijdrage is geen macro-econoom of financieel deskundige; zijn beperkte expertise is debet aan eventuele misvattingen en onvolkomenheden in deze bijdrage.

### 2. De ECB maatregelen: het PEPP

De ECB heeft vorige week het zogenoemde *Pandemic Emergency Asset Purchase Programme* (het PEPP) gelanceerd.<sup>2</sup> Dit programma, tezamen met het bestaande *Asset Purchase Programme* (het APP) dat Mario Draghi in de herfst van het vorig jaar aankondigde, stelt de ECB in elk geval gedurende dit lopende jaar in staat bepaalde activa te aan te kopen, om zodoende additionele geldmiddelen in de economie te pompen. Het gaat hier om activa als staatsobligaties, obligaties uitgegeven door lagere overheden, obligaties uitgegeven door financiële instellingen, en obligaties uitgegeven door het bedrijfsleven.<sup>3</sup> Het PEPP kent een voorlopig plafond van EUR 750 miljard, en tezamen met het APP betekent dit dat de ECB nu bijna EU 900 miljard (gelijk aan ongeveer 7,3% van het gezamenlijke bruto product van de EU lidstaten) de Europese economie binnen kan sluizen. De bevoegdheid tot aankopen van de ECB is dus aanzienlijk uitgebreid. Die totale koopkracht is overigens niet op één lijn te plaatsen met het hulpprogramma dat de federale overheid in de Verenigde Staten op 27 maart jl. heeft geformaliseerd, omdat het daar een mix van federale macro-economische en directe steunmaatregelen betreft. Hoe dan ook, de getallen zijn van ongrijpbare omvang en in zoverre misleidend en zelfs irrelevant omdat niemand met enige zekerheid kan zeggen in hoeverre dit soort maatregelen genoegzaam is.

In het verleden zijn vooral in Duitsland verschillende ECB maatregelen waarbij opkoopprogramma's in het leven werden geroepen, bekritiseerd. Deze kritiek betrof zowel het APP als daaraan voorafgaande programma's zoals het in 2012 gelanceerde zogenoemde *Outright Monetary Transactions* (OMT) programma en het in 2010 opgestarte *Securities Markets Programme* (SMP). Op initiatief van enkele Duitse 'eurosceptici' is over deze maatregelen een aantal rechtszaken gevoerd voor het Duitse constitutionele hof (het *BundesVerfassungsgericht*) dat zich op zijn beurt met prejudiciële vragen tot het EU Hof van Justitie heeft gewend. Zie hierover o.m. EU HvJ van 16 juni 2015, C-62/14 (Gauweiler), NJ 2016/368. Dit arrest is het eerste in een reeks arresten waarin het EU Hof

<sup>1</sup> Victor de Serièrè is hoogleraar effectenrecht (civielrechtelijke aspecten) aan de Radboud Universiteit in Nijmegen; hij is tevens als counsel verbonden aan een advocatenkantoor te Amsterdam. De definitieve versie van deze bijdrage zal verschijnen in het themanummer 'Ondernemingsrecht in tijden van corona'.

<sup>2</sup> Het programma is op 18 maart jl gelanceerd, en vervolgens vastgelegd bij Besluit (EU) 2020/440 van de ECB van 24 maart 2020. Dit besluit wordt in deze bijdrage verder aangeduid als het ECB PEPP Besluit.

<sup>3</sup> Ook kortlopend schuld papier, *commercial paper* uitgegeven door banken en bedrijven, kan worden aangekocht.

van Justitie kreeg te beoordelen of EU organen, waaronder de ECB, *ultra vires* hadden gehandeld.<sup>4</sup> Interessant in dit verband is ook dat het Duitse constitutionele hof zich medio 2019 heeft gebogen over de reikwijdte van de bevoegdheden van de ECB onder het EU regime van het zogenoemde *Single Supervisory Mechanism* (het SSM) en die van de *Single Resolution Board* (de SRB) onder het EU regime van het zogenoemde *Single Resolution Mechanism* (het SRM).<sup>5</sup> De 'Eurocritici' (en zij staan bepaald niet alleen) voelden (en voelen) zich vanuit ten minste twee invalshoeken bezwaard. In de eerste plaats vanuit de in Duitsland sterk levende zorg dat de eigen Duitse soevereiniteit door het rechtstelsel van de Europese Unie wordt terzijdegesteld.<sup>6</sup> In de tweede plaats vanuit de evenzeer sterk levende vrees dat Duitse belastinggelden zouden worden aangewend ter economische ondersteuning van zwakkere EU lidstaten en het zwakkere Europese bedrijfsleven. Dat deze Eurocritici meenden in deze procedures kans op succes te hebben, heeft te maken met de opdracht die de ECB in het Europese verdrag heeft meegekregen. De ECB heeft een primair *monetair* mandaat gekregen; handhaving van de prijsstabiliteit is de strekking van het mandaat. Het Europese verdrag staat niet toe dat de ECB economische steunmaatregelen treft. Het onderscheid tussen deze twee functies is niet gemakkelijk te maken, ook al omdat het Europese verdrag niet scherp omlijnt wat onder het monetaire beleid moet worden verstaan.<sup>7</sup> Het EU Hof van Justitie heeft in zijn eerder genoemde reeks arresten het onderscheid wel getracht te verduidelijken. Monetair beleid bijvoorbeeld dat tegelijkertijd (zij het niet als primaire doelstelling) meebrengt dat de stabiliteit van de Eurzone wordt bevorderd, verliest daarmee, aldus het Hof,<sup>8</sup> niet het karakter van monetaire beleid.

In deze bijdrage wordt verder niet op deze gecompliceerde problematiek ingegaan. De reden om hier toch summiert aandacht voor te vragen, is dat ook het PEPP (dan wel een onderdeel van de implementatie van dat programma) zou kunnen worden aangevochten. Het is immers zonneklaar dat de motieven voor dit additionele programma evenzeer economisch als monetair van aard

zijn. Het ECB besluit tot instellen van het PEPP (zie voetnoot 2) motiveert uitvoerig dat de economische terugslag die de diverse nationale gezondheidsmaatregelen teweeg brengen, een serieuze bedreiging vormen voor de prijsstabiliteit binnen de Eurozone. Eurocritici zouden niettemin kunnen stellen dat de economische motieven de monetaire overschaduwden. Maar de sympathie die men eventueel en meer in het algemeen nog zou kunnen opbrengen voor de standpunten van Eurocritici, valt lastiger op te brengen in de context van het adresseren van deze toch wel uitzonderlijke, direct aan de volksgezondheidsdreiging gerelateerde crisis.<sup>9</sup> De voorwaarden waaronder schuld papier zal worden opgekocht onder het programma zullen er overigens wel toe kunnen bijdragen dat hun kritiek wordt ingedamd.

Aankopen onder programma's die aan het PEPP vooraf zijn gegaan, werden onderworpen aan het uitgangspunt dat strikte *neutraliteit* wordt betracht in het aankoopbeleid. Deze neutraliteit (overigens geen wettelijk vereiste, meer een beleidsbeginsel) wordt door de ECB als volgt omschreven:

"When implementing the APP, the Eurosystem aimed to ensure market neutrality in order to minimise the impact on relative prices within the eligible universe and unintended side effects on market functioning."

In de praktijk bracht dit mee dat:

"the Eurosystem took a rule-based approach to the composition of purchases with a view to maintaining adequate diversification across issuers and counterparties. APP purchases were broad-based across jurisdictions, maturity segments, issuers and types of eligible bond in terms of different coupon types or different collateral types, for instance."

De hier bedoelde neutraliteit kan ook gezien worden als een exponent van het uitgangspunt dat het monetaire beleid van de ECB de prijsstabiliteit van de Eurozone in zijn geheel als een *gemeenschappelijk* doel moet nastreven.

De neutraliteit in de uitvoering van deze programma's verhinderde in het 'pre-Christine Lagarde tijdperk' bijvoorbeeld dat monetaire transacties van de ECB zouden moeten worden getoetst aan ESG criteria. In de context van toenemende maatschappelijke druk, goeddeels als gevolg van de *UN climate change summit* van september

4 Zie V.P.G. de Serière, *Ondernemingsrecht* 2019/172.

5 Zie V.P.G. de Serière, *Ondernemingsrecht* 2019/172.

6 Zie over dit onderwerp o.m. Barents, *SEW* 2016/21 en 2013/115; Timmermans, *SEW* 2010/230; Borger & Cuyvers, *SEW* 2012/10; Dingfelder Stone, *Minnesota Journal of International Law* 2016/25:1.

7 Zo is volgens art. 127, lid 1, VWEU en 282, lid 2, VWEU het hoofddoel van het monetaire beleid van de Unie de handhaving van prijsstabiliteit. Deze verdragsartikelen bepalen voorts dat het ESCB, onverminderd die doelstelling, het algemene economische beleid in de Unie ondersteunt teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in art. 3 VEU omschreven doelstellingen van de Unie. Hoofdstuk IV van het Protocol betreffende het ESCB en de ECB, waarin de monetaire functies en de werkzaamheden van het ESCB worden gepreciseerd, vermeldt de instrumenten waarvan het ESCB gebruik kan maken in het kader van het monetaire beleid, zie art. 18 van het protocol. Er is aldus in zekere mate sprake van het in elkaar overvloeien van functies.

8 Rov. 51 in het Gauweiler arrest.

9 Waarbij aantekening verdient dat in het kader van de economische bestrijding van de corona-gerelateerde crisis politieke argumenten worden opgeworpen die vraagtekens plaatsen bij het ondersteunen van zwakkere lidstaten in de Eurozone met gebruikmaking van het ESM: zou gemeenschappelijke Eurozone brede ondersteuning van die zwakkere lidstaten wel op zijn plaats zijn voor zover zij de afgelopen jaren verzuimd hebben de nodige fiscale buffers op te bouwen?

2019, werd voor het eerst in oktober 2019 door Christine Lagarde geopperd dat de neutraliteit (gedeeltelijk, en tenminste gefaseerd) opgeofferd zou kunnen worden aan het bevorderen van klimaatdoelstellingen. In de context van de corona-dreiging is nu mogelijk ook weer sprake van het verlaten van het neutraliteitsbeginsel. Immers, het PEPP zou in beginsel zo moeten worden ingericht dat er effectieve 'transmissie'<sup>10</sup> plaatsvindt naar die sectoren van de Europese economie die dat ten gevolge van de corona-crisis nodig hebben. Het meer algemeen pompen van liquiditeit in de economie lijkt onvoldoende effectief. Maar begrijpelijkerwijze is de ECB op dit gevoelige onderwerp voorzichtig, en lijkt zij slechts schoorvoetend zover te willen gaan dat neutraliteit wordt opgeofferd aan meer gerichte ondersteuning aan verschillende sectoren van de economie in verschillende landen:

"For purchases under the PEPP of eligible marketable debt securities issued by central, regional or local governments and recognised agencies, the benchmark allocation across jurisdictions of the euro area will be guided by the key for subscription of the ECB's capital [...]. A flexible approach to the composition of purchases under the PEPP is nonetheless essential to prevent current dislocations in the aggregate euro area sovereign yield curve from being translated into further distortions in the euro area risk-free yield curve, while also ensuring that the overall orientation of the programme covers all jurisdictions of the euro area." (Considerans (7) van het eerder genoemde ECB PEPP Besluit)

Handhaving van de *benchmark* voor het opkopen van staatspapier is onontkoombaar vanuit het politieke perspectief. Het is niet altijd eenvoudig de traditioneel veelal cryptische communicatie van monetaire autoriteiten precies te duiden, maar de beoogde flexibiliteit in het programma zoals hier verwoord, lijkt er vooral op gericht om te voorkómen dat er te groot verschil ontstaat in de hoogte van de coupon op door lidstaten uit te geven staatspapier. Met andere woorden, de flexibiliteit lijkt niet zozeer gericht op het dusdanig sturen van het aankoopbeleid dat aan specifieke dringende behoeftes van en in de negentien lidstaten in de Eurozone die door de pandemie zijn veroorzaakt, wordt tegemoetgekomen.<sup>11</sup> Niettemin geeft de tekst van het ECB PEPP Besluit wel aan dat verdergaande flexibiliteit tot de mogelijkheden behoort. Art. 5(3) van dit besluit bepaalt:

"The Governing Council delegates to the Executive Board the power to set the appropriate pace and composition of PEPP monthly purchases within the total overall envelope of EUR 750 billion. In particular, the purchase allocation may be adjusted under the PEPP to allow for fluctuations in the distribution of purchase flows, over time, across asset classes and among jurisdictions."

Wat precies wordt bedoeld met de uitdrukking "*distribution across asset classes and among jurisdictions*" blijft ongewis (vermoedelijk om de ECB meer armslag te geven). Maar denkbaar is dat hiermee wordt bedoeld de hiervoor bedoelde neutraliteit te relativeren ten gunste van de effectiviteit van de transmissie. Indien dat zo is, hoe zou de ECB dat moeten bewerkstelligen? Zelf zou zij dit niet kunnen, want zij zou zich in dat geval op een meer micro-economisch vlak moeten begeven, waartoe zij niet is uitgerust. Om die reden zal zij zich dan moeten verlaten op de uitvoerende transmissie-kanalen die de nationale overheden, de centrale banken en de financiële sector beschikbaar hebben. Die afhankelijkheid brengt noodzakelijkerwijze mee dat de ECB de effectieve transmissie zelf niet of minder goed kan borgen of controleren. Een andere reden overigens waarom de ECB zich niet indringend kan inlaten met de hier bedoelde transmissie is gelegen in het gevaar van politieke beïnvloeding. Uit art. 130 VWEU volgt dat de ECB haar taak van uitvoering van het monetair beleid van de Unie onafhankelijk moet vervullen, en dat zij gevrijwaard moet zijn van elke politieke druk. Het is van het grootste belang dat deze onafhankelijkheid niet wordt aangetast. Ook vanuit dit oogpunt mag de ECB zich niet intensief bemoeien met de transmissie op het nationale niveau. Dit geldt temeer nu haar beleid en besluitvorming niet tot de conclusie mogen dwingen dat sprake is van economische ondersteuning veeleer dan van monetair beleid. Het monetaire uitgangspunt van het nastreven van prijsstabiliteit is in het Europese verdrag verankerd, en geldt onverkort ook in de context van recessie die wordt veroorzaakt door bestrijding van de pandemie.<sup>12</sup> Hiertegenover staat overigens dat maatregelen ter ondersteuning van de hier bedoelde transmissie kunnen voorkomen dat verkeerde impulsen worden gegeven aan bepaalde sectoren van de economie, hetgeen het gemeenschappelijke doel van prijsstabiliteit in de Eurozone in gevaar kan brengen. Deze overweging geeft dus legitimiteit aan ondersteunende maatregelen.

In een ideale wereld zou de implementatie van het PEPP moeten worden onderworpen aan specifieke voorwaarden die ertoe strekken de transmissie voor zoveel mogelijk effectief te doen zijn. Die voorwaarden zouden ook *per asset class* moeten kunnen verschillen. Enkele voor-

10 Onder transmissie versta ik in dit verband het bewerkstelligen dat monetaire maatregelen effectief neerslaan in de betreffende economieën.

11 Het vaststellen van het causaal verband tussen de gevolgen van de pandemie enerzijds en de gevolgen van zwak fiscaal beleid van landen als Italië, Spanje en Portugal anderzijds, is een afzonderlijk probleem, dat nu in de politieke discussie over het inzetten van het ESM op tafel komt te liggen. Zie ook deze bijdrage hierna.

12 Het programma is op 18 maart jl gelanceerd, en vervolgens vastgelegd bij Besluit (EU) 2020/440 van de ECB van 24 maart 2020. Dit besluit wordt in deze bijdrage verder aangeduid als het ECB PEPP Besluit.

beelden kunnen dit verduidelijken. Indien het PEPP meer *funding* aan banken verschaft (bijvoorbeeld door het opkopen van kortlopend *commercial paper*), hoe bereikt men dan dat de aldus vrijkomende liquiditeiten door middel van kredietverstrekking aan die sectoren van het bedrijfsleven ten goede komen die zwaar getroffen zijn door de pandemie en ondersteuning om die reden hard nodig hebben? Dat zou toch alleen maar kunnen indien die sectoren nauwkeurig worden gedefinieerd, en indien banken worden geïnstrueerd de *funding* aan die sectoren ter beschikking te stellen tegen aanvaardbare voorwaarden. 'Aanvaardbaar' zou in dit verband betekenen dat het verzwaarde kredietrisico niet aan kredietverstrekking in de weg mag staan. Een paradoxale opgave voor ons bankwezen. Wat wij nu zien is dat banken enerzijds hulpbehoevende kredietnemers (voornamelijk in het MKB en particuliere segment) betrekkelijk royaal tegemoet komen, maar anderzijds in het licht van de aankomende (of al aanwezige?) zware recessie hun kredietrisico begrijpelijkerwijze willen inperken.

Als schuldpapier van het bedrijfsleven zelf wordt opgekocht, rijst evenzeer de vraag hoe transmissie doelmatig kan worden bewerkstelligd. Indien schuldpapier op de *secondary market* wordt gekocht (het betreft dan het aankopen van reeds uitgegeven papier), zou het effect kunnen zijn dat de kapitaalmarkt dieper en meer fluide en kostenefficiënt wordt, waardoor de toegang tot de kapitaalmarkt voor het bedrijfsleven gemakkelijker wordt. Maar dat is een wat langere termijn effect, terwijl nu juist gezocht moet worden naar meer directe en onmiddellijke ondersteuning. Het is ook de vraag in hoeverre dergelijke aankopen niet aan beleggers in schuldpapier een aantrekkelijke *exit* zouden kunnen bieden tegen verkoopprijzen die hoger liggen dan zij anders zouden kunnen toucheren. Ook indien men nieuw uit te geven schuldpapier zou aankopen, rijst de vraag hoe kan worden bewerkstelligd dat de opbrengsten daarvan op de gewenste wijze worden aangewend. Dus in het algemeen niet voor het financieren van M&A transacties, het uitkeren van dividenden, het aflossen van bestaande schulden, *share buy backs*, etc. De ECB heeft dit laatste overigens onderkend, en banken nu<sup>13</sup> verboden om dividenden uit te keren of aandelen in te kopen. Aankopen van nieuw schuldpapier zouden bedrijven ook kunnen stimuleren tot herfinanciering van bestaande kredieten, terwijl het nodige optimaliseren van de interne huishoudens van het getroffen bedrijfsleven dan misschien niet ter hand wordt genomen.

13 ECB Persbericht van 27 maart 2020. Deze maatregel geldt dividenden over de financiële jaren 2019 en 2020 en blijft in elk geval van kracht tot 1 oktober 2020. Indien al dividendvoorstellen zijn gedaan aan komende algemene aandeelhoudersvergaderingen van banken, verwacht de ECB dat deze voorstellen zullen worden gewijzigd. Aandeleninkoopprogramma's en voorgenomen inkooptransacties moeten worden geschrapt. Anderssoortige transacties ten faveure van aandeelhouders worden niet genoemd, maar men mag verwachten dat de prudentiële toezichthouder ook deze zal willen blokkeren.

Men zou dit een *moral hazard* probleem kunnen noemen. Hoe dan ook: niet de eigenaren maar de meer directe stakeholders in ondernemingen moeten van deze steun kunnen profiteren. Mogelijk stelt het PEPP overheden in staat om garantiefaciliteiten op te tuigen ten behoeve van het nationale bedrijfsleven. Gegarandeerde kredietfaciliteiten zijn over het algemeen effectief, omdat gebruik kan worden gemaakt van het efficiënte distributiesysteem van de bancaire sector.<sup>14</sup> De EU staatssteunregels zijn intussen terecht versoepeld<sup>15</sup> om nationale overheidsgarantiearrangementen (zoals in Nederland de zogenoemde 'GO faciliteit') te faciliteren.

Het opkopen van bestaand en nieuw staatspapier heeft last van dezelfde complexiteiten als zojuist omschreven. Hoe bereikt men nu dat geldmiddelen door overheden op de juiste manier worden ingezet? Hoe bereikt men dat het effect zoveel als praktisch mogelijk onmiddellijk is en dat liquiditeiten daarheen worden gedirigeerd waar (a) primair de gezondheidszorg, respectievelijk de algemene nationale zorgverzekeringdekking, nadere financiering behoeft, en (b) secundair de economische crisis zich op commercieel terrein het hardst doet voelen. Voorkomen moet worden dat dit eerst op een wat langere termijn geëffectueerd wordt, dan wel wordt aangewend om meer algemeen de betreffende overheidshuishouding te repareren. Onder de oudere programma's (APP en voorgangers) kon worden teruggevallen op de strengere voorwaarden die in het kader van het EFSF en de ESM (zie hierna) aan overheden werden opgelegd om hun interne huishoudens op orde te krijgen. Maar die strengere voorwaarden zijn nu niet voorhanden. Hetgeen niet wil zeggen dat die voorwaarden niet *pour besoin de la cause* alsnog zouden kunnen worden ontwikkeld en opgelegd. Zover is men echter voor zover mij bekend nog lang niet.

Tot slot verdienen nog twee aspecten aandacht. Het eerste betreft de omstandigheid dat men ten aanzien van de oudere programma's meende dat alleen *reeds uitgegeven* overheidsschuldpapier kon worden aangeschaft. Men kon dus met andere woorden alleen op de secundaire markt terecht. Deze beperking werd in het bijzonder ingegeven door het vereiste van art. 123 van het Europese verdrag (het VWEU), dat rechtstreekse financiële ondersteuning niet toestaat. De vraag is of dit beperkende vereiste ook geldt met betrekking tot het PEPP. In het ECB PEPP Besluit is de beperking dat aankopen alleen in de secundaire markt mogen plaatsvinden, niet opgenomen; daaruit blijkt dat deze beperking niet geldt. Het tweede aspect betreft het Unierechtelijke evenredigheidsbeginsel: volgens vaste rechtspraak van het EU Hof van Justitie vereist dit beginsel dat de handelingen van de instellingen van

14 Dit geldt overigens niet noodzakelijkerwijze voor het MKB, waar het adieren van bancaire krediet niet altijd vanzelfsprekend is.

15 Zie [https://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/what\\_is\\_new/sa\\_covid19\\_temporary-framework\\_nl.pdf](https://ec.europa.eu/competition/state_aid/what_is_new/sa_covid19_temporary-framework_nl.pdf).

de Unie geschikt moeten zijn om de door de betrokken regelgeving legitiem nagestreefde doelstellingen te bereiken, en niet verder mogen gaan dan daarvoor noodzakelijk is.<sup>16</sup> Toepassing van dit beginsel beperkt mogelijk het gebruik van het PEPP. Het spreekt voor zich dat niemand zich nu over deze naar men moet vrezen theoretische beperking zorgen maakt.

In termen van het direct adresseren van de economische gevolgen van de *standstill* die wij nu meemaken, lijkt het PEPP al met al toch een minder ideaal instrument dan men wellicht zou verwachten (hetgeen niet wegneemt dat het PEPP een absoluut noodzakelijk recessie-bestrijdende maatregel is). De effectiviteit hangt vooral af van de wijze van implementatie. Daarvoor is men in belangrijke mate aangewezen op uitvoeringsmaatregelen van overheid, centrale banken en de bancaire sector. Het is afwachten hoe snel en efficiënt liquiditeiten daar terecht komen waar zij het hardst nodig zijn.

### 3. Andere ECB maatregelen

Naast de opstart van het PEPP programma heeft de ECB een aantal andere maatregelen genomen. Op het monetaire vlak zijn maatregelen genomen om de liquiditeit in de bancaire sector op peil te kunnen houden. Het betreft hier additionele zogenoemde *Longer Term Refinancing Operations*, waarvan de voorwaarden gunstiger zijn dan die tot nu toe golden, alsook een nieuw per juni 2020 op te tuigen Targeted Long Term Refinancing Obligations faciliteit (*TLTRO III* genaamd), ook weer met gunstiger tarifiering.<sup>17</sup>

Natuurlijk is het stellen van de rentetarieven voor de herfinancieringsoperaties, de leningfaciliteit en de depositofaciliteit verreweg het belangrijkste monetaire instrument dat de ECB beschikbaar heeft. Deze ECB rentetarieven vinden zoals bekend onmiddellijk hun neerslag op de commerciële rentetarieven in de Eurozone landen (en ook daarbuiten). In haar perscommuniqué van 12 maart jl heeft de ECB doen weten deze tarieven laag te houden en zo nodig verder te verlagen, in elk geval totdat het inflatieniveau aanvaardbaar dicht bij 2% is komen te liggen. Dit is het conventionele monetaire instrument, dat overigens de laatste tijd nogal onder vuur is komen te liggen. Er wordt onder economen een betrekkelijk fundamentele discussie gevoerd over de uiteindelijke effecten

van negatieve rentes op de verschillende sectoren van de economie.<sup>18</sup>

Maatregelen die niet op het monetaire vlak liggen, maar die de ECB in verband met de corona-crisis neemt in haar capaciteit van prudentieel toezichthouder, betreffen onder meer het volgende:

- (i) Flexibiliteit ten aanzien van de rubricering van leningen als "*unlikely to pay*" in het geval van van overheidswegen gegarandeerde leningen. Daarnaast zullen dergelijke gegarandeerde leningen met NPL status<sup>19</sup> een toegeeflijke prudentiële behandeling krijgen ten aanzien van de noodzaak daarvoor voorzieningen te nemen.
- (ii) Voor niet gegarandeerde leningen wordt in het vooruitzicht gesteld dat toezichthouders zich soepel zullen opstellen ten aanzien van toe te passen NPL-reducerende maatregelen.
- (iii) Bij het nemen van voorzieningen door de bancaire sector moeten excessieve procyclische effecten worden teruggedrongen.
- (iv) De ECB zal toestaan dat de verplichting om bepaalde kapitaal- en liquiditeitsbuffers aan te houden, niet in volle omvang blijven gelden.<sup>20</sup> Dit betreft met name de het kapitaal dat moet worden aangehouden ten aanzien van *Pillar 2* risico's, de kapitaalinstandhoudingsbuffers en de aan te houden liquiditeitsratio's.
- (v) Rapportageverplichtingen worden verlicht, en de reguliere prudentiële inspecties door de zogenoemde *joint supervisory teams*<sup>21</sup> kunnen worden opgeschort of aangepast.

De maatregelen onder (i), (ii) en (iii) hebben te maken met het toepasselijke IFRS9 regime, dat voorziet in eerdere prudentiële maatregelen ten aanzien van NPLs.<sup>22</sup> De vrees dat een hausse aan NPLs de kapitalisering van banken zou kunnen uithollen, wordt hiermee geadresseerd. De maatregel onder (iv) speelt kapitaal vrij van in totaal € 120 miljard bij Eurozone banken, hetgeen betekent dat een totaal bedrag tot zo'n € 1.8 biljoen kan worden aangewend voor kredietverstrekking of verliesab-

16 EU HvJ inz Association Kokopelli, C-59/11, ECLI:EU:C:2012:447, punt 38 en aldaar aangehaalde rechtspraak

17 [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312\\_1-39db50b717.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1-39db50b717.en.html).

18 Zie o.m. C. Borio in BIS Working Paper No. 456 (2014); voorts H. Maxey, *Dismantling the deflation machine*, The Ruffer Review, p. 64 e.v. Zie voor een analyse van het effect van langdurig negatieve rentes op de robuustheid van het bankwezen ook M. Klein, *Implications of negative interest rates for the net interest margin and lending of euro area banks*, te vinden op <https://www.bundesbank.de/en/publications/research/discussion-papers/implications-of-negative-interest-rates-for-the-net-interest-margin-and-lending-of-euro-area-banks-828040>.

19 NPL staat voor non performing loans.

20 Dit is overigens in lijn met hetgeen het toezichthoudend orgaan van het Bazel Comité, de zogenoemde Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision (GHOS) in breder verband heeft aanbevolen. Op 27 maart 2020 werden centrale banken door het GHOS geadviseerd maatregelen te nemen ter bevordering van de operationale capaciteit van banken.

21 Dit zijn de reguliere toezichtteams bestaande uit vertegenwoordigers van de ECB en de betreffende nationale prudentiële toezichthouder

22 Zie hierover ook de persberichten van de EBA en ESMA over toepassing van IFRS9, beide van 25 maart 2020.

sorptie. In Nederland heeft DNB de verplicht aan te houden systeembuffers van de grootbanken verlaagd met een percentage van 1,5% tot 2,5%, hetgeen in totaal € 8 miljard aan kapitaalverplichtingen vrijspeelt, hetgeen additionele leen- of verliesabsorptiecapaciteit van € 200 miljard zou opleveren.

#### 4. Andere EU maatregelen.

Het hiervoor besproken PEPP is een monetair instrument en de in para. 3 besproken maatregelen zijn deels monetair, deels prudentieel-regulatoir van aard; natuurlijk zijn er daarnaast in het EU arsenaal middelen voorhanden die al dan niet ten laste van het EU budget de gevolgen van de coronadreiging beogen te mitigeren. Zo heeft de Europese Commissie onlangs het zogenoemde *Corona Response Investment Initiative* gelanceerd, met het specifieke oogmerk aan de medische infrastructuur, de arbeidsmarkt en het MKB in noodlijdende lidstaten steun te verlenen. Euro 37 miljard zou voor dit doel ter beschikking moeten komen. De EU Commissie stelt ook voor aanvullende geldmiddelen ter beschikking te stellen onder de paraplu van het zogenoemde *EU Solidarity Fund* (waartoe de betreffende verordening<sup>23</sup> dan wel aangepast moet worden). Zoals bekend heeft de Nederlandse regering bedenkingen tegen het gebruik van dit noodfonds, vergelijkbaar met de bedenkingen die zij heeft ten aanzien van het gebruik van het ESM. Deze bedenkingen zijn gebaseerd op wat men de vrees voor *mutualisation* van de schuldenlast van zuidelijke en oostelijke lidstaten van de Unie zou kunnen noemen.

#### 5. Gebruik van het ESM

Tot instelling van het *European Stability Mechanism* werd op 17 december 2010 besloten door de Europese Raad van Ministers. Het ESM is op 2 december 2012 bij verdrag tussen de 19 Eurozonelanden in het leven geroepen. Het ESM heeft bevoegdheid steun aan de 19 aangesloten lidstaten te verlenen tot nu zo'n € 410 miljard.<sup>24</sup> Deze steun moet worden gefinancierd door de uitgifte van verschillende soorten schuldinstrumenten.<sup>25</sup> Aan het verlenen van steun worden afzonderlijk onderhandelde voorwaarden verbonden, die kort gezegd de ontvangende landen ertoe verplichten hun interne huishoudens beter op orde te brengen. Dergelijke voorwaarden werden verbonden aan de steun die inmiddels aan Griekenland, Cyprus en Spanje was verleend.<sup>26</sup> Het kapitaal van het ESM (formeel € 700 miljard, waarvan ca. € 80 miljard daadwerkelijk is gestort) wordt door de 19 lidstaten bijeengebracht, maar dit kapitaal mag niet worden aangewend voor steunver-

lening; in beginsel is dit kapitaal voor verliesabsorptie gereserveerd. In art. 1 van het ESM verdrag wordt het doel van het ESM als volgt omschreven:

"...het vrijmaken van middelen en het verstrekken van stabiliteitssteun, onder stringente voorwaarden die passend zijn voor het gekozen financiële bijstandsinstrument, ten gunste van ESM-leden die te maken hebben met of worden bedreigd door ernstige financieringsproblemen, indien zulks onontbeerlijk is om de financiële stabiliteit van de eurozone in haar geheel en van de lidstaten ervan te vrijwaren. Daartoe wordt het ESM gemachtigd middelen te verwerven door financiële instrumenten uit te geven, dan wel door financiële of andere overeenkomsten of regelingen aan te gaan met ESM-leden, financiële instellingen of andere derden."

Het verdrag heeft geen rustig bestaan. De afgelopen 5 jaar is voortdurend discussie gevoerd over mogelijke aanpassing van het verdrag. Op 19 december 2019 heeft de Eurogroep in principe overeenstemming bereikt over verdragswijzigingen met het doel enerzijds om het ESM te doen fungeren als *backstop* voor de financiering van het *Single Resolution Mechanism* (de regeling voor de afwikkeling van noodlijdende banken in de Eurozone), en anderzijds om de efficiëntie van de bestaande financieringsmechanismen van het ESM te verbeteren. Het gaat er bij dit laatste vooral om de voorwaarden te preciseren voor het ter beschikking stellen van zogenoemde *Precautionary Financial Assistance* aan de aangesloten lidstaten.<sup>27</sup> Daaronder zou dan moeten worden verstaan:

"to support sound policies and prevent crisis situations by allowing ESM Members to secure the possibility to access ESM assistance before they face major difficulties raising funds in the capital markets. ESM precautionary financial assistance instruments provide support to ESM Members with sound economic fundamentals which could be affected by an adverse shock beyond their control."

Sleutelbegrippen in deze concept omschrijving zijn "*before*" en "*which could be affected*". Deze duiden erop dat het ESM niet slechts aangewend zou kunnen worden als *last resort* maatregel om de ESM lidstaten in een crisissituatie te ondersteunen, maar ook al bij een dreigende crisis. Die notie werd overigens ook al tot uitdrukking gebracht in het geciteerde art. 1 van het verdrag. En hier ligt de kern van de discussie die nu wordt gevoerd: terwijl rijkere lidstaten zoals Nederland, Duitsland en Oostenrijk het ESM slechts zouden willen inzetten als *ultimum remedium*, vindt men in landen als Italië, Spanje en Portugal

23 Verordening (EC) No 2012/2002 van 11 november 2002.

24 Eerder gebruik van ESM fondsen tot een bedrag van ongeveer € 300 miljard betekent dat nu nog ca. € 410 miljard ter beschikking staat.

25 Zie <https://www.esm.europa.eu/investors/esm/funding-strategy>.

26 Zie voor een samenvatting o.m. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2014/497755/IPOL-ECON\\_NT\(2014\)497755\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2014/497755/IPOL-ECON_NT(2014)497755_EN.pdf).

27 Zie hiervoor de concept ESM Guideline on precautionary financial assistance, te vinden op <https://www.esm.europa.eu/about-esm/european-stability-mechanism-guideline-precautionary-financial-assistance>.

dat het ESM krachtens haar doelstelling nu juist bij uitstek geschreven is voor een economische crisis als waar wij ons nu in bevinden. Deze discussie is veeleer een politieke discussie dan dat er sprake is van verschil van mening over de strekking van het verdrag. In deze bijdrage wordt deze discussie verder niet besproken. De hierboven summierlijk omschreven verdragswijzigingen zijn overigens nog niet gerealiseerd.

Interessant is ten slotte wel dat deze discussie mede betrekking heeft op de mogelijke uitgifte van zogenoemde *coronabonds*, obligaties die specifiek zouden kunnen worden uitgegeven ter financiering van overheidstekorten die toe te schrijven zijn aan de crisis ontstaan door bestrijding van het corona virus. Dergelijke coronabonds zouden onder de paraplu van het ESM kunnen worden uitgegeven, dan wel krachtens een speciaal daartoe ingericht EU regime. Tot duidelijke conclusies of besluitvorming over de rechtsgrondslag en de preciese uitgiftetechniek is het nog niet gekomen, en dat is ook niet verwonderlijk, nu over de principiële onderliggende notie van een gezamenlijke aanpak (*mutualisation*) van de huidige crisis en de daaraan te verbinden voorwaarden nog geen overeenstemming is bereikt. Negen landen hebben de voorzitter van de Raad van Ministers op 27 maart jl. formeel bij brief gevraagd de uitgifte van coronabonds ter hand te nemen. De daartoe benodigde overeenstemming zal echter vermoedelijk uitblijven. Als alternatief is wel geopperd dat deze negen landen mogelijk gezamenlijk coronabonds kunnen uitgeven om vervolgens de ECB te verzoeken een dergelijke uitgifte met gebruik van het PEPP te ondersteunen.<sup>28</sup> Het lijkt onwaarschijnlijk dat dit gerealiseerd kan worden. De tijd zal leren waar deze discussies in uitmonden.

---

28 Zie Wolfgang Munchau, "Go-it-alone eurozone 'coronabonds' are worth the risk Nine countries can make a stand for sharing the fiscal burden of the pandemic" in de *Financial Times* 29 maart 2020.

---