

Regulatory Green Bonds

Geen goed idee!

prof. dr. E.P.M. Joosen LL.M.¹

In toenemende mate worden regulatoire kapitaalinstrumenten (zoals de door Pim Horsten vaak besproken CoCo-bonds) door financiële ondernemingen (met name banken) uitgegeven die hetzij een vol “groen predicaat” krijgen of vorm worden gegeven als ‘sustainability linked bonds’. De Europese Bankenautoriteit (EBA) heeft enige tijd geleden zijn zorgen uitgesproken over deze nieuwe ontwikkeling, en stelde dat er sprake is van mogelijke botsingen met de kwalitatieve kapitaalvereisten van CRR, indien een regulatorisch kapitaalinstrument ook nog sustainable finance doelen moet dienen. In deze bijdrage wordt ingegaan op de knelpunten die EBA op dit vlak zag en wordt ingegaan op de vraag of het nieuwe sustainability linked bond raamwerk zoals dat is opgenomen in de EU Green Bond Standard Verordening van november 2023 een oplossing biedt voor dit gesignaleerde knelpunt.

1. Pim's betrokkenheid bij CoCo Bonds

Pim Horsten is een van de gespecialiseerde advocaten geweest in de Nederlandse rechtspraak die met veel kennis van zaken intensief betrokken was bij de begeleiding van banken en andere financiële ondernemingen bij de uitgifte van regulatory capital instrumenten, zoals de zogenaamde Contingent Convertible Bonds (‘CoCo Bonds’). Dit nieuwe kapitaalinstrument is door het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS) in 2010² geïntroduceerd als een antwoord op de vele perikelen die op het vlak van door banken uitgegeven kapitaalinstrumenten ontstonden na de wereldwijde financiële crisis van 2007/2008. Die perikelen kwamen er op neer dat tot aan de ontwikkelde standaarden in het nieuwe Bazels akkoord de zogenaamde kwalitatieve kapitaaleisen onduidelijk waren, en in de praktijk tot veel discussies leidden over de toepasselijke voorwaarden in de rechtsverhouding tussen de financier van de bank en de bank zelf.³

Kwalitatieve kapitaaleisen betreffen de regels over de inrichting van de rechtsverhouding tussen de bank en de financiers van de bank. Onder meer wordt vereist dat de juridische voorwaarden voldoende duidelijk, onvoorwaardelijk en onherroepelijk regelen dat de verschaffers van de financiering

aan de bank zich niet tussentijds kunnen terugtrekken door de financiering vervroegd op te eisen, dat de financiering is achtergesteld bij de verplichtingen van de bank jegens gewone crediteuren (met name crediteuren die spaargelden aan de bank hebben toevertrouwd) en dat van enige preferentie wat betreft tussentijdse uitkering van dividend of rendement (bijvoorbeeld rentebetalingen) geen sprake mag zijn.

Het is niet gebleven bij betrokkenheid bij deze materie in een intensieve praktijk bij het kantoor waaraan Pim Horsten was verbonden. Hij heeft ook uitvoerig bijgedragen aan de wetenschap door middel van vele bijdragen aan de literatuur op dit vlak.⁴ Deze bijdragen muntten alle uit in een verregaand specialistisch inzicht in de toepasselijke regelgeving, met name de uitgebreide regels van de Verordening kapitaaleisen⁵ (‘CRR’) die sinds 1 januari 2014 in ons land diende te worden toegepast. Pim Horsten heeft daarmee ook deze materie voor de praktijk op een toegankelijke wijze toegelicht en becommentarieerd.

In een van zijn meest recente bijdragen⁶ behandelt hij de monitoring door de Europese Bankenautoriteit (‘EBA’) die in het verleden belangrijke inzichten

1. Bart Joosen is hoogleraar Financieel Recht, verbonden aan het Hazelhof Centre for Financial Law, Instituut voor Privaatrecht, Universiteit Leiden en als part time professor verbonden aan de Florence School of Banking and Finance, Robert Schumann Centre for Advanced Studies, European University Institute, Florence Italië.
2. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, december 2010 (herzien juni 2011), (‘Basel III’) te raadplegen via www.bis.org.
3. Zie over deze ‘kwalitatieve kapitaaleisen’ uitgebreid E.P.M. Joosen & G.W. Kastelein, “Kwalitatieve kapitaaleisen voor financiële ondernemingen”, TFR 2020/5, pp. 203-215.

4. Zie, onder meer, W.J. Horsten, “Naar een gemeenschappelijke EU-definitie van Tier 1 hybrids”, TFR 2008/3, p. 94 e.v.; W.J. Horsten, “Van de Sydney press release via Bazel III naar CRD IV”, TFR 2013/7-8, pp. 227 e.v.; Pim Horsten, “Sudden Death”, Voorwoord, TFR 2013/4, p. 99; W.J. Horsten, “Coco’s”, Ondernemingsrecht 2015/65; W.J. Horsten, “Niet-preferent, ofwel lager in rang maar niet achtergesteld”, MvV 2020, nr. 11, pp. 401-417; en Pim Horsten, “Credit Suisse, de aandeelhouder en de obligatiehouder”, Ondernemingsrecht 2023/01, pp. 644-657.
5. Verordening (EU) Nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, PbEU L 176, pp. 1-337.
6. W.J. Horsten, “Het nieuwe EBA Monitoring Report over AT1, Tier 2 en TLAC/MREL eligible liabilities instrumenten”, TFR 2023/9, pp. 285-288.

heeft gegeven over het onderwerp dat ik in deze bijdrage aansnijdt. Namelijk de vraag of een door een bank uitgegeven obligatie die dient te voldoen aan de wettelijke kwalitatieve criteria om in aanmerking te komen als bankkapitaal, tegelijkertijd invulling kan geven aan duurzaamheidsdoelstellingen. Met andere woorden de obligatie vertoont dan kenmerken van een 'groene of sociale obligatie', maar is tegelijkertijd aan te merken als bankkapitaal.

2. EBA's opvatting over de botsing van kwalitatieve kapitaaleisen en ESG-criteria

2.1. EBA AT1-rapport van juni 2021

Ingevolge Art. 80 CRR heeft de EBA uitgebreide bevoegdheden gekregen om door middel van monitoringverslagen de in de Europese Unie uitgegeven kapitaalinstrumenten voor het eigen vermogen en voor regulatorisch kapitaal in aanmerking komende passiva van banken te evalueren op conformiteit met de toepasselijke regels voor kwalitatieve vereisten aan bankkapitaal. In het vierde EBA-rapport van juni 2021⁷ over de monitoring van Additional Tier 1-kapitaalinstrumenten (het 'EBA AT1-rapport van juni 2021'), heeft EBA voor het eerst de botsing aangesneden van de regels voor bankkapitaal met duurzaamheidsdoelstellingen die door de bank zijn gesteld bij de uitgifte van de desbetreffende instrumenten.

Additional Tier 1-instrumenten ('AT1-instrumenten') worden ook wel 'hybride instrumenten' genoemd. Ze kwalificeren als schuldinstrumenten maar hebben de kenmerken van eigendomsinstrumenten in de zin dat de rechtspositie van de houder ervan vergelijkbaar is met die van een aandeelhouder. Dat geldt in het bijzonder wat betreft de 'permanentie' van de financiering en de achterstelling. De voorwaarden voor AT1-instrumenten moeten zeer nauwkeurig zijn vastgelegd, en Artt. 51 en volgende van de CRR geven hiervoor de criteria.⁸

In het EBA AT1-rapport van juni 2021 wordt de ontwikkeling in de praktijk aangesneden dat door banken AT1-instrumenten worden uitgegeven die tege-

lijkertijd aan ESG-criteria moeten voldoen.⁹ In het huidige tijdperk zullen dit met name instrumenten zijn die kunnen worden aangemerkt als een 'sociale obligatie' of een 'groene obligatie', met andere woorden, financiering die door de bank wordt aangetrokken met als doel bepaalde sociale of klimaatdoelstellingen te verwezenlijken. De EBA staat zeer kritisch tegenover dit nieuwe fenomeen en wijst op de mogelijke conflicten van dergelijke transacties met de vereisten voor wettelijke kapitaalinstrumenten.

EBA gaat in haar rapport uitgebreid in op de knelpunten die hij ziet bij het labelen van bepaalde wettelijke kapitaalinstrumenten als 'sociaal' of 'groen', terwijl deze tegelijkertijd ook moeten voldoen aan de kwalitatieve kapitaalvereisten.¹⁰ Ik zal volstaan met één citaat uit het EBA-rapport om te laten zien hoe gedetailleerd de EBA deze kwestie heeft geanalyseerd:

"Several articles in the CRR (including Article 52(1)(g), Article 52(1)(j), Article 63(h), Article 63(j), Article 63(l), Article 72b(2)(g), Article 72b(2)(j) and Article 72b(2)(h)) aim to ensure that own funds and eligible liabilities instruments do not include any incentive to redeem the bonds or give rights to the note holders to accelerate future payments, in the case of AT1 on a perpetual basis and in the case of Tier 2 and eligible liabilities prior to the stated maturity subject to certain specific conditions. Furthermore, in order to preserve capacity for loss absorption, Article 52(1)(l)(ii), Article 63(m) and Article 72b(2)(m) of the CRR ensure that the level of interest or dividends payments, as applicable, due on the instruments does not change due to the creditworthiness of the issuer at any time. This

7. EBA Report on the Monitoring of Additional Tier 1 (AT1) Instruments of European Union (EU) Institutions - Update, EBA/REP/2021/19, 24 June 2021

8. De EBA geeft in het monitoringverslag aan dat sommige aanbevelingen in het kader van het toezicht op AT1-instrumenten ook van toepassing zullen zijn op Tier 2 instrumenten die aan de criteria van Art. 62 en volgende CRR moeten voldoen. Tier 2 instrumenten zijn achtergestelde obligaties die wel een aflossingsdatum kennen, maar vanwege bepaalde kenmerken kunnen worden aangemerkt (ten dele) als onderdeel van het 'regulatorische kapitaal'. In dat verband merkt de EBA dan ook op dat vergelijkbare contractuele bepalingen in de contractdocumentatie van Tier 2 instrumenten ook moeten worden getoetst aan de bevindingen van de EBA voor AT1-instrumenten.

9. De eerste emissie betrof de 6% EUR 1.000.000.000 Groene CoCo Bond van de Spaanse bank BBVA die deze obligaties met groot succes plaatste in juli 2020. Deze emissie werd gedaan binnen het bereik van BBVA's Sustainable Development Goals (SDGs) Bond Framework van april 2018. Zie hiervoor: www.bbva.com/en/bbva-is-the-first-financial-institution-in-the-world-to-issue-green-coco-bonds. Dichter bij huis maar in de vorm van een zogenaamde Tier 2 obligatie, was het bijvoorbeeld Triodos Bank die in 2021 een groen regulatorisch kapitaalinstrument uitgaaf, de 2.25% EUR 250.000.000 BB+ Green subordinated Tier 2 bond ingekaderd in het Triodos Green Bond Framework. Zie: www.triodos.com/en/investor-relations/triodos-green-bonds.

10. Zie over de problematiek van de zogenaamde 'green default' uitgebreid: Michal Pyka, "The EU Green Bonds Standard: A Plausible Response to the Deficiencies of the EU Green Bond Market?", European Business Organization Law Review, 14 February 2023, <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00278-2>. Zie uitgebreid over de problematiek van handhaving van de (contractuele) voorwaarden van dergelijke regulatorische kapitaalinstrumenten mijn bijdrage "Enforcement of Qualitative Capital Requirements for Banks", Hoofdstuk 4 in *The Enforcement of EU Financial Law*, redactie Jan Crijns, Matthias Haentjens en Rijnhard Haentjens, Hart Studies in Commercial and Financial Law, Deel 8, Hart Publishing, Oxford (2022), pp. 69-94.

*principle should always be upheld regardless of whether the bonds are labelled Green or ESG or not.*¹¹

Het komt er, in het kort gezegd, op neer dat de EBA een potentieel conflict ziet met de belangrijkste randvoorwaarde voor regulatorisch kapitaal, de ‘permanente beschikbaarheid’ en de mogelijke aanleiding die investeerders in groene bankkapitaalinstrumenten zouden kunnen hebben, om over te gaan tot vervroegde opeising, indien de beloofde ‘groene’ of ‘sociale’ doelstellingen niet of niet ten volle worden bereikt, bijvoorbeeld omdat zich dan een ‘event of default’ voordoet, en de instrumenten (vervroegd) worden opgeëist.

2.2. Het EBA Monitoring rapport van 2023

In het recente EBA monitoring rapport van juli 2023¹² (‘EBA Monitoring rapport van 2023’), wordt hier opnieuw uitgebreid aandacht voor gevraagd en worden de aanbevelingen¹³ uit het EBA AT1-rapport van juni 2021 nader uitgewerkt. Hierbij doet EBA ook verslag van een rondetafel gesprek met belanghebbenden in april 2021, waarbij in het algemeen door marktpartijen wordt onderkend dat er knelpunten kunnen ontstaan indien uitgaven van ‘regulatoire kapitaalinstrumenten’ worden vormgegeven als ‘groene’ of ‘sociale’ obligatie, en waarbij werd aangedrongen op nadere verduidelijking door EBA.

EBA constateert dat er verschillen bestaan in de contractuele documentatie van dergelijke obligatie uitgaven, waarbij er een trend valt waar te nemen dat uitgevende instellingen in toenemende mate in die contractvoorwaarden de twee sporen regelen waarbij enerzijds de kwalificatie als regulatorisch kapitaalinstrument wordt bevestigd en anderzijds contractuele ‘beloften’ worden gedaan dat de obligaties als groen of sociaal moet kwalificeren. In dit verband waarschuwt EBA ervoor dat bij de definiëring van de prestatie indicatoren (‘Key Performance Indicators’, ‘KPI’) behoedzaam moet worden omgesprongen met mechanismen waarbij de uitgevende instelling zich verbindt, om bij het overschrijden van de KPI’s, bepaalde hogere rentevergoedingen in het vooruitzicht te stellen (‘interest step up’), of andere beloningsstructuren voor de investeerders.¹⁴

In het algemeen stelt EBA, dat de uitgifte van groene of sociale obligaties kan leiden tot het verhogen van het juridische risico van ‘green defaults’¹⁵, doordat de uitgevende bank bij het mislukken van de verwezenlijking van de ESG-doelstellingen, hierop door beleggers kan worden aangesproken. Hier zit ook het spanningsveld: des te ‘harder’ de toezeggingen over de besteding van de opgehaalde middelen bij een obligatie-uitgifte aan projecten met een ‘groen’ of ‘sociaal’ oogmerk, des te eerder beleggers deze harde contractuele verplichting kunnen aanwenden, om bij een mislukking, de bank aan te spreken op tekortschieten in de nakoming van de contractuele voorwaarden van de obligatie. Dat is in zijn aard een bedreiging voor de veronderstelde ‘permanentie’ van de financiering van de bank.

EBA werkt haar analyse uit door in te gaan op drie thema’s, namelijk (i) de uitwisselbaarheid van het gebruik van de opbrengsten van de obligatie uitgaven, (ii) duidelijk taalgebruik wat betreft de aard van de verplichtingen van de financiers, en (iii) het belang om géén gevolgen te verbinden aan het niet verwezenlijken van de doelstellingen van de groene of sociale investeringen door de bank en de voortzetting van de verschaft financiering. Ieder criterium wordt hierna nader belicht.

2.3. Uitwisselbaarheid gebruik opbrengsten

Diverse bepalingen van de CRR¹⁶ beogen te waarborgen dat het eigen vermogen en de in aanmerking komende passiva in afdoende mate verliezen op de balans van een instelling kunnen absorberen in geval van een resolutie van de bank. Het is daarbij irrelevant of de obligaties het predicaat ‘groen’ of ‘ESG’ hebben.

Verliesabsorptie wat betreft AT1 instrumenten of Tier 2 obligaties wordt dan bereikt door, kort gezegd, de hoofdsommen van de AT1 en Tier 2 obligaties af te schrijven (vgl. Art. 3A:21 Wft in het geval deze verliesabsorptie plaatsvindt in de context van een afwik-

11. EBA AT1-rapport van juni 2021, paragraaf 175.

12. EBA Report on the Monitoring of Additional Tier 1 (AT1), Tier 2 And TLAC/MREL Eligible Liabilities Instruments of European Union (EU) Institutions – Update EBA/Rep/2023/23, 21 juli 2023, www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-updates-monitoring-additional-tier-1-tier-2-and-tlacmrel, welk rapport is besproken door Pim Horsten in zijn bijdrage in TFR 2023/9, pp. 285-288.

13. Zie het hiervoor weergegeven citaat uit het EBA-Rapport van juni 2021, t.a.p. paragraaf 175.

14. Het ‘behoedzaam’ wordt door EBA ingevuld door te stellen: “An area where caution is warranted is the link between the performance of the ESG capital bonds and the

performance of the underlying ESG assets. At this stage of its monitoring, it is the EBA’s view that step-up and/or fees based on missing certain ESG targets or other performance indicators should not be allowed or encouraged, as they could be regarded as incentives to redeem, hence contradicting the eligibility criteria for own funds and eligible liabilities.” Zie paragraaf 256 op p. 57 van het EBA Monitoring rapport van 2023.

15. Ook al wordt het begrip ‘green defaults’ door de EBA niet als zodanig genoemd.

16. EBA verwijst in paragraaf 261 van het EBA Monitoring rapport van 2023 naar het bepaalde in Art. 52, lid 1, onder o), Art. 52, lid 1, onder f), Art. 63, onder f), Art. 72 ter, lid 2, onder e) Art. 51, lid 1, onder r), Art. 63, onder p), en Art. 72 ter, lid 2, onder f) CRR.

keling van de desbetreffende bank¹⁷) zodat de aan de activa kant van de balans geleden verliezen aldus in mindering worden gebracht van deze passiva posten (deze worden dan verkleind). Om dit mogelijk te maken dient te worden voorkomen dat de desbetreffende financiers door uitoefening van contractuele rechten, een dergelijke ‘verliesabsorptie’ kunnen verhinderen, bijvoorbeeld door met voorrang terugbetaling van de financiering te vorderen. In welk geval staan de bewoordingen van de ‘groene’ obligatievoorwaarden aan de kwalificatie van regulatorisch kapitaal in de weg?

EBA noemt daarbij het voorbeeld dat in zeldzame gevallen de obligatieprogramma’s van banken expliciet uitsluiten dat de opbrengsten van de uitgifte van obligaties worden gebruikt voor financiering, zoals voor de opwekking van kernenergie, grootschalige hydro-kracht centrale dammen, defensie, mijnbouw, koolstof gerelateerde of olie- en gasactiviteiten. Zolang duidelijk is dat indien de bank desondanks dergelijke activiteiten heeft gefinancierd, en daar verliezen op worden geleden, de opgehaalde financiering ingevolge de obligatie-uitgifte mag strekken tot het delgen van op deze activa eventueel geleden verliezen, dit niet in de weg hoeft te staan aan kwalificatie van in aanmerking komend regulatorisch kapitaal. Echter indien de voorwaarden van de obligatielening zover gaan dat de verliesdelging ten aanzien van dergelijke activa volledig wordt uitgesloten (met andere woorden andere financiers dan degene die investeerden in de ‘groene obligatie’ draaien op voor de verliezen), dan ontstaat er een knelpunt wat betreft de kwalificatie als regulatorisch kapitaal.¹⁸

2.4. Duidelijke aard van verplichtingen

Op diverse plaatsen in de CRR¹⁹ wordt de rangorde, de verliesabsorptie, de permanentie en de flexibiliteit van betalingen bij de uitgifte van regulatorische kapitaalinstrumenten geregeld om ervoor te zorgen dat het eigen vermogen en de in aanmerking komende passiva van de instelling een echt verlies absorberend vermogen bieden en dat door de bank te allen tijde (d.w.z. in ‘going concern’ en bij afwikkeling) de nodige hoeveelheid kapitaal in stand wordt gehouden. Bovendien zorgen deze bepalingen ervoor dat in geval van een ‘bail in’, het eigen vermogen

en de in aanmerking komende passiva instrumenten de crediteurhiërarchie volgens het nationale insolventierecht respecteren. Dit principe moet altijd worden nageleefd, ongeacht of de obligaties het label ‘groen’ of ESG dragen of niet.

EBA bepleit in dit kader dat banken bij de uitgifte van AT1, Tier 2 of vergelijkbare schuldinstrumenten, in de marketing documentatie en de juridische voorwaarden verduidelijken dat ‘groene’ of ESG doelstellingen die de bank nastreeft, niet in de weg kunnen staan aan de toepassing van deze beginselen. Dat houdt mijns inziens derhalve in, dat investeerders met nadruk er op moeten worden gewezen, dat hoezeer een obligatielening wordt gepresenteerd als ‘duurzame belegging’ er geen juridische consequenties kunnen worden verbonden aan de omstandigheid dat de bank de ‘verplichtingen’ tot investering in ‘groene’ projecten jegens de investeerders niet ten volle zal kunnen nakomen.

Bijvoorbeeld, indien de bank met de investeerders zou willen afspreken dat bij het bereiken van bepaalde KPI’s in het kader van de realisatie van een project dat wordt gefinancierd met de opbrengst van de obligatie-uitgifte (bijvoorbeeld de bank gebruikt deze opbrengst om een te bouwen windmolenpark te financieren), de investeerders een renteverhoging tegemoet kunnen zien, of een preferente uitkering van dergelijke rendementen, dan zou dit in de weg staan aan de kwalificatie van de desbetreffende obligatie als regulatorisch kapitaal. Immers een dergelijke harde contractuele verplichting kan ertoe leiden, dat investeerders in dergelijke groene regulatorische obligaties die verplichting van de bank zouden kunnen afdwingen, en indien de bank dan tekortschiet in de nakoming, er dan een beroep kan worden gedaan op de regels van vroegtijdige beëindiging van de obligatie. Zie ook hierna waar we nog ingaan op het fenomeen van ‘green defaults’.

2.5. Geen verband prestaties en voortzetting financiering

Tenslotte gaat EBA uitvoerig in op het zogenaamde ‘green default’ syndroom, namelijk de kans dat een investeerder een beroep doet op de bij gelegenheid van de uitgifte van de obligaties gedane toezeggingen over de besteding van de opgehaalde middelen voor duurzame, of ‘groene’ investeringen. Komt de bank deze toezeggingen niet na, of slaagt de bank een en ander niet volledig te realiseren, dan bestaat er een risico dat de investeerders een beroep kunnen doen op contractbreuk, en dan zouden willen overgaan tot beëindiging van de contractuele relatie met de bank in verband met de verstrekte financiering. Een dergelijke toepassing van de rechtsmiddelen van financiers staat haaks op het belangrijke beginsel van ‘permanentie’ van de verstrekte (regulatorische) financiering. EBA overweegt:

“All in all, not all issuances mention the failure to apply the proceeds to ESG assets or to publish related certifications as not being an event of de-

17. Dit is met name relevant voor Tier 2 obligaties die verlies absorberende eigenschappen in een ‘gone concern’ situatie dienen te hebben, AT1 obligaties dienen die eigenschappen ook in een ‘going concern’ situatie te kennen, dus voordat tot afwikkeling van de bank wordt overgegaan, en het mechanisme van afschrijving (of conversie) voltrekt zich dan op grond van de regels van CRR, niet die van de afwikkelingsregels van Afdeling 3A Wft. Het bepaalde in Art. 3A:21 Wft is dan niet aan de orde.
18. Zie paragrafen 261 tot en met 269 van het EBA Monitoring rapport van 2023.
19. EBA verwijst in paragraaf 270 van het EBA Monitoring rapport van 2023 in het bijzonder naar: Art.52, lid 1, onder d), n), l), iii) en r), Art. 63, onder k) en p), en Art. 72 ter, lid 2, onder d), f) en k) CRR.

fault. It should be clear to the investor that the performance of the eligible assets cannot be linked to the performance of the notes and that failure to comply with general ESG targets set at company (issuer) level cannot be linked to the performance of the notes or lead to an event of default."

Ook gaat EBA in dit onderdeel van het rapport in op 'best practices' waarin de voorwaarden van de obligaties expliciteren dat een eventuele mislukking wat betreft de realisatie van de duurzaamheidsdoelstellingen niet kan leiden tot vervroegde opeising door de investeerders.²⁰

En zo komt de paradox duidelijk op tafel te liggen. Als banken bij de vormgeving van de contractuele voorwaarden van regulatoire kapitaalinstrumenten expliciet moeten stipuleren dat het niet verwezenlijken van de duurzaamheidsdoelstellingen niet als een 'Event of Default' kan kwalificeren, dan zijn dezelfde duurzaamheidsdoelstellingen wat deze kapitaalinstrumenten betreft een tandeloze tijger. Het is dan nog maar de vraag of beide eigenschappen (kwalificatie als regulatorisch kapitaal enerzijds en groen investeringsinstrument anderzijds) wel met elkaar zijn te verzoenen.

3. Sustainability linked bonds als geschikt alternatief?

Gezien deze strikte uitleg door de EBA van de regels betreffende kwalitatieve kapitaalvereisten, kan naar mijn mening worden geconcludeerd dat een door een bank uit te geven obligatie niet ingericht kan worden als een echte 'groene obligatie' of 'sociale obligatie'. Daarmee doel ik op financieringsinstrumenten waarin door de bank in concreto wordt gespecificeerd welke duurzame projecten met de opbrengsten van de obligatie-uitgifte zullen worden gefinancierd en waarbij het niet behalen van deze doelstellingen of het daadwerkelijk realiseren van de duurzame investeringen ook kan leiden tot een contractbreuk. Dat geldt ook voor de financiering van portefeuilles kredieten, bijvoorbeeld de toezegging door de bank dat de middelen uitsluitend zullen worden gebruikt ter financiering van aan consumenten te verstrekken hypothecaire financiering waarin de bank voorwaarden stelt aan het 'energielabel' van de woningen (bijvoorbeeld de woning dient tenminste energie-label 'A' te bezitten).

De vraag is of de oplossing is om de desbetreffende obligaties te positioneren als aan duurzaamheid gekoppelde obligatie ('sustainability linked bonds') in

de zin van Art. 2(6) van de EU Groene Obligaties Verordening²¹. Dat zou betekenen dat de bank in de contractvoorwaarden en de prospectus van de obligatie uitdrukkelijke grenzen trekt wat betreft de besteding van de met de obligatie-uitgifte opgehaalde middelen, door bijvoorbeeld KPI's te formuleren om trent een minimumbedrag dat in ecologische projecten zal worden geïnvesteerd. De bestemming geschiedt dan niet langs de lijnen van Art. 4 van de EU Groene Obligaties Verordening (*Gebruik van de opbrengsten van Europese groene obligaties*) maar langs de lijnen van Art. 5 (*Flexibiliteit bij het gebruik van de opbrengsten van Europese groene obligaties*).

Ook ten aanzien van 'sustainability linked bonds' heeft EBA zijn zorgen uitgesproken. EBA stelt hierover:

*"In general terms, the EBA does not see favourably a link being established between payments on a regulatory instrument and any performance of assets/fulfilment of specific targets (that could be of a varied nature, including outside the ESG world)."*²²

Het bestaan van een call, gekoppeld aan een 'step up' of een rendementsvergoeding die wordt getriggerd door het niet halen van een specifieke doelstelling, zal worden beoordeeld als strijdig met de kwalitatieve kapitaaleisen en de bepalingen over verboden prikkels tot aflossing. Dat geldt ook indien de doelstellingen van de uitgevende instelling flexibel zijn, en bijvoorbeeld slechts een deel van de opbrengsten aan duurzame financiering wordt besteed, of de instelling zich verbindt aan lossere KPI's. Dit geldt nog meer voor AT1-instrumenten die perpetueel dienen te zijn, met andere woorden geen aflossingsdatum kennen. Zelfs als er geen call is, kunnen sommige van deze kenmerken nog steeds worden beoordeeld als 'incentives' om terug te betalen, omdat ze kunnen leiden tot inkoop van de obligaties of vervroegde aflossingen. Een ondermaatse prestatie van de ESG-obligatie kan op de lange termijn vergelijkbare effecten hebben als een step up clause. Dit element kan botsen met de wettelijke vereisten voor regulatorisch kapitaal.²³

Kortom 'sustainability linked' obligaties worden door EBA evenmin gezien als een geschikt alternatief, vanwege de grenzen die de kwalitatieve kapitaaleisen stellen.

20. Zie de beschouwingen in paragrafen 278 tot en met 289 van het EBA Monitoring rapport van 2023.

21. Verordening (EU) 2023/2631 van het Europees Parlement en de Raad van 22 november 2023 betreffende Europese groene obligaties en optionele openbaarmakingen voor obligaties die als ecologisch duurzame obligaties op de markt worden gebracht en voor aan duurzaamheid gekoppelde obligaties, PbEU 2023/2361 van 30 november 2023.

22. Zie paragraaf 292 van het EBA Monitoring rapport van 2023.

23. Zie paragraaf 293 van het EBA Monitoring rapport van 2023.

4. Conclusie

Naar mijn mening heeft de EBA gelijk waar hij stelt dat er een groot spanningsveld bestaat wat betreft de kwalitatieve kapitaalvereisten en het gebruik van regulatorisch kapitaal (AT1 of Tier 2 kapitaalinstrumenten moeten worden gekwalificeerd) om duurzaamheidsdoelstellingen te bereiken.

Deze uitleg van de regels zal, zo schat ik in, bij Pim Horsten in de praktijk ongetwijfeld hebben geleid tot het adresseren van de zorgen van EBA in het ontwerpen van op maat gesneden contractuele regelingen, omdat hij zich in zijn wetenschappelijke bijdragen over deze materie, steeds betrokken heeft getoond bij de consequenties van de regels voor de alledaagse praktijk. Hij zocht daarbij altijd naar praktische oplossingen en pleitte meermaals voor een redelijke en praktisch uitvoerbare interpretatie van de desbetreffende regelgeving. De duidelijke opvattingen van EBA omtrent 'Regulatory Green Bonds' zullen ongetwijfeld zijn meegenomen in de wijze waarop hij betrokken is geweest bij de vormgeving van transacties. Ik schat zo in dat Pim de veeleisende praktijk om voortdurend op de hoogte te blijven van de zich in rap tempo wijzigende omstandigheden en regels en deze zeer specialistische kennis bij het werk voor zijn cliënten toe te passen met spijt achter zich zal hebben gelaten. Het valt te hopen dat zijn toekomstige bijdragen aan de wetenschap op dit vlak niet zullen opdrogen.