PROCEDURES IN VERBAND MET DE UITVOERING VAN HET GEMEENSCHAPPELIJK MEDEDINGINGSBELEID

EUROPESE COMMISSIE

STEUNMAATREGELEN VAN DE STATEN — NEDERLAND

(Artikelen 107, 108 en 109 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie)

Steunmaatregel MC 10/09 — Terugbetaling hybride Tier 1-instrumenten ING Groep

(Voor de EER relevante tekst)

(2011/C 49/12)

De Commissie heeft Nederland bij schrijven van 29 november 2010 in kennis gesteld van haar *sui generis*-besluit ten aanzien van bovengenoemde steunmaatregel.

TEKST VAN DE BRIEF

„I. **DE PROCEDURE**

(1) De Commissie heeft in steunzaak C 10/09 bij beschikking van 18 november 2009 toestemming verleend voor: een kapitaalinjectie van 10 miljard EUR kapitaal (core Tier 1-effecten); aanvullende steun van zo'n 2 miljard EUR als gevolg van de aanpassing van de terugbetalingsvoorwaarden voor die effecten; bescherming van activa tegen bijzondere waardevermindering ten behoeve van een portefeuille met een uitstaand saldo van circa 30 miljard EUR, en liquiditeitsgaranties ten faveure van ING (hierna „de ING-beschikking" of „de beschikking van 18 november 2009" genoemd) ([1]).

(2) In overweging 88, derde streepje, van de ING-beschikking was de volgende toezegging van Nederland ten aanzien van de terugbetaling van Tier 1- en Tier 2-effecten vastgelegd: „De aflossing van Tier 2-kapitaal en Tier 1 hybride instrumenten wordt in de toekomst telkens ter goedkeuring aan de Commissie voorgelegd, gedurende een periode van drie jaar te rekenen vanaf het tijdstip van de onderhavige beschikking of totdat ING de Core Tier 1-effecten nog niet volledig aan de Nederlandse staat heeft terugbetaald (inclusief de betreffende opgelopen rente over Core Tier 1-coupons en uitstappremies).".

(3) Op 16 oktober 2010 heeft Nederland een brief van ING naar de Commissie doorgeleid, waarin ING om toestemming verzoekt voor de terugbetaling (*call*) van een aantal hybride instrumenten, met als eerste terugbetalingsdatum (*call date*) 31 december 2010 voor 1,5 miljard USD 8,439 % rentende hybride Tier 1-instrumenten van de ING Groep (hierna „GHT1" genoemd).

(4) Op 27 oktober 2010 heeft de Commissie tegenover Nederland aangegeven dat zij, op grond van de ING-beschikking, in dit stadium geen redenen ziet om de terugbetaling van de GHT1 toe te staan. De Commissie heeft Nederland verzocht een geactualiseerd terugbetalingsschema van de core Tier 1-effecten te verstrekken.

(5) Op 5 november 2010 hebben de Nederlandse autoriteiten een tweede brief van ING doorgeleid, waarin ING de Commissie om een besluit vraagt over haar verzoek de GHT1 terug te betalen.

(6) Op 9 november 2010 heeft de Commissie Nederland een rappelbrief gezonden met betrekking tot het terugbetalingsschema voor de core Tier 1-effecten. Tot dusver heeft de Commissie geen formeel terugbetalingsschema mogen ontvangen.

(7) Op 16 november 2010 heeft Nederland de Commissie om een formele toestemming verzocht. Op 18 november 2010 heeft Nederland de Commissie via e-mail meegedeeld het verzoek van ING om toestemming voor een terugbetaling van de GHT1 te steunen.

(8) Nederland heeft de Commissie meegedeeld dat het, om redenen van spoedeisendheid, bij wijze van uitzondering ermee instemde dat dit besluit ten aanzien van de terugbetaling van de GHT1 in het Engels wordt vastgesteld.

II. **DE FEITEN**

1. **Beschrijving van ING**

(9) ING bestaat uit ING Groep NV (hierna „de ING Groep" genoemd), de moederholding die volledige zeggenschap heeft over ING Bank NV (hierna „ING Bank" genoemd) en ING Verzekeringen NV (hierna „ING Verzekeringen" genoemd), en twee dochterholdings die op hun beurt zeggenschap hebben over, onderscheidenlijk, de bank- en verzekeringsdochterondernemingen. Per ultimo 2009 bedroeg het balanstotaal van de groep 1,164 miljard EUR.

([1]) PB L 274 van 19.10.2010, blz. 139.

(10) ING kreeg, onder meer met het oog op het herstel van haar levensvatbaarheid op lange termijn, de in punt 1 bedoelde steunmaatregelen verleend. Die maatregelen zijn door de Commissie goedgekeurd in haar ING-beschikking, mits diverse door de Nederlandse Staat gedane verbintenissen in acht werden genomen. Deze verbintenissen hielden onder meer in dat ING haar dochteronderneming ING Verzekeringen tegen uiterlijk eind 2013 volledig zal afstoten (overweging 82) en dat ING een aantal beschermingsmaatregelen op gedragsgebied in acht zal nemen, zoals het verkrijgen van toestemming van de Commissie vooraleer hybride kapitaalinstrumenten worden terugbetaald (overweging 88, derde streepje). Die beschermingsmaatregelen op gedragsgebied blijven van toepassing voor een periode van drie jaar of, indien dat vroeger gebeurt, totdat ING de core Tier 1-effecten heeft terugbetaald.

(11) In overweging 76 van de ING-beschikking wordt het terugbetalingsschema voor de core Tier 1-effecten beschreven in het basisscenario, volgens de financiële prognoses uit het goedgekeurde herstructureringsplan. ING heeft nadien publieke verklaringen afgelegd waarin twijfel wordt geformuleerd over die plannen [1].

2. **Beschrijving van de GHT1**

(12) In december 2000 heeft ING Holding 1,5 miljard USD aan GHT1's uitgegeven, met als eerste terugbetalingsdatum 31 december 2010. Na die datum is ieder kwartaal terugbetaling mogelijk. Het instrument heeft een halfjaarlijkse coupon van 8,439 % 's jaars. Na de eerste terugbetalingsdatum wordt de coupon een kwartaalcoupon van 3-maands Libor [2] met een opslag van 3,6 % 's jaars. Om het instrument te kunnen terugbetalen, moet ING 30 tot 60 dagen vóór het tijdstip van terugbetaling aankondigen dat zij tot terugbetaling overgaat.

(13) De GHT1 die ING Holding heeft uitgegeven, is geplaatst op het niveau van ING Verzekeringen NV via een overeenkomstig Tier 1-instrument. Aan deze GHT1 zijn geen stemrechten verbonden.

(14) Toen ING op 22 juli 2010 voor het eerst met de Commissie contact opnam om te overleggen over de terugbetaling van de hybride instrumenten, noteerde de GHT1 tegen rond 85 % van de nominale waarde. Toen de terugbetalingsdatum echter naderde, en de verwachting op de markt was dat het instrument zou worden terugbetaald, liep de notering op tot bijna 100 %.

3. **Het standpunt van Nederland**

(15) In zijn e-mail van 18 november 2010 rechtvaardigde Nederland zijn aanmelding door te wijzen op de voornemens die ING had geformuleerd, als zou ING in dat stadium goed in staat zijn om weldra een eerste tranche van de core Tier 1 in contanten terug te betalen. Het tijdstip waarop de terugbetaling zou worden aangekondigd, werd echter niet nader gepreciseerd.

(16) Als argument voor deze terugbetaling voerde Nederland aan dat het, gezien de huidige marktkoers van 96 tot 98 cent per dollar, niet langer realistisch is te verlangen dat de investeerders in de GHT1 zouden delen in de lasten door in te stemmen met een prijs die aanzienlijk onder de nominale waarde zou liggen, zodat een aanbod tot inkoop economisch niet langer haalbaar zou zijn. De *cash call back* zou dus de enige optie zijn die ING had om het hybride instrument uit haar boekhouding te halen.

(17) Het instrument niet terugbetalen zou ook een negatief signaal afgeven aan de markten en zou de indruk wekken dat ING (ongeacht de redenen daarvoor) niet in staat is haar kapitaal doelmatig te beheren in overeenstemming met marktgebruiken en marktverwachtingen; daardoor zou het voor ING moeilijker worden om in de toekomst nog dit soort instrumenten uit te geven. In dat verband werd ook aangevoerd dat niet-terugbetaling de fundingkosten voor ING zou doen stijgen en haar winst zou doen dalen — en dus ook de voor aflossing van core Tier 1-effecten beschikbare middelen.

(18) De eerst mogelijke terugbetalingsdatum voor de betrokken GHT1 is 31 december 2010 met een renteopstap tot Libor plus 3,6 % — in plaats van de huidige rente van 8,439 %. Ook al zou dit door de huidige lage Libor-tarieven resulteren in lagere rentebetalingen over de GHT1, toch voert ING aan dat zij de vaste coupon van 8,439 % heeft geswapt in Libor met een opslag van 2 %, een tarief dat lager ligt dan hetgeen na de renteopstap over de coupon verschuldigd is. Bovendien zouden de Libor-tarieven fluctueren — en dus onzeker zijn. Daarom zou de betrokken maatregel weergeven hoe de markt die kosten via de swapcurve beoordeelt en zal deze opslag toenemen met 156 basispunten.

(19) Hoewel de voorgestelde wijzigingen van Bazel III de waarde van de GHT1 voor het toetsingsvermogen beperken, zou de GHT1 niet meer als Tier 1-vermogen kwalificeren volgens de herziene Tier 1-richtsnoeren van het comité van Europese bankentoezichthouders CEBS die tegen 31 december 2010 door de nationale toezichthouders moeten zijn omgezet en ten uitvoer gelegd. Het argument is dat voor de bestaande structuur een overgangsregeling zou kunnen gelden (*grandfathering*), maar de verwachting is dat een dergelijke regeling slechts zou worden toegestaan tot en met 1 januari 2013. Daarom ook zou dit vooruitzicht de GHT1 al overbodig maken uit oogpunt van toetsingsvermogen, aangezien het geen kapitaalbuffer op *going concern*-basis oplevert.

(20) Bovendien zou het niet-terugbetalen van het hybride instrument meebrengen dat er via de lopende rentebetalingen op het bestaande intergroepsinstrument een band blijft bestaan tussen de Holding/Groep of ING Bank en ING Verzekeringen. Dat deze banden blijven bestaan, zou de afstoting van de verzekeringsactiviteiten van ING hinderen. De afstoting van ING Verzekeringen zou resulteren in een overschot aan hybride Tier 1-kapitaal op het niveau van de Groep/Holding.

---

[1] Bestuursvoorzitter Jan Hommen verklaarde in zijn tijdens de *ING Investor day* van 19 april 2010 gegeven presentatie „Shaping our Future — Strategic priorities 2010" (blz. 20): „Currently no incentive for early repayment until appeal of EC decision is addressed" (beschikbaar onder: http://www.ing.com/group/showdoc.jsp?docid=445250_EN&htmlid=445263_EN&menopt=ivr|qtr|irs&lang=en&menopt=ivr|qtr|irs&lang=EN).

[2] Op 22 november 2010 bedroeg de USD 3-maands Libor 0,284 %.

III. **BEOORDELING**

(21) Ten aanzien van de rechtsgrondslag voor het onderhavige besluit dient te worden aangetekend dat het verzoek om de GHT1 te mogen terugbetalen, er komt in het kader van de tenuitvoerlegging van de ING-beschikking. Door de verbintenissen die de Nederlandse Staat heeft gegeven, mogen op grond van de ING-beschikking geen hybride kapitaalinstrumenten worden terugbetaald tenzij met toestemming van de Commissie (voorafgaand verbod op terugbetaling). Daarom sluit die beschikking niet uit dat terugbetaling in een later stadium wordt toegestaan, mochten er nieuwe feiten of argumenten worden gepresenteerd die voor een dergelijke terugbetaling pleiten. In het onderhavige besluit wordt de tenuitvoerlegging van de ING-beschikking dus nader uitgewerkt.

(22) Dit monitoringbesluit is een *sui generis*-besluit. Hoewel door Verordening (EG) nr. 659/1999 niet in deze mogelijkheid is voorzien, is in overweging 88 van de ING-beschikking een procedure voor het verlenen van toestemming vastgelegd waarbij de lidstaat de Commissie kan verzoeken ING toe te staan hybride instrumenten terug te betalen. Aangezien Nederland een verzoek in die zin heeft ingediend, dient de Commissie na te gaan of de voorgestelde terugbetaling kan worden toegestaan.

(23) Wat betreft de reikwijdte van de beoordeling, de terugbetaling van hybride instrumenten dient te worden beoordeeld in het licht van de beginselen die in de herstructureringsmededeling [1] zijn uiteengezet; volgens punt 22 van die mededeling dient het steunbedrag tot het noodzakelijke minimum beperkt te zijn en dienen de bank en haar aandeelhouders zo veel mogelijk uit eigen middelen aan de herstructurering bij te dragen. Deze lastenverdeling is nodig om ervoor te zorgen dat de geredde banken voldoende verantwoordelijkheid dragen voor de gevolgen van hun optreden in het verleden, en om passende prikkels te creëren voor hun optreden in de toekomst — en zo moral hazard te vermijden.

(24) De Commissie tekent aan dat de uitoefening van de calloopties voor Tier 1- en Tier 2-kapitaalinstrumenten betekent dat er kapitaal van de bank wegvloeit naar de houders van hybride kapitaal en dat dezen daardoor worden beschermd tegen hun blootstelling aan het inherente risico van hun investering. Deze uitkomst kan problematisch zijn wanneer een en ander plaatsvindt vooraleer staatssteun is terugbetaald, en is een kwestie waarbij een beoordeling van de lastenverdeling moet worden gemaakt [2]. Daarom dient het in punt 26 van de herstructureringsmededeling vermelde verbod op de inkoop door banken van hun eigen aandelen te worden begrepen als betrekking hebbende op àlle kapitaalinstrumenten, daaronder begrepen Tier 1- en Tier 2-kapitaalinstrumenten, zolang die kapitaalinstrumenten niet voldoen aan de voorwaarde van een ruimere verdeling van de lasten.

(25) Die conclusie dient als grondslag voor het principiële verbod op terugbetaling, met eventueel de mogelijkheid om hiervoor toestemming te verlenen, zoals die in overweging 88 van de ING-beschikking is uiteengezet, en wordt herhaald in overweging 138 van diezelfde beschikking waar de Commissie het feit dat een kapitaalinstrument zonder toestemming was terugbetaald voordat de ING-beschikking was gegeven, als een verzwarende omstandigheid aanmerkte bij haar beoordeling van de vereiste omvang van de maatregelen om concurrentiedistorsies aan te pakken. Die benadering strookt ook met de vaste praktijk die de Commissie ten aanzien van een tijdelijk verbod op terugbetaling van kapitaalinstrumenten — voor zover de terugbetaling van die instrumenten niet juridisch verplicht is — heeft gevolgd in zaken als Bank of Ireland, Lloyds, RBS en ABN Amro/Fortis [3].

(26) Op basis van de verschafte gegevens ziet de Commissie geen redenen om af te wijken van haar beoordeling in de ING-beschikking en om een terugbetaling van de GHT1 toe te staan. Om de hierna uit een te zetten redenen is de Commissie van oordeel dat de voorgenomen terugbetaling geen garanties op een verdeling van de lasten biedt, noch ervoor zorgt dat er voor ING voldoende prikkels overblijven om de core Tier 1-effecten terug te betalen.

(27) Ten eerste merkt de Commissie op dat ING voornemens is de GHT1 tegen pari terug te betalen, hetgeen dus inhoudt dat de investeerders in dit hybride instrument niet in de lasten delen. Die beoordeling wordt ook gedeeld in de verklaring van 5 november 2010 van de Nederlandse Staat tegenover de Commissie dat het, gezien de huidige marktkoers van die instrumenten, niet langer realistisch is te verlangen dat de lasten worden gedeeld. In dat verband merkt de Commissie echter op dat het feit dat de instrumenten bijna tegen pari (dus 100 %) worden verhandeld het gevolg is van een *verwachting* op de markt dat de instrumenten zullen worden terugbetaald — dus op 31 december 2010 tegen 100 % zullen worden teruggekocht. Daarom is de huidige marktkoers van de GHT1 geen afspiegeling van de intrinsieke waarde van dit kapitaalinstrument.

(28) Aan het standpunt van de Commissie ten aanzien van de lastenverdeling wordt niet afgedaan door het argument dat niet-terugbetaling van de GHT1 een negatief signaal aan de markt zou afgeven. In dit verband tekent de Commissie aan dat de markt bekend is met het begrip „lastenverdeling" zoals die volgens de EU-staatssteunregels wordt verlangd. Dit begrip is door ratingbureaus besproken [4] en een rationele investeerder zou dus moeten kunnen onderscheiden tussen een situatie waarin een instrument niet wordt terugbetaald als gevolg van de inherente zwakte van de financiële instelling, en een situatie waarin geen terugbetaling plaatsvindt omdat de Commissie daarvoor geen toestemming heeft verleend om voor een verdeling van de lasten te zorgen. Daarom kan de Commissie het er niet mee eens zijn dat de niet-terugbetaling van de GHT1 om die redenen zou resulteren in een aanzienlijke stijging van ING's fundingkosten op langere termijn.

---

[1] PB C 195 van 19.8.2009, blz. 9.

[2] Zie in dat verband het persbericht van de Commissie van 8 oktober 2009 met betrekking tot Tier 1- en Tier 2-kapitaaltransacties voor banken ten aanzien waarvan een onderzoek met betrekking tot herstructureringssteun loopt, beschikbaar onder: http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/441

[3] Besluit van de Commissie van 15 juli 2010 *Bank of Ireland* (nog niet bekendgemaakt), punt 133; besluit van de Commissie van 18 november 2009 *Lloyds Banking Group* (PB C 46 van 24.2.2010, blz. 2), punt 112, en besluit van de Commissie van 14 december 2009 *RBS* (PB C 119 van 7.5.2010, blz. 1), punt 104. In afwachting van een eindbesluit in de zaak-ABN/Amro Fortis heeft de Commissie in een aantal ambtelijke brieven en e-mails geen toestemming gegeven voor een aantal voorstellen tot terugbetaling van hybride kapitaalinstrumenten.

[4] Zie bijv. FitchRatings Europe Special Report *Burden sharing and bank hybrid capital within the EU* van 20 augustus 2009.

(29) Daarbij komt dat de omvang van de beweerde stijging van de fundingkosten niet van dien aard is dat de financiële positie van ING en haar capaciteit om de Staat terug te betalen daarvan te lijden krijgt. Voorts zou een verruimde kapitaalbasis in feite de totale fundingkosten voor ING kunnen doen dalen, omdat daarmee, in verder ongewijzigde omstandigheden, de gepercipieerde kredietwaardigheid van de onderneming zou kunnen worden versterkt.

(30) Het argument als zouden investeerders denken dat ING niet in staat is haar kapitaal te beheren indien het GHT1-instrument niet wordt terugbetaald, overtuigt niet, omdat andere grote financiële groepen zoals Deutsche Bank (in december 2008) of de kleinere bank Credito Valtellinese (in april 2008) in het verleden al hebben besloten een hybride instrument niet terug te betalen zonder dat dit een punt van zorg werd.

(31) Ten derde is de Commissie onvoldoende bewijsmateriaal verstrekt dat de terugbetaling van de GHT1 niet ongunstig uitwerkt op het terugbetalingsschema voor de core Tier 1-effecten. De Commissie tekent in dat verband aan dat zij geen afdoende antwoord mocht ontvangen op haar verzoeken om verdere informatie over dat terugbetalingsschema (zie de punten 3 en 5). De Commissie heeft van de Nederlandse autoriteiten zelf geen antwoord ontvangen en het voornemen tot terugbetaling dat ING tegenover Nederland heeft geformuleerd (zie punt 15), is weinig gedetailleerd en blijft vaag.

(32) Het feit dat ING toestemming moet vragen om hybride kapitaalinstrumenten te mogen terugbetalen, is een cruciale prikkel voor de onderneming om haar core Tier 1-effecten zo snel als mogelijk terug te betalen — en zorgt er dus voor dat de steun tot het noodzakelijke minimum beperkt blijft. Indien ING (zoals aangegeven in punt 3) haar hybride instrumenten een na een zou mogen terugbetalen, zouden de prikkels om de Staat terug te betalen steeds verder en sterk verzwakken. Die factor is van bijzonder belang omdat het voor de Commissie — na de publieke verklaringen van de bestuursvoorzitter van ING — niet langer vast staat of ING zich zal houden aan het geplande terugbetalingsschema voor het door de Staat verstrekte kapitaal zoals dat in het herstructureringsplan is uitgetekend; bovendien zijn de verzoeken om informatie die de Commissie in dat verband heeft gezonden, tot dusver onbeantwoord gebleven.

(33) Voorts ziet de Commissie niet in hoe de resterende argumenten om de terugbetaling van de GHT1 toe te staan, aan die conclusie zouden afdoen. Wat ten eerste de renteopstap van de coupon betreft, tekent de Commissie aan dat, in absolute termen gerekend, de coupon zal afnemen, rekening houdende met de huidige Libor-tarieven. De Commissie is niet overtuigd door de argumenten dat de lagere coupon niet relevant is in het licht van ING's bestaande regelingen voor het afdekken van renterisico's, omdat die regelingen verband houden met ING's besluiten inzake Asset-Liability Management en niet ongunstig uitwerken op de beoordeling van de deelneming in de lasten door particuliere houders van hybride kapitaal van ING. Bovendien doet het bestaan van de swapregeling (al dan niet voortgezet) niet ter zake voor de beoordeling van de alternatieve kosten die een terugbetaling in het huidige marktklimaat voor ING meebrengt.

(34) Ten tweede erkent de Commissie dat, wat betreft de veranderingen in de regelgeving die gevolgen voor de GHT1 zullen hebben, Nederland een punt heeft dat het instrument uit oogpunt van toetsingsvermogen vanaf uiterlijk 1 januari 2013 niet langer relevant is. Aangezien echter het uit de verbintenis van de Nederlandse Staat voortvloeiende vereiste dat de Commissie toestemming dient te geven voordat hybride instrumenten mogen worden terugbetaald, komt te vervallen uiterlijk binnen drie jaar nadat de ING-beschikking is gegeven, staat het ING vrij dat instrument vóór dat tijdstip terug te betalen.

(35) Ten aanzien van de introductie van nieuwe CEBS-richtsnoeren door de Nederlandse toezichthouder merkt de Commissie in de eerste plaats op dat in dit stadium niet duidelijk is of de GHT1 voor een overgangsregeling in aanmerking komt. Voorts merkt de Commissie op dat het tijdstip waarop deze nieuwe richtsnoeren ten uitvoer zullen worden gelegd, onzeker is. De Commissie is van oordeel dat er, gezien de onzekerheid over de gevolgen van nieuw te introduceren regels, momenteel geen reden is om aan te nemen dat het instrument als overbodig dient te worden aangemerkt.

(36) De Commissie ziet weliswaar in dat het argument steek houdt dat de GHT1 niet terugbetalen het voor ING moeilijker maakt om in de toekomst nog een dergelijk instrument uit te geven, maar toch is zij van oordeel dat het nut van de uitgifte van deze instrumenten zal afnemen gelet op de veranderingen in de regels die in de komende jaren een eind zullen maken aan de erkenning van dit instrument als Tier 1-kapitaal. Daarom kan de Commissie dit argument niet accepteren als een rechtvaardigingsgrond om de voorgestelde terugbetaling toe te staan.

(37) Voorts is aangevoerd dat niet terugbetalen een kapitaaloverschot op het niveau van de Groep/Holding zou doen ontstaan zodra de verzekeringsactiviteiten van ING zijn afgestoten [1]. De Commissie tekent hier aan dat een dergelijke afstoting tot dusver niet heeft plaatsgevonden.

(38) Ten slotte is de Commissie evenmin overtuigd door het argument dat het hybride instrument, wanneer het niet zou worden terugbetaald, een blijvende band zal vormen tussen de (af te stoten) verzekeringsactiviteiten van ING en de ING Groep, en dat deze band een obstakel zou vormen om ING Verzekeringen af te stoten. De Commissie tekent aan dat er aan de hybride instrumenten geen stemrechten verbonden zijn. Daarom kan ING Groep, met het aanhouden van deze hybride instrumenten, geen invloed uitoefenen op ING Verzekeringen. De Commissie is dan ook van oordeel dat de niet-terugbetaalde GHT1 geen dergelijke band zou inhouden.

[1] Toch is de Commissie er, zelfs wanneer de verzekeringsactiviteiten zijn afgestoten en er een kapitaaloverschot is, momenteel niet van overtuigd dat zij de terugbetaling moet toestaan omdat de ING Groep met méér in plaats van minder kapitaal meer veerkracht zou krijgen, zelfs indien, zoals in deze zaak, het kapitaal alleen kan worden gebruikt op *gone concern*-basis door herverzekerende *senior* crediteuren ten aanzien van hun claims in een dergelijk *gone concern*-scenario.

IV. **CONCLUSIE**

(39) Om de hier uiteengezette redenen ziet de Commissie geen redenen om af te wijken van haar eerdere beoordeling in de ING-beschikking, en staat zij, in de huidige omstandigheden, de terugbetaling van de GHT1 niet toe.

V. **BESLUIT**

De terugbetaling van de GHT1 vóór eind 2010 wordt niet toegestaan.”.