



NL financial investments

Advies verkoopmogelijkheden ABN AMRO en a.s.r.

23 augustus 2013



Samenvatting
& conclusies

Inleiding

Stabiliteit van
de financiële sector

Beschrijving verschillende
vormen van verkoop

ABN AMRO

ASR Nederland

Overwegingen omtrent
governance na
aanvang van verkoop

Overwegingen omtrent
proces en tijdpad

Bijlagen



Inhoud

	Samenvatting & conclusies	6
1.	Inleiding	15
2.	Stabiliteit van de financiële sector	22
3.	Beschrijving verschillende vormen van verkoop	29
3.1	Verkoop aan een strategische partij of een private investeerder	29
3.2	Een beursintrodactie	29
3.3	Verkoop aan klanten	30
4.	ABN AMRO	32
4.1	Stand van zaken	32
4.2	Verkoop aan een strategische partij of een private investeerder	33
4.3	Een beursintrodactie	35
4.3.1	<i>is ABN AMRO gereed voor een beursintrodactie?</i>	35
4.3.2	<i>zijn investeerders geïnteresseerd in een beursintrodactie van ABN AMRO?</i>	37
4.3.3	<i>resulteert een beursintrodactie van ABN AMRO in de gewenste opbrengst?</i>	39
4.4	Verkoop aan de klanten van ABN AMRO	41
4.5	Deelconclusie ABN AMRO	42
5.	ASR Nederland	46
5.1	Stand van zaken	46
5.2	Verkoop aan een strategische partij of een private investeerder	47
5.2.1	<i>is a.s.r. gereed voor een verkoop?</i>	47
5.2.2	<i>zijn er geïnteresseerde partijen in de aankoop van a.s.r.?</i>	47
5.2.3	<i>resulteert een verkoop van a.s.r. in de gewenste opbrengst?</i>	49
5.3	Een beursintrodactie	50
5.3.1	<i>is a.s.r. gereed voor een beursintrodactie?</i>	50
5.3.2	<i>zijn investeerders geïnteresseerd in een beursintrodactie van a.s.r.?</i>	52
5.3.3	<i>resulteert een beursintrodactie van a.s.r. in de gewenste opbrengst?</i>	53
5.4	Verkoop aan klanten van a.s.r.	54
5.5	Deelconclusie a.s.r.	55
6.	Overwegingen omtrent governance na aanvang van verkoop	58
7.	Overwegingen omtrent proces en tijdpad	67
	Bijlagen	70



Printen

Full Screen

Index

Voorwoord





Voorwoord

Met deze brief adviseert de stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen, handelend onder de naam NLFI, de minister van Financiën over de mogelijkheden om de door NLFI gehouden aandelen in financiële instellingen terug te brengen naar de private sector. Het advies omvat een onafhankelijk oordeel van NLFI ten aanzien van de mate van gereedheid van ABN AMRO en a.s.r. in verschillende exitopties.

Dit advies is mede tot stand gekomen op basis van intensief contact tussen NLFI enerzijds en ABN AMRO en a.s.r. anderzijds. Wij hebben dankbaar gebruik gemaakt van de waardevolle inbreng van de instellingen, en de aan hen verbonden medezeggenschapsorganen.

Voorts zijn wij dank verschuldigd aan het Ministerie van Financiën, De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten voor het weergeven van hun zienswijze op eerdere versies van dit advies.

Daarnaast hebben gesprekken plaatsgevonden met een aantal investment banks, juridische adviseurs, overkoepelende organisaties van (institutionele) beleggers en diverse andere deskundigen die hun opinie met ons hebben gedeeld. Allen die hebben bijgedragen aan de totstandkoming van dit advies zijn wij zeer erkentelijk.

Bestuur NLFI,

Mr. M. Enthoven, voorzitter
Mr. L.Y. Gonçalves-Ho Kang You
Jhr. drs. D. Laman Trip

Augustus 2013



Samenvatting en Conclusies





Samenvatting & conclusies

Inleiding

Bij het opstellen van dit advies heeft NLFI haar statutaire doelomschrijving als leidraad genomen. Bij de uitoefening van de wettelijke taak en de aan de aandelen verbonden rechten richt NLFI zich primair naar het financieel-economische belang van de Staat¹, daarbij rekening houdend met de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden ondernemingen en de daarbij betrokken werknemers. Dit brengt onder meer mee dat NLFI bij het opstellen van dit advies de belangen van de stakeholders van de vennootschappen, waaronder die van de betrokken ondernemingsraden, in aanmerking heeft genomen.

Bij de totstandkoming van dit advies zijn beide vennootschappen intensief betrokken geweest. Daarnaast zijn De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten in de gelegenheid gesteld om hun zienswijze weer te geven. Ook hebben gesprekken plaatsgevonden met een groot aantal investment banks, diverse juridische adviseurs, overkoepelende organisaties van (institutionele) beleggers en diverse andere deskundigen die hun opinie hebben gedeeld.

Het advies spitst zich toe op de mogelijkheden tot verkoop van aandelen die worden gehouden in ABN AMRO Group N.V. (ABN AMRO) en ASR Nederland N.V. (a.s.r.). Hiervoor zijn door uw ambtsvoorganger vier randvoorwaarden beschreven. Het gaat hierbij om:

- i. de stabiliteit van de sector;
- ii. de gereedheid en stabiliteit van de te verkopen financiële instelling;
- iii. het absorptievermogen van de markt; en
- iv. het streven om de uitgaven en rentelasten terug te verdienen. Het advies is langs deze randvoorwaarden opgebouwd en behandelt daarnaast moties van de Tweede Kamer.

De aandacht voor financiële instellingen, met name voor banken, is groot en is in de afgelopen jaren sterk toegenomen. Dit is een afspiegeling van het belang van deze instellingen voor de Nederlandse maatschappij. Meer wordt beseft dat de functie van banken in de samenleving er één is van algemeen nut en dat financiële instellingen een belangrijke faciliterende rol spelen bij de economische ontwikkeling.

Deze belangrijke functie van financiële instellingen is sterk geborgd in Nederlandse en Europese wet- en regelgeving. Daarnaast vindt verscherpt toezicht op de financiële sector plaats. Het beheersen van moreel risicovolle gedragingen (*moral hazard*) die lange termijn economische groei van Nederland kunnen ondermijnen, is

¹ Het financieel-economisch belang van de Staat is gekoppeld aan de door NLFI (handelsnaam) uitgegeven royeerbare certificaten tegenover het houden van de aandelen in de vennootschappen.



van groot belang. Het waarborgen van deze (nuts)functie kan worden gezien als prealabel aan genoemde randvoorwaarden voor verkoop.

Tijdelijk aandeelhouder

U en uw ambtsvoorgangers hebben aangegeven dat het tijdelijke karakter van de investeringen, gedaan ten behoeve van de stabiliteit van de financiële sector, steeds voorop heeft gestaan: een voortvarende terugkeer naar de private sector was en is het uitgangspunt van het kabinet.² Uw ambtsvoorganger stelde zich begin 2011 ten doel de overheidsbelangen in de financiële sector binnen vijf jaar substantieel te reduceren. De Staat der Nederlanden (Staat) heeft ook in het staatssteun-traject met de Europese Commissie meermaals aangegeven niet de intentie te hebben om een lange termijn investeerder in ABN AMRO te willen zijn.³ Dit sluit aan op de aanbeveling van de Commissie Structuur Nederlandse Banken om ten behoeve van de concurrentie in het Nederlandse bankwezen de verhoudingen te normaliseren door de banken in handen van de Staat te privatiseren zodra de omstandigheden dit toelaten. De Commissie stelde dat het met een goed functionerende vrije markt onvereenigbaar is dat een groot deel van de markt in handen van de Staat is.

De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel concludeerde⁴ dat de bepaling van het bij nationalisatie betaalde bedrag mede was ingegeven door hetgeen de Belgische autoriteiten aangaven nodig te hebben voor de niet, door de Nederlandse Staat, gekochte onderdelen van het voormalige Fortis S.A./N.V. concern op 3 oktober 2008. Vanwege dit aspect en het beschermen van de financiële stabiliteit concludeerde de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel dat er vanuit bedrijfs-economisch opzicht geen twijfel over bestaat dat er te veel is betaald voor de gekochte onderdelen. De Enquêtecommissie stelde verder dat tegenover de investering wel degelijk economische waarde staat, maar dat het niet aannemelijk is dat de totale investering terug zal komen.

Stabiliteit van de financiële sector

De maatregelen die regering, wetgever en toezichthouders in de afgelopen jaren hebben genomen hebben de stabiliteit van de sector versterkt. De kapitaalbuffers van banken worden vooruitlopend op de invoering van Basel III versterkt. De invoering van Solvency II moet leiden tot betere waardering van risico's van verzekeraars. De invoering van de Europese bankenunie heeft als doel de risico's die gepaard gaan met de activiteiten van banken te mitigeren. Door ingrijpen van de Europese Centrale Bank medio 2012 is de stabiliteit in de Eurozone toegenomen. De kans op systeemfalen is in de afgelopen twee jaar sterk afgenomen.

² Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2010-2011, hoofddossier 28165, nr. 117.

³ Commission Decision of 5 April 2011 on the on the measures C 11/09 (ex NN 53b/08, NN 2/10 and N 19/10) implemented by the Dutch State for ABN AMRO Group NV (created following the merger between Fortis Bank Nederland and ABN AMRO N), punt 87-88, OJ L 333/1, 15 december 2011 (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:333:0001:0046:EN:PDF>)

⁴ Bevinding van de Parlementair Enquêtecommissie Financieel Stelsel, 11 april 2012.



Het afnemen van de bij de Europese Centrale Bank gestalde liquiditeit en de vervroegde terugbetaling door vele banken van lange-termijn herfinancieringsoperaties (LTRO) zijn signalen dat het interbancaire verkeer toeneemt. Het reddingspakket voor Cyprus heeft nagenoeg geen invloed gehad op de ingezette stabilisering. Op nationaal niveau kan de nationalisatie van SNS REAAL N.V. als bedrijfsspecifiek worden bestempeld. Het is echter nog niet duidelijk welke gevolgen de huidige recessie uiteindelijk heeft op de financiële sector. Er is daarentegen ook geen aanleiding om aan te nemen dat er voor de stabiliteit van de sector en individuele instellingen op dit moment acuut gevaar bestaat.

De resterende zorgen over de stabiliteit van de (Nederlandse) financiële sector vormen geen belemmering om met de voorbereidingen voor een verkoop van zowel ABN AMRO als a.s.r. aan te vangen. Daarenboven kunnen eerste stappen in de richting van verkoop de stabiliteit van de sector en het vertrouwen in de sector en de economie positief beïnvloeden.

ABN AMRO

Voor ABN AMRO is een beursintrodactie de meest aannemelijke route. De interesse van strategische partijen en de mogelijkheden van deze partijen om een voor de Staat acceptabel bedrag te betalen voor een overname is gering. Een verkoop aan klanten en de mogelijke omzetting naar een coöperatieve vorm is complex en leidt ook tot een lage verwachte opbrengst. NLFi adviseert om de voorbereidingen voor een verkoop van ABN AMRO via een beursintrodactie aan te vangen, zonder andere mogelijkheden op voorhand uit te sluiten.

Vanwege de economische omstandigheden en de invloed die deze kunnen hebben op de resultaatontwikkeling van ABN AMRO is NLFi van oordeel dat er nog minimaal een periode van een jaar gewacht zou moeten worden met de daadwerkelijke beursintrodactie. ABN AMRO kan zich in deze periode voorbereiden op een beursintrodactie. Door de Europese Commissie zijn aan ABN AMRO, vanwege ontvangen staatssteun, beperkingen opgelegd. Een (aanvang van) verkoop⁵ maakt een einde aan een deel van de maatregelen die zijn verbonden aan staatssteun en staatseigendom.⁶

Om de opbrengst van een beursintrodactie te optimaliseren is het van belang dat een duurzame verbetering in het resultaat zichtbaar is. Het rendement en de efficiency kunnen toenemen mede door de kostenratio te reduceren. U heeft de financiële instellingen, ABN AMRO en a.s.r. inbegrepen, onlangs verzocht ook

⁵ Met (aanvang van) verkoop wordt bedoeld op start van privatisering onafhankelijk van de vorm waarin dit plaats heeft.

⁶ Bij een verkoop van meer dan 50% van de door de Staat gehouden aandelen in ABN AMRO voor april 2016 vervalt de *acquisition ban*. Bij aanvang van verkoop valt ABN AMRO (voor a.s.r. geldt dit ook) niet meer onder de reikwijdte van het verbod op variabele beloningen voor bestuurders inzake de 'Wet aansprakelijkheidsbeperking De Nederlandsche Bank en Autoriteit Financiële Markten en bonusverbod staatsgesteunde ondernemingen'.



loonmatiging als middel te gebruiken om de efficiëntie te verbeteren.⁷ Indien in de toekomst de nadruk in de markt komt te liggen op een consistente dividend payout ratio dient het dividendbeleid van ABN AMRO daarop te worden aangepast. Een duurzaam hogere payout ratio van sobere, weinig risicovolle financiële instellingen leidt over het algemeen tot een hogere marktwaardering. Daarbij geldt uiteraard het voorbehoud dat de kapitaalratio's van ABN AMRO op voorzienbare termijn toereikend zijn, zodat de bank zich aan een dergelijk dividendbeleid kan committeren.

De waardering van ABN AMRO zal bij beursintroductie lager zijn dan het saldo van de kapitaaluitgaven van de Staat betreffende ABN AMRO van EUR 21,66 miljard. Wanneer economische omstandigheden verbeteren in 2014 en ABN AMRO in staat is de beschreven duurzame verbetering in het resultaat te laten zien dan kan de bank, zich toetsend aan vergelijkbare banken, toegroeien naar een waardering rondom eenmaal Common Equity Tier 1. Dit bedroeg aan het einde van het tweede kwartaal van 2013 EUR 15,4 miljard.

Door een aanvang te maken met verkoop kan de staatsschuld worden verminderd⁸ en kan het financieel risico dat gepaard gaat met het aandeelhouderschap worden gereduceerd. Bij een beursintroductie zal het gehouden belang verspreid over meerdere jaren in delen worden afgebouwd. De koers van het aandeel ABN AMRO kan, door bijvoorbeeld verbeterde economische omstandigheden en verbeterde bedrijfsvoering, in de loop van de tijd stijgen. De opbrengst voor de Staat kan daarmee toenemen en het is dan ook niet uitgesloten dat de opbrengst uiteindelijk de initiële kapitaaluitgaven kan benaderen.

Er gaat voor de vennootschappen een disciplinerende werking uit van het hebben van private aandeelhouders. Dit biedt ook een additionele en efficiënte vorm van toezicht op de vennootschap in de periode dat nog een deel van de aandelen door de Staat wordt gehouden. Wanneer ABN AMRO ook in een beursgenoteerde omgeving in staat blijkt de doelstellingen te halen zal dit de koers van het aandeel positief beïnvloeden.

a.s.r.

Voor a.s.r. concludeert NLFİ dat zowel een samengaan met een in Nederland actieve verzekeraar als een beursintroductie mogelijk zijn. NLFİ adviseert dat mogelijkheden voor binnenlandse consolidatie onderdeel zijn van het verkoopproces. a.s.r. is een solide verzekeraar met voldoende schaal en kracht om zelfstandig te kunnen opereren en heeft geen (kapitaal)steun van de Staat ontvangen. a.s.r. kan op korte termijn gereed zijn voor consolidatie evenals voor een beursintroductie.

⁷ De Stichting Onderzoek Multinationale Ondernemingen ondersteunt dit en publiceerde, 22 november 2012, over verstoringen in de Nederlandse bankensector waarbij aandacht werd besteed aan het verschil tussen beloning in de bankensector en andere sectoren.

⁸ Bij een verkoop van (een deel van) de gehouden aandelen van de vennootschap(pen) kan de overnamesom worden voldaan door een betaling in kasgeld. In dat scenario daalt de staatsschuld. Wanneer de overnamesom wordt voldaan met aandelen van de kopende vennootschap daalt de staatsschuld niet.



Een verkoop aan klanten en de mogelijke omzetting naar een coöperatieve vorm is complex en leidt tot een lage verwachte opbrengst.

De invloed van de omstandigheden in de reële economie op de resultaatontwikkeling en de kwaliteit van de activa van a.s.r. zijn beperkter dan die bij ABN AMRO en geen redenen om een verkoop te temporiseren. De lage stand van kapitaalmarktrentes is nadelig voor de ontwikkeling van (beleggings)resultaten van verzekeraars en daarmee voor de waarde. Vanwege de onvoorspelbaarheid van de renteontwikkeling is de rentestand minder geschikt als parameter bij de bepaling van het juiste verkoopmoment.

Om de waardering van de onderneming te verhogen moet a.s.r. wel een ambitieuze en geloofwaardige verbetering van de resultaten voor de komende jaren presenteren. Door sterk te sturen op kosten en het reduceren van de schaderatio's kan het rendement duurzaam verbeteren. Ook kan a.s.r. loonmatiging gebruiken om de efficiëntie te vergroten. Een dividendbeleid gericht op een hoge en bestendige payout ratio is voor de waardering van een verzekeraar van groot belang, wellicht nog groter dan voor een bank. Ook hierbij geldt het voorbehoud dat de kapitaalratio's daartoe toereikend dienen te zijn.

De waarde van a.s.r. is op dit moment lager dan de initiële kapitaaluitgaven van de Staat van EUR 3,65 miljard⁹ bij de redding van de Nederlandse verzekeringsactiviteiten van het voormalige Fortis S.A./N.V. a.s.r. is recentelijk betrokken geweest bij één van de alternatieve scenario's die werden onderzocht in de periode voorafgaand aan de nationalisatie van SNS REAAL. In publieke documenten is melding gemaakt van een *standalone mid-point* waardering van EUR 2,15 miljard tot EUR 2,3 miljard in januari 2013. De daling van de waarde van a.s.r. in de afgelopen jaren is vergelijkbaar met branchegenoten. Dit wordt veroorzaakt door sterke concurrentie in een relatief verzadigde markt, de impact van veranderende regelgeving voor vermogensopbouwproducten, een economisch onrustige periode met lage kapitaalmarktrentes en een daling van het vertrouwen van klanten in de sector vanwege problemen met beleggingsverzekeringen. De mogelijkheid bestaat dat de waarde van a.s.r. na een eventuele beursintroductie toeneemt en de verkoop van aandelen in volgende tranches gepaard gaat met een hogere prijs per aandeel. a.s.r. kan ook onderdeel worden van consolidatie nadat een beursintroductie heeft plaatsgevonden hetgeen een positief effect kan hebben op de opbrengst van verkoop voor de Staat. NLFi adviseert u om de voorbereidingen voor een verkoop aan te vangen met een *dual track* benadering, waarbij zowel consolidatieopties als een beursintroductie tot de mogelijkheden behoren.

⁹ Een bedrag van EUR 4 miljard is toegewezen aan de overname van de verzekeringsentiteiten bij de partiële nationalisatie op 3 oktober 2008. Geen nadere onderverdeling is gemaakt van de overnameprijs van Fortis Verzekeringen Nederland (nu a.s.r.) en Fortis Corporate Insurance (FCI). FCI is in 2009 verkocht voor EUR 350 miljoen.



Governance na aanvang van verkoop

Vanwege de belangrijke maatschappelijke rol van banken heeft de Tweede Kamer vragen gesteld over de borging van dit maatschappelijk belang bij de inrichting van de governance na aanvang van verkoop. In navolging van de vennootschappen zelf is NLFi van oordeel dat de borging van de maatschappelijke rol in de statutaire doelomschrijving van de vennootschappen een wenselijke aanvulling zou zijn.

NLFi adviseert u in dit kader voor aanvang van verkoop in de statuten van de vennootschappen elementen op te nemen die de maatschappelijke rol borgen. Het gaat daarbij om de rol die de vennootschappen in de economie vervullen, dat klanten adequaat bediend worden en dat de vennootschappen veilig opereren. Naar het oordeel van NLFi is zelfs niet uit te sluiten dat een dergelijke aanvulling mogelijk waardevermeerderend zou kunnen werken.

NLFi onderstreept het belang om zeggenschap te kunnen blijven uitoefenen nadat een aanvang is gemaakt met verkoop, zolang de Staat via het aandelenbelang van NLFi nog een substantieel financieel belang in de vennootschappen heeft. Zonder het behoud van voldoende zeggenschap kan het resterende financiële belang van de Staat worden aangetast omdat de belangen van nieuw toegetreden aandeelhouders niet per definitie parallel lopen aan die van de Staat. NLFi is gericht op een duurzame waardeontwikkeling van het belang van de Staat.

NLFi adviseert u om bij een beursintroduktie het resterende financiële belang van de Staat in de vennootschap te beschermen door additionele zeggenschapsbevoegdheden te creëren. Dit is mogelijk door gebruikmaking van statutair verankerde gekwalificeerde meerderheden bij de besluitvorming binnen de aandeelhoudersvergadering over bepaalde belangrijke onderwerpen. Deze zouden moeten worden beperkt tot besluiten omtrent belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de vennootschappen.¹⁰ Deze bevoegdheid stelt NLFi als aandeelhouder, ter bescherming van het directe financiële belang van de Staat, in staat om bijvoorbeeld bij een overname van de vennootschap door een derde materieel invloed te kunnen oefenen op het proces. Het verbinden van rechten aan het uitoefenen van een bepaald percentage aandelen in de stemverhoudingen is voor investeerders acceptabel en vermijdt de invloed die meer blijvende structuren kunnen hebben op de waardering. NLFi adviseert u daarbij aan te sluiten bij een in de markt wel gebruikte meerderheid¹¹ die ook in de wet als een toegestane meerderheid voorkomt¹², te weten een tweederdemeerderheid van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen. De zeggenschap van NLFi is daarmee effectief tot het moment dat het belang daalt tot minder dan een derde van het geplaatste kapitaal.

¹⁰ Daaronder verstaat NLFi uitsluitend besluiten met betrekking tot belangrijke veranderingen van naam, zetel, doel en maatschappelijk kapitaal van de vennootschap en besluiten als bedoeld in artikel 2:107a van het Burgerlijk Wetboek.

¹¹ Bijvoorbeeld ING Group N.V., AKZO Nobel N.V. en Koninklijke Philips N.V.

¹² Artikelen 2:133 lid 2 en 2:134 lid 2 van het Burgerlijk Wetboek.



Indien het (financiële) belang van de Staat in ABN AMRO en a.s.r. zo ver is afgebouwd dat dit niet langer als substantieel kan worden aangemerkt zijn aanvullende maatregelen ten behoeve van zeggenschap niet langer te rechtvaardigen. Dit volgt niet alleen uit Nederlandse en Europese regelgeving maar hangt bovendien samen met de mogelijk negatieve invloed op de waardering door investeerders wanneer NLFI ook bij een klein resterend belang additionele zeggenschap zou behouden.

Wanneer het resterende belang daalt tot minder dan een derde adviseert NLFI in het scenario van een beursintrodactie van ABN AMRO een aan de vennootschap gelieerd beschermingsinstrument te activeren met preferente aandelen. Deze 'stichting continuïteit' heeft de mogelijkheid om bij een daadwerkelijke of dreigende concentratie van zeggenschap in het aandeelhoudersbestand van de vennootschap, die naar het oordeel van het bestuur van de stichting als ongewenst en niet in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming wordt beschouwd¹³ tijdelijk een pakket aan preferente aandelen te houden waarmee de stichting de feitelijke zeggenschap verkrijgt. Op deze wijze kan bescherming worden geboden tegen bijvoorbeeld vijandige overnames, in een situatie waarin NLFI deze bescherming als aandeelhouder niet meer kan bieden. Het beschermingsinstrument heeft niet als doel het financieel belang van de Staat te beschermen, maar dient tot bescherming van het vennootschappelijk belang zelf.

NLFI adviseert u een dergelijk beschermingsinstrument achterwege te laten in het scenario van een beursintrodactie van a.s.r. Dit vanwege de op termijn te verwachten consolidatie in de Nederlandse verzekeringssector. Daarvoor is van belang dat a.s.r. de benodigde flexibiliteit behoudt. Het beschreven beschermingsinstrument zou bij consolidatie belemmerend kunnen werken. Het introduceren van een dergelijk beschermingsinstrument kan bovendien de waardering van het aandeel a.s.r. negatief beïnvloeden.

Op dit moment is het verlicht structuurregime van toepassing op zowel ABN AMRO als a.s.r.¹⁴ Het moment van beursintrodactie houdt voor beide vennootschappen in dat het (volledig) structuurregime in werking treedt. Dit betekent dat de bevoegdheid om leden van de raad van bestuur te benoemen en te ontslaan verschuift van de aandeelhoudersvergadering naar de raad van commissarissen. Het structuurregime biedt daarmee voor de vennootschap zelf een vorm van bescherming tegen vijandige gepercipieerde aandeelhouders, omdat deze aandeelhouders zelf geen bestuurders kunnen benoemen.

Voor zowel ABN AMRO als a.s.r. geldt dat NLFI in de voorbereiding en na aanvang van verkoop de aan de medezeggenschap toekomende adviesrechten ingevolge de Wet op de ondernemingsraden zorgvuldig zal behandelen binnen de grenzen van goede governance verhoudingen zoals die zijn vastgelegd in wet- en regelgeving en codes.

¹³ Een zogenaamde call-optie stichting.

¹⁴ Het verlicht structuurregime is van toepassing omdat de Staat 100% van de aandelen in beide vennootschappen houdt.



Proces en tijdpad

Voor ABN AMRO adviseert NLFI om de eerste twaalf maanden na bespreking van dit advies met de Tweede Kamer te benutten voor de voorbereidingen van een beursintroductie. In deze voorbereidende fase kan de vennootschap verder werken aan de uitdagingen die er nog zijn om een voor investeerders op alle onderdelen interessante investeringspropositie te presenteren. De voor een succesvolle beursintroductie wenselijke verbetering van de toestand van de Nederlandse economie kan in deze periode worden gezien. Ook kunnen in deze periode aspecten omtrent de governance en remuneratie bij beursintroductie worden vormgegeven. Daarnaast zal NLFI zodra dit advies met de Tweede Kamer is besproken een onafhankelijk adviseur inschakelen voor de voorbereidende handelingen voor een verkoop van ABN AMRO. Hierbij zal - evenals bij eventuele andere voorgenomen besluiten in het traject van verkoop - worden gehandeld conform de regels uit de Wet op de ondernemingsraden. Dit geldt uiteraard ook voor eventuele andere voorgenomen besluiten in het verkooptraject.

Wanneer zich na de voorbereidingsperiode van twaalf maanden, naar het oordeel van NLFI, een mogelijkheid voordoet om binnen een periode van vier tot zes maanden een succesvolle beursintroductie uit te voeren, zal NLFI u daarover berichten en u verzoeken een volmacht te verlenen voor het uitvoeren van een beursintroductie. Alhoewel een beursintroductie de voorkeursrichting is wenst NLFI alternatieve opties, mochten die zich in de toekomst voordoen, niet op voorhand uit te sluiten. In het scenario van een beursintroductie zal over een periode van meerdere jaren het belang volledig worden afgebouwd.

Voor a.s.r. adviseert NLFI om de periode direct na bespreking van dit advies met de Tweede Kamer te benutten om de mogelijkheden voor consolidatie nader te onderzoeken en tegelijkertijd de vennootschap in een periode van zes maanden voor te bereiden op een beursintroductie. Op deze wijze wordt maximale flexibiliteit behouden om een voor de Staat optimale verkoop te kunnen realiseren. In het proces dat kan leiden tot consolidatie zal ervoor moeten worden zorggedragen dat geïnteresseerde partijen gelijke kansen hebben in een voor hen transparant proces. Wanneer zich na de voorbereidingsperiode van zes maanden een interessante mogelijkheid voordoet om een succesvolle beursintroductie te bewerkstelligen binnen een periode van vier tot zes maanden, dan zal NLFI u verzoeken een volmacht te verlenen voor het uitvoeren daarvan. Het is niet ondenkbaar dat in de laatste fase van voorbereiding op een beursintroductie zich andere opties voordoen, zoals een overnamebod. Op voorhand wenst NLFI geen enkele optie uit te sluiten. Ook met betrekking tot a.s.r. zal NLFI zodra dit advies met de Tweede Kamer is besproken een onafhankelijk adviseur inschakelen voor het verkooptraject en de voorbereiding daarop. Ook hier geldt - evenals bij andere voorgenomen besluiten in het traject van verkoop - dat overeenkomstig de toepasselijke regels uit de Wet op de ondernemingsraden zal worden gehandeld.



Printen

Full Screen

Index

Inleiding





1 Inleiding

Met deze brief adviseert de stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen, handelend onder de naam NLFI (hierna: NLFI), u over de mogelijkheden om de door NLFI gehouden aandelen in financiële instellingen terug te brengen naar de private sector. Dit overeenkomstig de wettelijke doelstelling van NLFI zoals neergelegd in de Wet stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen (Wet NLFI)¹⁵. Hierin krijgt NLFI de opdracht de minister van Financiën te adviseren over de strategie tot verkoop van de aandelen door de Staat. Met dit advies geeft NLFI daar invulling aan. U heeft recentelijk aangegeven in uw brief¹⁶ aan de Tweede Kamer, i. de beleidsagenda voor de Nederlandse bankensector te integreren en ii. uw toekomstplannen inzake de financiële instellingen ABN AMRO Group N.V., ASR Nederland N.V. en SNS REAAL N.V. aan de Tweede Kamer te presenteren. U heeft aangegeven dat deze stukken zo spoedig mogelijk na het zomerreces bij de Tweede Kamer zullen worden ingediend.¹⁷ Dit advies (dat niet ziet op SNS REAAL) dient als inbreng voor de presentatie van uw toekomstplannen.

NLFI voert het privaatrechtelijk beheer over aandelen van ABN AMRO Group N.V., ASR Nederland N.V. en RFS Holdings B.V. NLFI heeft onder meer ten doel het uitoefenen van alle aan de aandelen verbonden rechten, waaronder het stemrecht. Ook heeft NLFI als taak u te adviseren over de strategie tot verkoop van de aandelen door de Staat der Nederlanden (Staat). Indien de Staat NLFI daartoe machtigt zal NLFI deze strategie namens de Staat uitvoeren.

Bij het opstellen van dit advies heeft NLFI de statutaire doelomschrijving van NLFI als leidraad genomen. Bij de uitoefening van de wettelijke taak en de aan de aandelen verbonden rechten richt NLFI zich primair naar het financieel-economische belang van de Staat¹⁸, rekening houdend met de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden ondernemingen en de daarbij betrokken werknemers. Tegen deze achtergrond heeft NLFI bij het opstellen van dit advies de belangen van de stakeholders van de vennootschappen zoveel mogelijk meegenomen, waaronder die van de betrokken ondernemingsraden.

Beide vennootschappen zijn bij de totstandkoming van dit advies intensief betrokken geweest.¹⁹ Daarnaast heeft NLFI uitvoerig gesproken met diverse andere partijen.

¹⁵ Artikel 3, tweede lid, onderdeel b, sub 1° van de Wet NLFI.

¹⁶ Brief aan de Tweede Kamer, "Rapport Commissie Structuur Nederlandse banken", 28 juni 2013, kenmerk: FM/2013/1233 M.

¹⁷ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2012-2013, hoofddossier 32545, nr. 14.

¹⁸ Het financieel-economisch belang van de Staat is gekoppeld aan de door NLFI (handelsnaam) uitgegeven royeerbare certificaten tegenover het houden van de aandelen in de vennootschappen.

¹⁹ De zienswijze van beide instellingen en hun centrale ondernemingsraden zijn als bijlage bij dit advies toegevoegd.



NLFI heeft de Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) gevraagd hun zienswijzen ten aanzien van het advies weer te geven en hun reacties vervolgens verwerkt in het advies. De inbreng van de Commissie Structuur Nederlandse Banken is eveneens verwerkt in het advies. Daarnaast is dit advies tot stand gekomen door gesprekken met een groot aantal investment banks, diverse juridische adviseurs en overkoepelende organisaties van (institutionele) beleggers.

Het advies spitst zich toe op de mogelijkheden tot verkoop van aandelen die worden gehouden in ABN AMRO Group N.V. (ABN AMRO) en ASR Nederland N.V.. Met ingang van 27 januari 2013 is de naamvoering van ASR Nederland aangepast en wordt de vennootschap afgekort als a.s.r. In dit advies hanteert NLFI deze schrijfwijze. Het belang in RFS Holdings B.V. (RFS) is verbonden aan de onverdeelde boedel van het in 2007, door het consortium RBS (R), Fortis (F) en Santander (S), overgenomen voormalige ABN AMRO. RBS is door de consortiumpartners gemachtigd om de activa in RFS op ordentelijke wijze te beheren en te verkopen.²⁰ Daarom valt de verkoop van het belang dat gehouden wordt in RFS buiten dit advies. SNS REAAL N.V. is (nog) niet overgedragen aan NLFI en vormt geen onderdeel van dit advies.

In tabel 1 staat vermeld welke kapitaaluitgaven door de Staat zijn gedaan en nog uitstaan, een bedrag van EUR 28 miljard. In totaal is circa EUR 30 miljard uitgegeven in verband met de aankoop en kapitalisatie van ABN AMRO, a.s.r. en RFS. Een bedrag van EUR 302 miljoen in verband met de verrekening en kapitalisatie van RFS, waar de Tweede Kamer uw ambtsvoorgangers goedkeuring voor verleende, hoefde niet te worden ingezet. En een bedrag van EUR 1,7 miljard verbonden aan een tijdelijke garantieregeling, waarbij de Staat het kredietrisico op (een deel van) de hypotheekportefeuille van ABN AMRO overnam, is in oktober 2010 komen te vervallen.

Van de nog uitstaande EUR 28 miljard is naar het oordeel van NLFI circa EUR 21,66 miljard toe te wijzen aan ABN AMRO en EUR 3,65 miljard²¹ aan a.s.r.²² Het resterende bedrag van EUR 2,6 miljard is toe te wijzen aan RFS. In tabel 1 zijn de kapitaalkosten van de Staat niet meegerekend. Hierbij is geen rekening gehouden met dividenduitkeringen en andere ontvangen vergoedingen en (bank)belastingen.²³

²⁰ De rol van RBS als 'z-share manager' is door de consortiumpartijen overeengekomen bij de overname van het 'oude' ABN AMRO. De Staat heeft de rechten en plichten overgenomen van het voormalige consortium lid Fortis Group S.A./N.V.

²¹ Een bedrag van EUR 4 miljard is toegewezen aan de overname van de verzekeringsentiteiten bij de partiële nationalisatie op 3 oktober 2008. Geen nadere onderverdeling is gemaakt van de overnameprijs van Fortis Verzekeringen Nederland (nu a.s.r.) en Fortis Corporate Insurance (FCI). FCI is in 2009 verkocht voor EUR 350 miljoen.

²² De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel kwam op 11 april 2012 tot een gelijke onderverdeling.

²³ Een uitgebreide rapportage van de kapitaaluitgaven kan ook worden gevonden op de website van de Algemene Rekenkamer.



Beschrijving	Datum	ABN AMRO	a.s.r.	RFS	Totaal
Nationalisatie	okt-2008	€12.800 mln	€4.000 mln		€16.800 mln
Herkapitalisatie ABN AMRO	dec-2008	€4.320 mln		€2.220 mln	€6.540 mln
Verkoop Fortis Corporate Insurance	jul-2009		€(350) mln		€(350) mln
Mandatory Convertible Note (MCN) I	jul-2009	€800 mln			€800 mln
MCN II en omzetting leningen in EV	dec-2009	€3.150 mln			€3.150 mln
Verrekening en kapitalisatie RFS	mrt-2010			€438 mln	€438 mln
Niet ontvangen couponbetaling MCN	apr-2010	€103 mln			€103 mln
Resterende kapitalisatie ABN AMRO	jun-2010	€490 mln			€490 mln
Repatriatie deel RFS kapitaal	dec-2011			€(16) mln	€(16) mln
Totaal uitgaven		€ 21.663 mln	€ 3.650 mln	€ 2.642 mln	€ 27.955 mln

Tabel 1: Overzicht kapitaaluitgaven van de Nederlandse Staat.

De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel concludeerde²⁴ dat de bepaling van het bij nationalisatie betaalde bedrag mede was ingegeven door hetgeen de Belgische autoriteiten aangaven nodig te hebben voor de niet door de Nederlandse Staat gekochte onderdelen van het voormalige Fortis S.A./N.V. concern op 3 oktober 2008. Vanwege dit aspect en het beschermen van de financiële stabiliteit concludeerde de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel dat er vanuit bedrijfseconomisch opzicht geen twijfel over bestaat dat er te veel is betaald voor de gekochte onderdelen. De Enquêtecommissie stelde verder dat tegenover de investering wel degelijk economische waarde staat, maar dat het niet aannemelijk was dat de totale investering terug zou komen.

Politieke afstemming

U en uw ambtsvoorgangers hebben aangegeven dat het tijdelijke karakter van de investeringen, gedaan ten behoeve van de stabiliteit van de financiële sector, steeds voorop heeft gestaan: een voortvarende terugkeer naar de private sector was, en is het uitgangspunt van het kabinet.²⁵ In dezelfde brief - getiteld "exitbeleid financiële deelnemingen" - aan de Tweede Kamer staat - samengevat - het streven geformuleerd om de overheidsbelangen in de financiële sector binnen vijf jaar zeer substantieel terug te brengen, mits en voor zover aan vier randvoorwaarden wordt voldaan:

1. De financiële sector is stabiel. Twijfels over interbancair verkeer, kwaliteit van activa en soliditeit van individuele systeembanken zijn weggenomen;
2. De betrokken vennootschappen zijn klaar voor de beoogde vorm van verkoop of afwikkeling. Er is een goed financieel track record, de kwaliteit van de verslaggeving is berekend op de toekomst, het profiel van de bestuurders past bij de uitgezette strategie en er is uitzicht, vooral bij een zelfstandig voortbestaan, op duurzame waardeontwikkeling;
3. De markt is klaar voor de beoogde transacties. Er is voldoende absorptievermogen, er is belangstelling voor investeringen in de financiële sector en de verwachte opbrengst is daarmee in lijn;

²⁴ Bevinding van de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel, 11 april 2012.

²⁵ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2010-2011, hoofddossier 28165, nr. 117.



4. Het streven is erop gericht zoveel als mogelijk de totale investering in bovengenoemde vennootschappen, vermeerderd met de kapitaalkosten van de Staat, terug te verdienen.

Ten aanzien van zowel ABN AMRO als a.s.r. is destijds geconstateerd dat de gedachten in eerste instantie uitgingen naar een introductie op de beurs. Aangegeven is dat andere vormen van verkoop uitdrukkelijk niet zouden worden uitgesloten; alle strategische en financiële opties zouden tot het einde toe worden opgehouden.

De Staat der Nederlanden (Staat) heeft in het staatssteuntraject met de Europese Commissie meermaals aangegeven niet de intentie te hebben om een langetermijn-investeerder in ABN AMRO te willen zijn.²⁶ Het tijdpad voor een beursintroductie is met de Europese Commissie gedeeld zonder dat andere mogelijkheden zijn uitgesloten.

In het regeerakkoord zijn de randvoorwaarden voor een verkoop van ABN AMRO herhaald. a.s.r. is niet bij naam genoemd.

"... ABN AMRO kan pas terug naar de markt als de financiële sector stabiel is. Er moet voldoende interesse zijn in de markt, de onderneming moet er klaar voor zijn en zoveel mogelijk van de totale investering van de Staat moet terugverdiend kunnen worden. Tegen deze achtergrond onderzoeken we ook andere opties dan een volledige beursgang ..."

Regeerakkoord VVD - PvdA, "Bruggen slaan", 29 oktober 2012

Op 8 juni 2011 vond een algemeen overleg plaats over de brief "exitbeleid financiële deelnemingen". Naar aanleiding van het daarop volgende plenaire debat op 21 juni 2011, zijn drie moties aangenomen op 28 juni 2011 die betrekking hebben op de verkoop van ABN AMRO en a.s.r. Het betreft de volgende moties:

- de motie-Van Vliet over het niet zetten van onomkeerbare stappen in het verkooptraject (28165, nr. 125);
- de motie-Groot/Bashir over de eigendomsstructuur na verkoop (28165, nr. 127);
- de motie-Blanksma-van den Heuvel over de corporate governance structuur na exit (28165, nr. 128).

In het debat op 6 februari 2013 over de nationalisatie van SNS REAAL N.V. zijn enkele nadere moties aangenomen die betrekking hebben op dit advies. Het betreft twee moties:

- de motie-Koolmees/Harbers verzoekt de regering, onder andere, om de Kamer voor de zomer van 2013 te informeren over de toekomstplannen voor ABN AMRO en SNS Bank (33532, nr. 14);

²⁶ Commission Decision of 5 April 2011 on the on the measures C 11/09 (ex NN 53b/08, NN 2/10 and N 19/10) implemented by the Dutch State for ABN AMRO Group NV (created following the merger between Fortis Bank Nederland and ABN AMRO N), punt 87-88, OJ L 333/1, 15 december 2011 (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:333:0001:0046:EN:PDF>).



- de motie-Van Hijum/Nijboer verzoekt de regering te onderzoeken hoe de governance structuur na exit het beste kan worden ingericht, ook met het oog op onderzoek naar alternatieven voor een beursgang die betere waarborgen bieden voor maatschappelijk verantwoord bankieren (33532, nr. 17).

Dit advies dient als inbreng voor uw besprekingen met het parlement over de toekomstplannen voor ABN AMRO en beantwoordt daarmee gedeeltelijk de motie-Koolmees/Harbers. SNS Bank is nog niet overgedragen aan NLFi en vormt dan ook geen onderdeel van dit advies.

De aandacht voor financiële instellingen, vooral voor banken, is groot en is in de afgelopen jaren sterk toegenomen zoals ook blijkt uit behandelingen in de Tweede Kamer. Dit is een afspiegeling van het belang van deze instellingen voor de Nederlandse maatschappij. Meer wordt beseft dat de functie van banken in de samenleving er één is van algemeen nut en dat financiële instellingen een belangrijke faciliterende rol spelen bij de economische ontwikkeling. Ook de Commissie Structuur Nederlandse Banken wijst in haar rapport op het maatschappelijk belang van financiële instellingen. De belangrijke functie van financiële instellingen is sterk geborgd in Nederlandse en Europese wet- en regelgeving. Daarnaast vindt verscherpt toezicht op de financiële sector plaats. Het beheersen van moreel risicozoekende gedragingen (*moral hazard*) die lange termijn economische groei van Nederland kunnen ondermijnen, is van groot belang. Het waarborgen van deze (nuts) functie kan worden gezien als prealabel aan genoemde randvoorwaarden voor verkoop.

Beoordelingskader privatiseringen

Voor het afstoten van staatsdeelnemingen bestaat sinds 1985 een beleidskader, dat bij verschillende gelegenheden is verfijnd. In het bijzonder wordt verwezen naar de nota's Deelnemingenbeleid Rijksoverheid uit 2001 en 2007 (Kamerstukken II 2001/02, 28 165, nr. 2 en 2007/08, 28 165, nr. 69). De essentie van het kader is dat de Staat zowel zakelijk verantwoord als controleerbaar moet kunnen opereren. Op 25 maart 2013 heeft het kabinet het besliskader voor privatiseringen van overheidsdiensten onderschreven dat is geïntroduceerd door de Eerste Kamer in het rapport "Verbinding verbroken?". De belangen bij een privatisering zijn groot en divers. Dit kan ertoe leiden dat een voornemen tot privatisering uiteindelijk wordt ingetrokken. Op nationaal niveau heeft dit plaatsgevonden bij de voorgenomen privatisering van Schiphol Group N.V. Meer recente voorbeelden zijn Deutsche Bahn AG in Duitsland en Dong A/S in Zweden. Het gebruik van het besliskader kan het proces mogelijk zodanig ordenen dat de risico's die gepaard gaan met uitstel en/of afstel van een privatisering worden verkleind.

Alhoewel ten aanzien van ABN AMRO en a.s.r. geen sprake is van privatisering van overheidsdiensten is er wel sprake van publieke belangen bij de deelnemingen die worden geprivatiseerd. Het kabinet gaf aan het door de onderzoekscommissie ontworpen besliskader te zien als een waardevol instrument dat het parlement kan gebruiken bij de bespreking en toetsing van voorstellen tot privatisering. In antwoord op het verzoek van de motie-Van Vliet adviseert NLFi u om dit kader als



leidraad te benutten. Het besliskader onderscheidt vijf fases. Uw ministerie heeft aangegeven dat het proces zich bevindt in de fase waarin een besluit wordt genomen over het ontwerp voor privatisering, fase drie. Het exittraject van ABN AMRO en a.s.r. bestaat uit twee delen: een concrete voorbereidende fase en een uitvoeringsfase (fase vier). Voorafgaand aan de uitvoeringsfase zal NLFI u verzoeken een volmacht te verlenen voor het uitvoeren van de verkoop.

NLFI onderschrijft de opmerking van uw ambtsvoorganger dat het van belang is om vooraf duidelijk te maken dat verkoopprocessen, vooral van deze omvang, gepaard gaan met veel onzekerheid. Er zullen zich onverwachte gebeurtenissen of geleidelijke ontwikkelingen voordoen die tot aanpassing, vertraging of versnelling kunnen leiden, of tot een hogere of lagere opbrengst. Wel kan een ordentelijk en zakelijk verantwoord proces worden verwacht.

Leeswijzer

Het advies is opgebouwd langs de vier randvoorwaarden die door uw ambtsvoorganger zijn geformuleerd en langs de moties die door de Tweede Kamer zijn aangenomen. Van de vier voorwaarden moet de eerste, stabiliteit van de financiële sector, onafhankelijk van de gekozen vorm van verkoop of afwikkeling worden beantwoord. Als aan deze voorwaarde is voldaan kunnen ook de andere voorwaarden behandeld worden. Het advies start dan ook met de visie op de stabiliteit van de financiële sector en de vraag of deze voldoende gewaarborgd is zodat aangevallen kan worden met de voorbereidingen voor een verkoop van de vennootschappen. Vervolgens worden de verschillende mogelijkheden voor verkoop in drie categorieën beschreven gevolgd door een analyse per vennootschap, ABN AMRO en a.s.r. In de analyse per vennootschap wordt voor iedere categorie de vraag beantwoord of aan de overige drie geformuleerde voorwaarden voor verkoop kan worden voldaan bij deze vorm van verkoop.

Na de analyse van de verschillende categorieën van verkoop wordt ingegaan op de mogelijkheden met betrekking tot de governance situatie na aanvang verkoop. Daarin wordt antwoord gegeven op de verzoeken in de moties Groot/Bashir, Blanksma-van den Heuvel en Van Hijum/Nijboer. Het advies besluit met een hoofdstuk over het proces en tijdpad.



Printen

Full Screen

Index

Stabiliteit van de financiële sector

2





2 Stabiliteit van de financiële sector

De Nederlandse financiële sector staat sinds 2008 sterk onder druk door de (financieel-) economische omstandigheden in binnen- en buitenland. Dit leidde tot interventies en steunmaatregelen bij verschillende Nederlandse financiële instellingen. De aandelenbelangen in ABN AMRO en a.s.r. zijn het directe gevolg van ingrijpen bij het voormalige Fortis S.A./N.V. ABN AMRO heeft in de periode tussen nationalisatie in 2008 en de separatie van RFS in 2010 (vormen van) steun ontvangen. Sinds de separatie heeft ABN AMRO geen steun meer ontvangen. a.s.r. heeft geen (kapitaal)steun ontvangen. ABN AMRO heeft geen verplichting om steun terug te betalen.²⁷ Aan ABN AMRO zijn wel enkele (gedrags)maatregelen opgelegd door de Europese Commissie. Deze zijn van tijdelijke aard en voor een deel verbonden aan de privatisering. ING doorloopt een traject dat leidt tot het voldoen aan de maatregelen die aan de ontvangen steun zijn verbonden door de Europese Commissie. AEGON heeft reeds volledig voldaan aan de aan haar gestelde eisen. SNS REAAL is recent genationaliseerd door gebruikmaking van de Interventiewet. SNS REAAL was onder meer in problemen geraakt door slechte resultaten op vastgoed(beleggingen) in binnen- en buitenland. De situatie bij SNS REAAL is bedrijfsspecifiek.

De maatregelen die regering en toezichthouders in de afgelopen jaren namen hebben de stabiliteit van de sector versterkt. Door de geplande invoering van Solvency II voor verzekeraars worden risico's in de verzekeringssector beter gewaardeerd. Per 1 januari 2014 wordt de interventieladder die De Nederlandsche Bank gebruikt in het verzekeringstoezicht versterkt en meer risico-georiënteerd gemaakt. DNB heeft onder meer de bevoegdheid om een herstelplan van een verzekeraar te eisen wanneer de kapitaalspositie van die verzekeraar in gevaar dreigt te komen. De bepaling uit de Implementatiewet richtlijn Solvabiliteit II treedt met ingang van 1 januari 2014 in werking.²⁸ Deze bepaling legt alle verzekeraars de verplichting op een verklaring van geen bezwaar aan te vragen alvorens dividend te mogen uitkeren, indien de solvabiliteitspositie binnen 12 maanden onder de vereiste solvabiliteit dreigt te komen.

De kapitaalbuffers van banken worden vooruitlopend op de invoering van Basel III vergroot. DNB zal nog in 2013 de vier Nederlandse systeembanken informeren over de SIFI-buffer²⁹ die voor de individuele banken wordt vastgesteld. Daarnaast volgt uit

²⁷ Besluit van de Europese Commissie, C(2011)2114 final, 5 april 2011.

²⁸ Consultatieversie aanpassingen van de Wet op het Financieel Toezicht ter advisering door de Raad van State.

²⁹ SIFI-buffer: de *common equity tier 1* buffer, tussen 1% en 3%, die Systemically Important Financial Institutions additioneel moeten aanhouden.



de wetgevingsbrief financiële markten³⁰ dat u voornemens bent om gehoor te geven aan het verzoek van DNB en de AFM om banken te verplichten een verklaring van geen bezwaar aan te vragen voor het uitkeren van dividend aan aandeelhouders. Op deze wijze heeft DNB een breder instrumentarium bij het toezicht op de kapitaalbuffers van banken.

In de komende jaren wordt op Europees niveau gewerkt aan de invoering van de bankenunie en daarmee aan een uitbreiding van het micro-prudentieel toezicht. De bankenunie zal een bijdrage leveren aan de versterking van de stabiliteit van de financiële sector en het vertrouwen in Europese banken. De ECB zal voorafgaand aan de start van het directe toezicht zogeheten *balance sheet assessments* uitvoeren bij banken die onder direct toezicht komen, ook wel *Asset Quality Reviews* (AQRs) genoemd. De onzekerheid rondom de uitkomsten van deze AQRs zijn van invloed op het marktsentiment in 2014 en hebben gevolgen voor de timing van een eventuele (partiële) verkoop van ABN AMRO. De ministers van Financiën van de landen in de Europese Unie zijn op 27 juni 2013 conceptafspraken overeengekomen over de *recovery* en *resolution* richtlijn. In 2018 zal naar verwachting wetgeving hierover in werking treden.

Gerelateerd aan de invoering van de bankenunie voert de Europese Centrale Bank in 2014 een onderzoek uit naar de kwaliteit van de bancaire activa van Europese banken. Het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) onderschrijft in haar rapportage³¹ het belang van het onderzoek door de ECB naar de kwaliteit van bancaire activa en geeft daarbij aan dat investeerders na grondig balansonderzoek waarschijnlijk meer bereid zullen zijn om banken te financieren. Het FSC is in november 2012 opgericht met als taak om risico's voor de financiële stabiliteit in Nederland te signaleren. De oprichting was een uitvloeisel van de aanbevelingen van de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (commissie De Wit) en is een uitbreiding van het macro-prudentieel toezicht. Dit comité bestaat uit vertegenwoordigers van DNB, de AFM en het ministerie van Financiën en staat onder voorzitterschap van de president van DNB.

De AFM benadrukt³² dat banken, verzekeraars en dienstverleners in de sector zichzelf opnieuw moeten uitvinden in een economisch onzekere tijd. Ondanks dat zichtbare stappen in die richting zijn gezet moeten de belangen van klanten meer dan voorheen centraal worden gesteld, stelt de AFM. DNB en AFM hebben recent aangekondigd om een gezamenlijk onderzoek te starten naar belemmeringen en succesfactoren op weg naar meer duurzaamheid en klantgerichtheid om daarmee het verandervermogen van banken en verzekeraars te bevorderen.

De Nederlandse economie

Risico's vanuit nationaal oogpunt voor de financiële sector zijn afgenomen, maar in beperktere mate wel aanwezig. Inmiddels ligt het zwaartepunt van de crisis in de

³⁰ Brief aan de Tweede Kamer, "Wetgevingsbrief op het terrein van de financiële markten", 8 juli 2013. Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2012-2013, hoofddossier 32545, nr. 14.
³¹ Verslag naar aanleiding van de tweede vergadering van het Financieel Stabiliteitscomité, 30 mei 2013.
³² Autoriteit Financiële Markten, Jaarverslag 2012.



reële economie. De recessie waar Nederland in verkeert leidt voor banken tot oplopende verliezen op de kredietportefeuille, bij zowel hypothecaire kredieten als zakelijke kredieten. De situatie in met name commerciële vastgoedmarkten en de markt voor MKB-financieringen staat sterk onder druk. Daarnaast is het waarschijnlijk dat de oplopende werkloosheid zich vertaalt in oplopende voorzieningen voor kredietverliezen.

Ook verzekeraars ondervinden gevolgen van de recessie. Premie-inkomsten staan onder druk als gevolg van de druk op uitgaven van consumenten, lage rentevoeten en de hevige concurrentie in de markt. Schaderatio's zijn relatief hoog omdat polis-houders sneller en vaker schades claimen in economisch zwaardere omstandigheden. Daarnaast dient onder andere rekening gehouden te worden met de verschuivingen die plaatsvinden in de verzekeringssector ten gevolge van de invoering van het provisieverbod op complexe producten, vanaf 1 januari 2013. DNB geeft aan dat nog niet volledig duidelijk is welk effect de huidige recessie en de hervormingen uiteindelijk hebben op banken en verzekeraars. Pas nadat herstel van de economie daadwerkelijk is ingezet kunnen de gevolgen beter in kaart worden gebracht.

Kredietbeoordelaar Standard & Poor's (S&P) geeft aan dat de aanhoudende druk op de Nederlandse woningmarkt en de private sector het herstel van de Nederlandse economie vertragen.³³ Tot in 2014 verwacht S&P dat de economische omstandigheden zwaar zullen wegen op de prestaties van Nederlandse financiële instellingen. Wel schrijft S&P in april 2013 in haar rapport over de Nederlandse bankensector tevreden te zijn over de materiële voortgang die wordt geboekt door de grootbanken ten aanzien van de kapitaalbuffers. Met betrekking tot de verzekeringsmarkt zijn de zorgen van S&P voornamelijk gericht op de markt voor levensverzekeringen en de vraag in hoeverre de netto uitstroom van kapitaal, door de zeer lage nieuwe productie, kan worden beheerst.

Ook kredietbeoordelaar Moody's³⁴ benoemt de uitdagingen waar banken die in Nederland opereren mee geconfronteerd worden. Moody's signaleert een daling van de kwaliteit van de activa. Dit risico zou volgens Moody's groter zijn dan in een normale conjuncturele cyclus verwacht mag worden.

De internationale dimensie

Vanwege de sterke afhankelijkheid van de Nederlandse economie van internationale handel dient ook naar de stabiliteit van andere landen, met name de landen in de Eurozone, te worden gekeken. De gevaren van mogelijke financieringsproblemen in enkele landen die deel uitmaken van de Eurozone zijn niet volledig geweken. Wel is het vertrouwen in de Eurozone en de kredietwaardigheid van individuele staten sinds medio 2012 toegenomen. De presentatie van het akkoord voor een reddingspakket voor Cypriotische banken en de financiering van de Cypriotische overheid heeft de stabiliteit van de Eurozone niet in gevaar gebracht.

³³ Standard & Poor's, Rating services on ABN AMRO, 19 november 2012.

³⁴ Moody's, Investor service credit research on Dutch banks, 13 maart 2013.



Op 2 augustus 2012 kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) aan dat zij, mocht dat nodig zijn, zal interveniëren in kapitaalmarkten door het opkopen van obligaties van soevereine staten (Outright Monetary Transactions) om de eenheid van de Eurozone zeker te stellen. Deze aankondiging en daaropvolgende uitspraken van de ECB die dit beleid ondersteunen hebben ervoor gezorgd dat de risico's voor soevereine staten in de Eurozone door investeerders substantieel lager worden ingeschaald. De rentetarieven op staatspapier en de prijzen van credit default swaps, overdracht van kredietrisico's, van soevereine staten waarover bij investeerders twijfels bestonden over de kredietwaardigheid, zijn sterk gedaald. Dit wijst erop dat risico's zijn afgenomen.

Het belang van de afname van de zorgen over de kredietwaardigheid van landen in de Eurozone is groot voor banken in de Eurozone. De (in)directe gevolgen voor Nederlandse banken van een mogelijk bankroet of een exit uit de euro van één van de Eurolanden zouden groot zijn. Het afnemen van de kredietrisico's van soevereine staten leidt tot grotere stabiliteit in de Eurozone en afnemende kredietrisico's voor individuele banken in de Eurozone. De liquiditeit die door banken in de Eurozone gestald wordt bij de ECB, *overnight deposits*, is in lijn met de afname van de kredietrisico's gedaald. Dit is een teken dat banken elkaar meer vertrouwen en het interbancaire verkeer toeneemt. Ook het feit dat banken veelal gebruik maken van de mogelijkheid tot vervroegde terugbetaling van lange-termijn herfinancieringsoperaties (LTRO) is een teken dat euro-geldmarkt zich normaliseert.

De European Systemic Risk Board (ESRB), onderdeel van Europees systeem voor financieel toezicht, is verantwoordelijk voor het macro-prudentieel overzicht van het financiële systeem binnen de Europese Unie (EU) en draagt bij aan preventie en mitigatie van systeemrisico's voor de EU. Uit het risico dashboard³⁵ van de ESRB blijkt dat de kans op systeem falen gemeten als de kans dat twee of meer grote bankconcerns binnen een jaar een faillissement moeten aanvragen - in de afgelopen twee jaar sterk is gedaald. De kans op een systeemfalen bevindt zich echter nog niet op niveaus van voor het faillissement van Lehman Brothers in 2008. De Europese Bankautoriteit (EBA), onderdeel van het Europees systeem voor financieel toezicht, beschrijft in haar jaarverslag dat banken in de Europese Unie nog altijd sterk naar binnen zijn gericht en door risicomijdende strategieën trachten de buffers te vergroten. Deze strategieën zijn te verklaren door het afnemen van de kwaliteit van de activa in 2012 en begin 2013 bij het grootste deel van de banken die door de EBA geconsulteerd werden. Het risico dat daar volgens de EBA³⁶ voor de reële economie mee gepaard gaat is dat banken door deze houding de belangrijke rol van het verschaffen van kredieten in binnen- en buitenland weinig efficiënt invullen. Het FSC geeft aan in Europa de verwevenheid van banken en nationale overheden als een bron van financiële instabiliteit te zien. Zij hoopt daarom dat de oprichting van een bankenunie, mits goed vormgegeven, kan bijdragen aan het doorbreken van deze verwevenheid. Afspraken over het *Single Supervisory Mechanism*, een Europees

³⁵ ERSB Risk Dashboard, issues 3, 21 maart 2013

³⁶ European Banking Authority, Risk Assessment Report, januari 2013.



resolutiemechanisme en Europees toezicht op het depositogarantiestelsel acht het FSC daarbij van groot belang.

Implicaties voor financiële markten

Ondanks het feit dat de reële economie nog onder druk staat is de situatie op financiële markten in het afgelopen jaar duidelijk verbeterd. Hoewel er nog risico's aanwezig zijn, is sprake van een duidelijke afname van de volatiliteit op financiële markten. Investment banks geven aan dat de situatie op financiële markten inmiddels zodanig verbeterd is dat aandelenemissies door financiële instellingen weer mogelijk zijn tegen acceptabele voorwaarden. Binnen de financiële sector hebben onder meer Deutsche Bank, KBC en Delta Lloyd succesvol aandelen weten te plaatsen. Barclays bereidt momenteel een omvangrijke claimemissie voor. Indien de economische groei in de komende kwartalen aantrekt, is het waarschijnlijk dat de situatie op financiële markten verder verbetert.

Wanneer in de volgende hoofdstukken de verkoopmogelijkheden worden behandeld zal ook de optie van een beursintroductie worden overwogen. NLFi is van oordeel dat er geen fundamentele bezwaren bestaan voor het hebben van een beursnotering in relatie tot de mogelijk destabiliserende werking die daarvan uit zou kunnen gaan. Er wordt weleens gesteld dat zeer sterk dalende beurskoersen zouden kunnen worden gevolgd door een uitstroom van liquiditeiten in de vorm van spaargelden. In het ergste scenario ontstaat er een *run on the bank*. De daling van de koers van beursgenoteerde aandelen is echter gerelateerd aan bijvoorbeeld de groeiende perceptie dat er mogelijk problemen zijn met de kwaliteit van de activa van de bank. Het feit dat de beurskoers daalt kan in een dergelijk scenario ook worden gezien als een 'wenselijke waarschuwing' voor klanten. Daarnaast kan een dergelijk effect ook optreden indien de vennootschap niet beursgenoteerd is. Banken waarvan de aandelen niet op de beurs worden verhandeld financieren zich over het algemeen ook met beursgenoteerd vreemd vermogen dat dagelijks geprijsd wordt. En voor iedere bank van enige omvang bestaat er een geprijsde *credit default swap* waarmee partijen het tegenpartijrisico voor interacties met die bank kunnen afdekken. Ook de koersen van genoteerd vreemd vermogen en *credit default swaps* kunnen derhalve de signaalfunctie vervullen zoals aandelenkoersen dat kunnen. Er zitten ook voordelen aan het hebben van een beursnotering. De disciplinerende werking die uitgaat van verantwoording aan private investeerders kan positief zijn voor de vennootschap en ook voor andere stakeholders zoals klanten en werknemers. Een beursnotering biedt een extra en efficiënte vorm van toezicht op de vennootschap. Het hebben van een aandelennotering maakt het mogelijk om via een aandelenemissie te anticiperen op een wenselijke versterking van het eigen vermogen of het financieren van investeringen. Bij ABN AMRO zou een daling van het aandelenbelang van de Staat tot minder dan 50% een einde betekenen van de beperking voor acquisities die is opgelegd door de Europese Commissie in verband met de ontvangen staatssteun.

Conclusie:

De maatregelen die regering en toezichthouders hebben genomen in de afgelopen jaren hebben de stabiliteit van de financiële sector versterkt. De kapitaalbuffers van



banken zijn versterkt en risico's in de verzekeringssector worden beter gewaardeerd. De invoering van de Europese bankenunie heeft onder meer als doel om de risico's die gepaard gaan met de activiteiten van banken in de Economische en Monetaire Unie te verkleinen. De recente redding van Cyprus heeft nagenoeg geen invloed gehad op de stabiliteit.

Het ingrijpen van de ECB in 2012 heeft de stabiliteit bevorderd. Het afnemen van de bij de ECB gestalde liquiditeiten en de vervroegde terugbetaling door banken van LTRO faciliteiten zijn signalen dat het interbancaire verkeer toeneemt. De prijzen van *credit default swaps* van banken in de Eurozone zijn sterk gedaald waardoor banken goedkoper kapitaal en financiering kunnen aantrekken. De kans op een systeem-evenement is in de afgelopen twee jaar sterk gedaald, maar is nog niet nihil.

Op nationaal niveau kan de recente nationalisatie van SNS REAAL als bedrijfs-specifiek worden bestempeld. Het is nog niet duidelijk welke gevolgen de huidige recessie en hervormingen uiteindelijk hebben op de financiële sector in Nederland. De woningmarkt wordt gezien als één van de belangrijke risicofactoren. De kwaliteit van activa van financiële instellingen kan onder andere door de lastige situatie op de woningmarkt verder afnemen. Er is echter geen aanleiding om aan te nemen dat voor de stabiliteit van de sector en voor individuele instellingen op dit moment acuut gevaar bestaat.

Financiële instellingen zijn inmiddels weer in staat om een actief beroep op de kapitaalmarkt te doen tegen acceptabele voorwaarden. Indien er meer zicht is op economisch herstel is het waarschijnlijk dat gedurende de voorbereidingstijd - die voor ABN AMRO en a.s.r. op minimaal een jaar resp. zes maanden is ingeschat - en de tijd die nodig is voor de executie van een verkoop de situatie op financiële markten verder verbetert. Andere zorgen die resteren over de stabiliteit van de (Nederlandse) financiële sector vormen evenmin een belemmering om de voorbereidingen op een eventuele verkoop van zowel ABN AMRO als a.s.r. aan te vangen.



Printen

Full Screen

Index

Beschrijving verschillende vormen van verkoop

3





3 Beschrijving verschillende vormen van verkoop

Gezien de conclusie dat de zorgen die resteren over de stabiliteit van de (Nederlandse) financiële sector geen belemmering vormen om de voorbereidingen op een eventuele verkoop van zowel ABN AMRO als a.s.r. aan te vangen, is het van belang om te bepalen welke mogelijkheden voor verkoop bestaan en welke realistisch zijn. Naast een beursintroductie - in de brief "exitbeleid financiële deelnemingen" - betiteld als de meest logische exit route voor zowel ABN AMRO als a.s.r. - zijn er meer verkoopmogelijkheden waar aan gedacht kan worden. Het palet aan mogelijkheden is opgedeeld in drie categorieën. In de volgende twee hoofdstukken worden deze drie categorieën voor zowel ABN AMRO als a.s.r. behandeld.

3.1 Verkoop aan een strategische partij of een private investeerder

Voor beide vennootschappen is onderzocht of een verkoop van het geheel of in delen mogelijk is. Hierbij is gekeken naar partijen in binnen- en buitenland. Naast strategische partijen, ondernemingen in de financiële sector, is er gekeken naar mogelijke private investeerders. Ook een eventuele fusie met een strategische partij is hiervan een onderdeel.

3.2 Een beursintroductie

Een beursintroductie is een plaatsing van (een deel van) de aandelen op een effectenbeurs zodat deze vrij verhandelbaar (*free float*) zijn. Bij een eerste plaatsing op de effectenbeurs, een *initial public offering* (IPO), wordt doorgaans een relatief klein deel (10% tot 30%) van de aandelen op een beurs genoteerd. Bij een beursintroductie is normaliter sprake van een korting op de waarde om de eerste aandelenplaatsing tot een succes te maken. In de daaropvolgende periode worden door gebruik te maken van *block trades* (< 10%) en *marketed offerings* (> 10%) enkele aandelentranches via diezelfde beurs verkocht, mogelijk totdat alle aandelen van een vennootschap vrij verhandelbaar zijn op de beurs. De periode tussen een IPO en 100% *free float* neemt normaliter meerdere jaren in beslag, mede afhankelijk van de grootte van de onderneming. Enkele voorbeelden van privatiseringen in het verleden laten zien dat een verkoop door middel van een beursintroductie enkele jaren kan duren. In 1994 werd KPN naar de beurs gebracht door de Staat. Mede door grote verliezen in de periode 2000-2002 werd de laatste tranche aandelen, 8%, pas in 2006 verkocht. DSM werd in 1989 naar de beurs gebracht. Het laatste aandeel DSM werd in 1996 verkocht.



3.3 Verkoop aan klanten

De mogelijkheid van een verkoop aan de klanten van de vennootschappen is onderzocht. Er zijn meerdere voorbeelden te vinden in de Nederlandse financiële sector waarbij het (economisch) houderschap van een onderneming mede bij de klanten ligt. Zo zijn er enkele coöperaties in zowel de Nederlandse banken- als de verzekeringssector, waarvan Rabobank het meest bekend is.



Printen

Full Screen

Index

ABN AMRO

4





4 ABN AMRO

4.1 Stand van zaken

NLFI beheert 100% van de aandelen en heeft volledig stemrecht in ABN AMRO.³⁷ Het belang in ABN AMRO is het directe gevolg van de nationalisatie van de Nederlandse onderdelen van het voormalige Fortis S.A./N.V. op 3 oktober 2008.^{38/39}

ABN AMRO in zijn huidige vorm is het resultaat van de fusie van de gekochte bedrijfsonderdelen, ABN AMRO en Fortis Bank Nederland.⁴⁰ In 2009 is een overgangsteam, onder leiding van Gerrit Zalm, aangesteld om de integratie van de twee banken voor te bereiden. In 2010 is voldaan aan de eisen die door de Europese Commissie al in 2007 waren gesteld, namelijk het afstoten van een aantal onderdelen van de organisatie. De verkoop van een deel van de commercial banking activiteiten aan Deutsche Bank was één van de laatste grote hindernissen voordat ABN AMRO en Fortis Bank Nederland konden fuseren. Op 1 juli 2010 vond deze fusie plaats en ontstond het huidige ABN AMRO. In de periode tussen nationalisatie en fusie van ABN AMRO en Fortis Bank Nederland heeft de Staat additioneel kapitaal verstrekt aan ABN AMRO met een omvang van EUR 8,86 miljard (zie tabel 1 op pagina 2). Direct na de fusie in 2010 is gestart met de integratie. Deze zeer omvangrijke en complexe operatie is binnen budget en binnen het vooraf gestelde tijdschema afgerond met minimale overlast voor de klanten.

De raad van bestuur van ABN AMRO bestaat uit zeven leden en staat onder voorzitterschap van Gerrit Zalm. De leden hebben ruime ervaring in het bedrijfsleven en bankwezen. ABN AMRO beoogt een transparante bank te zijn met een transparante bestuursstructuur en hecht veel waarde aan een hoog niveau van corporate governance. ABN AMRO heeft de Nederlandse Corporate Governance Code en de Code banken geïmplementeerd en spant zich in om de principes te vertalen naar beleid en dit in de praktijk te brengen. Daarnaast is de medezeggenschap in het algemeen, en de rol van de centrale ondernemingsraad in het bijzonder, sterk

³⁷ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2011-2012, hoofddossier 31789, nr. 41.

³⁸ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2008-2009, hoofddossier 31371, nr. 12.

³⁹ Op 11 maart 2013 heeft een wijziging in de aandeelhoudersstructuur plaats gevonden - meer specifiek het aandeelhouderschap in ABN AMRO via ABN AMRO Preferred Investments - waardoor het belang van NLFI is toegenomen van 97,8% tot 100%. In maart 2013 heeft ABN AMRO Group N.V. de preferente aandelen die werden gehouden door ABN AMRO Preferred Investments B.V. (AAPI) ingekocht en ingetrokken. Daarmee is een vereenvoudiging van de aandeelhoudersstructuur van ABN AMRO Group N.V. bereikt. Sindsdien is NLFI de enig aandeelhouder van ABN AMRO Group N.V. Daarnaast zijn de aandelen van AAPI die werden gehouden door drie private beleggers ingekocht en ingetrokken. Daarmee werd NLFI ook de enig aandeelhouder van AAPI. Met ingang van 28 maart 2013 is NLFI ook de enig bestuurder van AAPI, waarvan de naam is gewijzigd in NLFI Financial Investments B.V.

⁴⁰ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2008-2009, hoofddossier 31789, nr. 1.



ontwikkeld. ABN AMRO heeft een goede score ontvangen van de AFM voor het centraal stellen van klantbelang en klachtenmanagement.

ABN AMRO⁴¹ heeft een focus op Nederlandse particulieren en (klein)zakelijke klanten. In Nederland behoort de bank tot de drie grootste banken met een breed palet aan producten en diensten. Internationaal is ABN AMRO voornamelijk actief op een aantal terreinen waar het onmiskenbare deskundigheid heeft. Enkele voorbeelden zijn Energy, Commodities & Transportation (ECT), Clearing activiteiten en Private banking. De strategie wordt door ABN AMRO als volgt samengevat:

- Versterking van de 'klant centraal' instelling, de duurzame bedrijfsvoering, het inzetten van expertise voor de maatschappij en duurzaam en verantwoord financieren en adviseren;
- Investeren in de toekomst: circa EUR 700 miljoen voor informatietechnologische systemen en processen in de periode tot en met 2017;
- Behoud van gematigd risicoprofiel en een CET1 ratio doelstelling van 11,5% - 12,5% in 2017;
- Selectieve internationale groei. De in het buitenland gegenereerde opbrengst neemt van 18% in 2012 toe tot 20% - 25% in 2017 van de jaarlijkse omzet;
- Verbeteren operationele efficiëntie. De verhouding tussen kosten en inkomsten (C/I-ratio) zal in de periode tot 2017 dalen tot 56% - 60%.
- Een rendementsdoelstelling van 9% - 12% op het eigen vermogen in 2017.

De drie gedefinieerde verkoopcategorieën zijn voor ABN AMRO hierna nader beschreven en er is beoordeeld of deze vorm van verkoop voldoet aan de voorwaarden die in de inleiding zijn beschreven.

4.2 Verkoop aan een strategische partij of een private investeerder

Bij een verkoop aan een strategische partij kan gedacht worden aan banken in het binnen- en buitenland. Met een binnenlandse overname of fusie kan theoretisch de meeste waarde worden behaald. Dat heeft te maken met de hoogte van de mogelijk te behalen synergiën wanneer twee Nederlandse banken samengaan. Alhoewel er in de jaren voor de overname van ABN AMRO door het consortium in 2007 gesprekken hebben plaats gevonden tussen ABN AMRO en ING lijkt een samengaan van Nederlandse banken op dit moment geen reële mogelijkheid. Ook wanneer er interesse zou bestaan van Nederlandse banken voor een binnenlandse consolidatie kan men zich afvragen of dit kan voldoen aan de voorwaarden die mededingingsautoriteiten stellen aan consolidatie en de maatschappelijk gedragen wens voor het behoud van voldoende concurrerend vermogen in de sector.

⁴¹ Alle opgenomen data zijn gebaseerd op inschattingen van NLFI dan wel investment banks, waarbij er gebruik wordt gemaakt van publieke cijfers en andere, eerder door ABN AMRO openbaar gemaakte gegevens.

Een aantal van de meest kapitaalkrachtige banken in Europa zou op termijn interesse kunnen hebben in een overname van ABN AMRO. De voordelen die voor deze partijen gepaard kunnen gaan met een overname van ABN AMRO zijn onder meer:

- expansie en diversifiëring naar een additionele thuismarkt als leidende nationale speler;
- vergroten van de activiteiten in een triple-A⁴² land;
- de kans op het realiseren van substantiële synergievoordelen.

Het aantal overnames in de financiële sector in de Eurozone is in het voorgaande jaar toegenomen. Echter, het betreft overnames tot een maximum van enkele miljarden euro's. Voor grootschalige overnames en fusies is tot op heden geen interesse gebleken in de Eurozone. Een overname van ABN AMRO valt in deze laatste categorie.

Het achterwege blijven van grote overnames, ondanks het feit dat er mogelijk interessante activa op de markt zijn, wordt veroorzaakt door een aantal ontwikkelingen:

- de interne focus van banken op het herstructureren en opschonen van balansen, veelal ingegeven door hogere kapitaaleisen;
- de hoge kosten die zijn verbonden aan het ophalen van eigen vermogen om een overnamebedrag te kunnen financieren;
- de scepsis van investeerders aangaande transformerende en grensoverschrijdende overnames en fusies in een relatief onzekere macro-economische situatie;
- de mogelijke terughoudendheid van toezichthouders om een dergelijke overname of fusie goed te keuren;
- de beperktere groeimogelijkheden in de Nederlandse markt in vergelijking met andere internationale investeringsmogelijkheden.

Het was geen onderdeel van het proces om, in het kader van dit advies, proactief partijen te benaderen voor interesse in een overname van ABN AMRO. Wel is er voorzichtig gepolst of er interesse zou bestaan. Hieruit hebben zich voorlopig geen opties ontwikkeld. Dit leidt tot de inschatting dat er zeer geringe tot geen belangstelling is van potentiële kopers, zowel strategische kopers als private investeerders, voor ABN AMRO als geheel. Mocht er belangstelling bestaan van strategische kopers dan zal de overnamesom waarschijnlijk voor een (groot) deel in aandelen van de koper worden voldaan. Een nadeel van een overname door een (groep) private investeerder(s) is dat in een scenario van nood het mogelijk lastiger zal blijken te zijn om additioneel kapitaal op te halen. Wanneer deze (groep) private investeerder(s) geen kapitaal kan of wil verschaffen, kan dit een beperking zijn van de stabiliteit van de vennootschap.

Het is goed mogelijk dat er geïnteresseerden zijn voor enkele onderdelen van ABN AMRO. Echter, een verkoop in delen lijkt op dit moment geen wenselijke route

⁴² Op 6 februari 2013 plaatste kredietbeoordelaar Fitch de Nederlandse Staat op een triple-A met *negative outlook*.



gegeven de complexiteit die daarmee gepaard gaat. Het kan namelijk leiden tot een lange en complexe periode waarin bedrijfsonderdelen splitsen. De opsplitsing door de consortiumleden na de overname van het voormalige ABN AMRO in 2007 leidde tot een complex traject dat nog altijd voortduurt. Bij een verkoop van een onderdeel van ABN AMRO bestaat er daarnaast het risico dat de Staat langer aandeelhouder blijft in minder interessante delen. Ook kan een verkoop van onderdelen andere verkoopmogelijkheden, zoals een beursintroductie, compliceren en vertragen.

Conclusie:

NLFI stelt vast dat er tot op heden weinig tot geen realistische interesse bestaat van strategische partijen uit binnen- en buitenland en private investeerders om ABN AMRO over te nemen of met ABN AMRO te fuseren. Grootschalige fusies en overnames in de Europese Unie blijven de afgelopen jaren achterwege. Een verkoop aan een strategische partij of een private investeerder is op dit moment dan ook geen reële optie. Het staat geïnteresseerden uiteraard vrij om zich te melden. Dit scenario wordt niet op voorhand uitgesloten.

4.3 Een beursintroductie

4.3.1 *is ABN AMRO gereed voor een beursintroductie?*⁴³

ABN AMRO is in staat om een interessante propositie voor een beursintroductie te kunnen presenteren. Daarbij is het van belang dat ABN AMRO bij een voorziene kapitaalratio van circa 12% CET1 aan de bovenkant van de rendementsdoelstelling presteert. Belangrijk is dat investeerders er vertrouwen in hebben dat deze doelstelling binnen afzienbare tijd bereikt wordt en kan worden gehandhaafd. Bij de beoordeling van de investeringspropositie is het rendement op divisieniveau zeer belangrijk. Hier ligt voor ABN AMRO nog een grote uitdaging.

ABN AMRO heeft in de afgelopen drie jaar, ondanks de economische omstandigheden, voldaan aan de financiële doelstellingen die zij voor zichzelf had gesteld. Het resultaat in het jaar 2013 zal naar verwachting onder druk staan door de matige macro-economische omstandigheden. De resultaatontwikkeling van de divisies MKB, grootzakelijk en private banking vormt de grootste uitdaging van ABN AMRO bij het opstellen voor een propositie voor investeerders tijdens een beursintroductie. De kosten van eigen vermogen moeten in de financiële vooruitzichten worden goedgemaakt door de resultaten van deze divisies. Dat is nu nog niet het geval. De bank heeft aangekondigd, uit risico-overwegingen, op onderdelen⁴⁴ in de divisie Retail groei te beperken. Dit houdt in dat de best renderende divisie in verhouding een kleiner deel van het netto resultaat voor haar rekening zal nemen. Een toename van het resultaat zal uit een verbetering van het rendement en groei van de divisies moet komen die op dit moment niet de kosten van eigen vermogen goedmaken.

⁴³ NLFI heeft in de afgelopen maanden intensief gesproken met meer dan tien verschillende *investment banks* om de gereedheid van ABN AMRO te toetsen en om daarnaast de interesse van investeerders en mogelijke opbrengst te testen.

⁴⁴ ABN AMRO heeft aangegeven de hypotheekportefeuille te willen stabiliseren.



ABN AMRO heeft in de afgelopen jaren de doelstellingen betreffende efficiency-verbeteringen waargemaakt. Dit is positief voor het financiële *track record* van de vennootschap en haar bestuurders. De doelstelling van een kosten/inkomsten-ratio van 60% - 65% is bereikt. De recent gepubliceerde, aangescherpte, doelstelling van 56% - 60% in 2017 wordt door *investment banks* aan de onderkant van het bereik beoordeeld als voldoende ambitieus.

ABN AMRO is binnen het huidige kapitaaltoezichtkader voldoende gekapitaliseerd en bereidt zich voor op de invoering van het nieuwe kader, Basel III. De CET1 ratio wordt momenteel als voldoende bestempeld door *investment banks* en ook de doelstelling voor de komende jaren ontvangt een positieve beoordeling. De CET1 ratio moet voldoende toenemen in de komende jaren zonder dat dit ten koste gaat van het rendement op het eigen vermogen van huidige en toekomstige aandeelhouders. De Commissie Structuur Nederlandse Banken doet de aanbeveling dat Nederlandse banken versneld moeten voldoen aan de Basel III eisen en een beperking van de *leverage ratio* van banken door de invoering van een minimum *leverage ratio* van meer dan 3% van het balanstotaal. ABN AMRO heeft momenteel een leverage ratio van iets meer dan 3%⁴⁵.

ABN AMRO heeft ook haar financieringspositie in de afgelopen jaren verbeterd en heeft geen gebruik hoeven te maken van de LTRO faciliteit van de ECB. De *ratings* die kredietbeoordelaars over ABN AMRO afgeven zijn niet sterk gerelateerd aan het aandeelhouderschap van de Staat, maar wel afhankelijk van de systeemrelevantie van de bankinstelling. Een (aanvang van) verkoop door de Staat zal dan ook naar verwachting geringe invloed hebben op de beoordeling van de kredietwaardigheid.

De AFM benadrukt dat ABN AMRO ook bij een beursintroductie voldoende aandacht moet blijven besteden aan het centraal stellen van klantbelang; voorkomen zou moeten worden dat dit in het gedrang komt bij het vergroten van de winstgevendheid in het licht van een eventuele beursgang. NLFi tekent hierbij aan dat een consistente nadruk op het centraal stellen van het klantbelang door ABN AMRO de kosten van het eigen vermogen zou kunnen drukken. Het centraal stellen van het klantbelang vermindert immers de risico's die gepaard gaan met financiële dienstverlening. Daarmee ligt een focus op het verbeteren van de winstgevendheid in het verlengde van het centraal stellen van het klantbelang in plaats van dat er sprake is van een scherpe tegenstelling. Voor zover er sprake is van een afweging tussen het behalen van financiële doelstellingen en het centraal stellen van het klantbelang worden de raad van bestuur en de raad van commissarissen van ABN AMRO in staat geacht hierin een juiste balans te vinden.

ABN AMRO voldoet aan de corporate governance vereisten die gesteld worden aan beursgenoteerde vennootschappen en de vennootschap wordt in staat geacht aan de vereisten van een beursgenoteerde omgeving te kunnen voldoen. *Investment banks* beoordelen de behaalde resultaten van de leden van de raad van bestuur en de raad

⁴⁵ Gebaseerd op Basel II regulatory capital.



van commissarissen positief. De recent benoemde CFO heeft al eerder ervaring opgedaan met het voorbereiden van een beursintrodactie van een financiële instelling.

Conclusie:

ABN AMRO heeft bewezen haar financiële en operationele doelstellingen te kunnen waarmaken. De recent gepresenteerde aanscherping van de financiële doelstellingen is voldoende ambitieus en geloofwaardig in de ogen van investeerders. De tijd die benodigd is voor een voorbereiding naar een beursgang moet worden benut om ABN AMRO op alle onderdelen volledig klaar te maken voor een beursgang. Daarbij is de uitdaging dat ook in de divisies MKB, grootzakelijk en private banking de rendementsdoelstelling wordt gehaald.

4.3.2 *zijn investeerders geïnteresseerd in een beursintrodactie van ABN AMRO?*

Door het ingrijpen van de ECB in augustus 2012 en de verwachting dat de bodem van de recessie in de Eurozone in zicht is, is de volatiliteit van aandelenkoersen het afgelopen jaar sterk afgenomen. Het afnemen van de volatiliteit en de aanhoudende lage rente op obligaties leidt tot de terugkeer van investeerders in aandelenmarkten. Dit is één van de redenen waardoor aandelenmarkten in het afgelopen jaar goed presteerden. De afnemende volatiliteit heeft ook een sterke invloed op de mate waarin bedrijven gebruik (kunnen) maken van aandelenmarkten voor een plaatsing van bestaande en nieuwe aandelen. Een IPO vereist een lange voorbereidingstijd van enkele maanden tot een jaar en vereist een periode van lage volatiliteit. Het afbreken van het verkoopproces nadat gestart is met de uitvoeringsfase kan invloed hebben op de uiteindelijke verkoopopbrengst wanneer de vennootschap later alsnog wordt verkocht. Verkopers die een beursintrodactie overwegen wachten over het algemeen totdat de volatiliteit voor een langere periode op een laag niveau is gestabiliseerd. Een dergelijke periode lijkt te zijn aangebroken.

De hoeveelheid kapitaal die is aangetrokken door uitgifte of plaatsing van aandelen is in 2012 toegenomen. In het voorjaar van 2013 is het aantal beursintroducties verder gestegen en naar verwachting zal deze stijging in de rest van het jaar doorzetten. Het voor langere tijd open zijn van aandelenmarkten duidt op de terugkeer van investeerders naar aandelen. Investment banks geven aan dat de investeringen van institutionele beleggers in aandelen sterk zijn toegenomen in de afgelopen 12 maanden. Binnen de financiële sector hebben onder meer Deutsche Bank en KBC succesvol nieuwe aandelen uitgegeven. Barclays bereidt momenteel een claimemissie voor.

Aangezien aandelen ABN AMRO niet vrij verhandelbaar zijn kan niet exact worden nagegaan hoe sterk de interesse van investeerders in het aandeel ABN AMRO zal zijn. De verwachting is dat de interesse van investeerders in ABN AMRO in lijn is met de interesse in vergelijkbare banken. Daarbij moet de kanttekening worden geplaatst dat perfect vergelijkingsmateriaal niet bestaat. ING Bank is de enige Nederlandse beursgenoteerde bank van enigszins vergelijkbare grootte. Echter, ING is meer dan ABN AMRO actief in het buitenland en de beurswaarde reflecteert nu ook grote verzekeringsentiteiten en de onzekere ontwikkelingen inzake de herstructurering van



de vennootschap. Na de afsplitsing van de verzekeringsentiteiten resteert een voor ABN AMRO meer vergelijkbare bank. Het moment van deze splitsing is van belang bij de timing van een eventuele beursintroductie van ABN AMRO. Ook in het buitenland kunnen banken worden geïdentificeerd die een met ABN AMRO vergelijkbaar business model hebben. Voorbeelden zijn bijvoorbeeld te vinden in Scandinavië zoals Nordea, DnB NOR en Danske Bank. Het grote verschil tussen deze peers en ABN AMRO is dat ze opereren in een andere geografische omgeving met andere karakteristieken en economische en fiscale ontwikkelingen.

Op aandelenmarkten worden solide banken met een sterke kapitaalsbasis en een hoge payout ratio, vanwege het lage risicoprofiel van de investering, over het algemeen relatief hoog gewaardeerd. Dit heeft geleid tot aanpassingen in de strategie van andere banken. Zo heeft Barclays naar aanleiding van een kapitaalverhoging onlangs haar doelstelling voor haar dividend payout ratio verhoogd van 30% naar 40-50% in 2015, kennelijk met instemming van de toezichthouder.⁴⁶

Het is van belang dat investeerders voldoende vertrouwen hebben in de verwachting dat in de toekomst een hoger dividend wordt uitgekeerd. Voor ABN AMRO is het dan ook essentieel dat zij zich bij een beursintroductie geloofwaardig kan committeren aan een relatief hoge en bestendige dividend payout ratio in de toekomst. Teneinde dit mogelijk te maken zal de bank voldoende gekapitaliseerd moeten zijn. DNB zal ABN AMRO nog in 2013 als één van de vier Nederlandse systeembanken informeren over de SIFI⁴⁷ buffer die voor de bank wordt vastgesteld. Wanneer er nog een periode van opbouw van kapitaalratio's plaats heeft, dient het groeipad naar een hoge en bestendige dividend payout ratio duidelijk te worden gecommuniceerd naar investeerders.

Aandelen met een hoog en bestendig dividendrendement (rendementsaandelen) zijn interessant voor langetermijninvesteerders zoals institutionele (fonds)beleggers. Daarmee wordt ook een type investeerder aangetrokken die stuurt op de lange termijn en interesse heeft voor de langetermijnverwachtingen en langetermijninvesteringen van de bank. ABN AMRO zal bij de presentatie van strategische doelstellingen en investeringen de lange termijn voor ogen moeten hebben.

Sinds 2010 is ABN AMRO regelmatig in gesprek met obligatie- en kapitaalbeleggers. ABN AMRO wordt positief ontvangen door het merendeel van de beleggers. Beleggers hebben een voorkeur voor banken die voornamelijk hun geld verdienen met traditionele bankactiviteiten, kredietverschaffing en sparen. ABN AMRO wordt gezien als een bank met een goede kapitaalpositie en een laag risicoprofiel. De beoordeling van Nederland als een stabiele factor in Europa en de beperkte *investment banking* activiteiten van de bank dragen bij aan de positieve beoordeling van investeerders. Het lijkt aannemelijk dat voldoende investeerders geïnteresseerd

⁴⁶ Persbericht Barclays, 30 juli 2013, Beschikbaar via: <http://group.barclays.com/about-barclays/investor-relations/results-announcements>.

⁴⁷ SIFI buffer: de *common equity tier 1* buffer, tussen 1% en 3%, die Systemically Important Financial Institutions additioneel moeten aanhouden.