



NL financial investments

Advies verkoopmogelijkheden  
ABN AMRO en a.s.r.

*23 augustus 2013*



# Inhoud

	<b>Samenvatting &amp; conclusies</b>	<b>6</b>
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.	<b>ABN AMRO</b>	<b>32</b>
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.	<b>ASR Nederland</b>	<b>46</b>
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
	<b>Bijlagen</b>	<b>70</b>

# 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 Staat<sup>1</sup>, 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

---

<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup> 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 onverenigbaar is dat een groot deel van de markt in handen van de Staat is.

De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel concludeerde<sup>4</sup> 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.

---

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

<sup>3</sup> 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>)

<sup>4</sup> 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. NLFİ 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 NLFİ 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) verkoop<sup>5</sup> maakt een einde aan een deel van de maatregelen die zijn verbonden aan staatssteun en staatseigendom.<sup>6</sup>

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

---

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

<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> 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 verminderd<sup>8</sup> 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 NLF1 dat zowel een samengaan met een in Nederland actieve verzekeraar als een beursintroductie mogelijk zijn. NLF1 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.

---

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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 miljard<sup>9</sup> 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.

---

<sup>9</sup> 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 beursintroductie 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.<sup>10</sup> 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 meerderheid<sup>11</sup> die ook in de wet als een toegestane meerderheid voorkomt<sup>12</sup>, 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.

---

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> Bijvoorbeeld ING Group N.V., AKZO Nobel N.V. en Koninklijke Philips N.V.

<sup>12</sup> 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 beursintroductie 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 beschouwd<sup>13</sup> 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 beursintroductie 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.<sup>14</sup> Het moment van beursintroductie 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.

---

<sup>13</sup> Een zogenaamde call-optie stichting.

<sup>14</sup> 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.

# 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)<sup>15</sup>. 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 brief<sup>16</sup> 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.<sup>17</sup> 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 Staat<sup>18</sup>, 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.<sup>19</sup> Daarnaast heeft NLFI uitvoerig gesproken met diverse andere partijen.

---

<sup>15</sup> Artikel 3, tweede lid, onderdeel b, sub 1<sup>o</sup> van de Wet NLFI.

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

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

<sup>18</sup> 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.

<sup>19</sup> 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.<sup>20</sup> 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 miljard<sup>21</sup> aan a.s.r.<sup>22</sup> 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.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> 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.

<sup>21</sup> 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.

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

<sup>23</sup> 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
<b>Totaal uitgaven</b>		<b>€ 21.663 mln</b>	<b>€ 3.650 mln</b>	<b>€ 2.642 mln</b>	<b>€ 27.955 mln</b>

Tabel 1: Overzicht kapitaaluitgaven van de Nederlandse Staat.

De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel concludeerde<sup>24</sup> 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.<sup>25</sup> 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;

<sup>24</sup> Bevinding van de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel, 11 april 2012.

<sup>25</sup> 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.<sup>26</sup> 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);

---

<sup>26</sup> 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.

# 2

## Stabiliteit van de financiële sector



## 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.<sup>27</sup> 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.<sup>28</sup> 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-buffer<sup>29</sup> die voor de individuele banken wordt vastgesteld. Daarnaast volgt uit

---

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

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

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

de wetgevingsbrief financiële markten<sup>30</sup> 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 rapportage<sup>31</sup> 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 benadrukt<sup>32</sup> 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

---

<sup>30</sup> 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.  
<sup>31</sup> Verslag naar aanleiding van de tweede vergadering van het Financieel Stabiliteitscomité, 30 mei 2013.  
<sup>32</sup> 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.<sup>33</sup> 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's<sup>34</sup> 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.

---

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

<sup>34</sup> 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 dashboard<sup>35</sup> 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 EBA<sup>36</sup> 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

---

<sup>35</sup> ERSB Risk Dashboard, issues 3, 21 maart 2013

<sup>36</sup> 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.

# 3

## Beschrijving verschillende vormen van verkoop



## 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.

4

ABN AMRO



## 4 ABN AMRO

### 4.1 Stand van zaken

NLFI beheert 100% van de aandelen en heeft volledig stemrecht in ABN AMRO.<sup>37</sup> 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.<sup>38/39</sup>

ABN AMRO in zijn huidige vorm is het resultaat van de fusie van de gekochte bedrijfsonderdelen, ABN AMRO en Fortis Bank Nederland.<sup>40</sup> 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 tijdpad 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

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

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

<sup>39</sup> 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.

<sup>40</sup> 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 AMRO<sup>41</sup> 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.

---

<sup>41</sup> 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-A<sup>42</sup> 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

---

<sup>42</sup> 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?*<sup>43</sup>

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 onderdelen<sup>44</sup> 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.

---

<sup>43</sup> 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.

<sup>44</sup> 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%<sup>45</sup>.

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

---

<sup>45</sup> 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.<sup>46</sup>

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 SIFI<sup>47</sup> 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

---

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

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

zullen zijn in een eerste aandelenuitgifte. Gegeven de omvang van de aandelenemissie bij beursintroductie is de verwachting dat een aanmerkelijk deel daarvan zoals gebruikelijk bij internationale fondsen wordt geplaatst.

Bij de uitvoering van een beursintroductie zal aandacht moeten bestaan voor de *IPO-pipeline*. Hiermee doelt NLFi erop dat er in een aantal Europese landen gewerkt wordt aan voorbereidingen tot verkoop van banken die in de afgelopen jaren zijn genationaliseerd. Wanneer meerdere banken in dezelfde periode naar de beurs worden gebracht ontstaat er mogelijk concurrentie voor het kapitaal van de investeerders waardoor een drukkend effect op de verkoopopbrengst kan optreden.<sup>48</sup> In Nederland is specifiek de splitsing van de bank- en verzekeringsentiteiten van ING Group actueel. De splitsing, mogelijk al in 2014, zal tot gevolg hebben dat er een beter vergelijkbare beursgenoteerde bankvennootschap ontstaat voor ABN AMRO.

Ten slotte moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid dat aandelenmarkten zich kunnen 'sluiten', vanwege toenemende volatiliteit of anderszins. De interesse van investeerders kan ook worden beperkt door de ontwikkeling op de woningmarkt en toenemende faillissementen in vooral het midden- en kleinbedrijf. ABN AMRO zal deze elementen moeten adresseren in de voorbereidingen op een mogelijke beursintroductie. Voor een succesvolle beursintroductie is het van belang dat de volatiliteit op de aandelenmarkten geruime tijd laag blijft. Dit neemt echter niet weg dat ABN AMRO nu al met de voorbereiding voor een beursintroductie kan beginnen zodat de onderneming klaar is indien aandelenmarkten hebben bewezen geruime tijd beursintroducties te kunnen absorberen.

#### *Conclusie:*

Het aandeel ABN AMRO voldoet aan veel van de wensen die investeerders op dit moment hebben met betrekking tot beursintroducties. *Investment banks* geven aan dat investeerders geïnteresseerd zijn in een bank zoals ABN AMRO: een kapitaalkrachtige bank die opereert vanuit een stabiele basis met relatief weinig risico en enige interessante groeiambities. Daarbij dient ABN AMRO een voldoende ambitieus en geloofwaardig antwoord te formuleren op de uitdaging om op divisieniveau de kosten van het eigen vermogen goed te maken. Rekening houdend met onder meer de economische omstandigheden en de tijd die nodig is voor het behalen van de doelstellingen van ABN AMRO is een voorbereidingstijd voor een beursintroductie van twaalf maanden gewenst. Daarnaast zal het afronden van een beursintroductie naar verwachting vier tot zes maanden in beslag nemen.

#### *4.3.3 resulteert een beursintroductie van ABN AMRO in de gewenste opbrengst?*

Het streven van de Staat is om de uitgaven, vermeerderd met de kapitaalkosten, in ABN AMRO terug te verdienen. Exclusief kapitaalkosten en ontvangen inkomsten tijdens de beheerfase bedragen deze uitgaven per saldo € 21,66 miljard, zie de inleiding.

---

<sup>48</sup> NLFi heeft contact met zusterorganisaties in het buitenland om dergelijke effecten te beperken.

Om ABN AMRO te kunnen waarderen kijken investeerders onder andere naar de ontwikkeling van de beurskoersen van (vergelijkbare) banken in de Eurozone en naar de meer specifieke situatie waarin ABN AMRO zich bevindt zoals de macro-economische omstandigheden die van invloed zijn op Nederland en op ABN AMRO.

Verschillende investment banks hebben in de afgelopen maanden, zonder daarvoor van NLFİ expliciet een verzoek te hebben ontvangen, ABN AMRO getracht te waarderen op basis van publieke informatie vanuit het perspectief van een investeerder. Dat leidt tot een waarderingsrange rond de boekwaarde op basis van regressieanalyses met waarderings van de meest vergelijkbare banken. Hieruit volgt dat de waardering van ABN AMRO enigszins hoger is dan het gemiddelde van alle Europese banken. De verhouding tussen marktwaardering en boekwaarde van het eigen vermogen (price-to-book-ratio) is een veelgebruikte maatstaf om relatieve waardering van bedrijven te vergelijken.

NLFİ verwacht dat de waardering van ABN AMRO kan toegroeien naar rondom eenmaal het *Common Equity Tier 1* kapitaal (kernkapitaal), zoals dit vastgesteld wordt door de toezichthouder. Het Common Equity Tier 1 kapitaal van ABN AMRO bedroeg op 30 juni 2013 EUR 15,4 miljard. Dit is significant hoger dan de indicaties van de waarde die NLFİ ontving in september 2011, de periode direct nadat NLFİ operationeel werd. Om een waardering rond deze waarde te kunnen realiseren is het van belang dat er zicht is op herstel van de economie. Daarnaast is het van belang dat ABN AMRO voldoende geloofwaardig antwoord heeft op de uitdagingen die reeds zijn benoemd. De waarderings die zijn uitgevoerd zijn momentopnamen en zijn onder meer onderhevig aan veranderingen die kunnen optreden in het sentiment van investeerders en de waardering van banken in het algemeen. Ook de evolutie van wet- en regelgeving kan leiden tot veranderingen in de waardering van banken, zoals bijvoorbeeld de negatieve invloed van de invoering van de bankbelasting op het resultaat en de opbouw van het eigen vermogen.<sup>49</sup>

Een beursintroductie zal waarschijnlijk leiden tot een lagere opbrengst dan de kapitaaluitgaven. Een volledige verkoop van ABN AMRO zal echter meerdere jaren in beslag nemen. Vervolgverkopen kunnen mogelijk tegen een hogere waardering worden uitgevoerd. Dit kan het geval zijn wanneer ABN AMRO haar financiële ambities waarmaakt en de Nederlandse en Europese economie uit de recessie ontwaken. Vanwege de directe beoordeling van investeerders is het waarmaken van de ambities van grotere waarde wanneer dit plaats heeft in een beursgenoteerde omgeving dan in de situatie waarin de Staat alle aandelen houdt. Het is niet uitgesloten dat de opbrengsten op de langere termijn de initiële kapitaaluitgaven benaderen.

#### *Conclusie:*

ABN AMRO wordt op dit moment lager gewaardeerd dan de initiële kapitaaluitgaven van de Staat. Bij een beursintroductie zal er in vergelijking met deze uitgaven

---

<sup>49</sup> Conclusie inzake invoering bankbelasting van de Commissie Structuur Nederlandse Banken, 28 juni 2013.



mogelijk in eerste instantie een verlies worden geleden op de investering. Echter, het is mogelijk dat de vervolgverkoop tegen een premie plaatsvinden op de huidige waardering. Daarvoor is van belang dat ABN AMRO haar doelstellingen behaalt en dat de economie in een herstelfase is aangekomen. Het is niet uitgesloten dat de opbrengsten op de langere termijn de initiële kapitaaluitgaven benaderen.

#### 4.4 Verkoop aan de klanten van ABN AMRO

Een coöperatieve structuur kan leiden tot een versterking van de betrokkenheid van klanten bij een bank, mits de bedrijfscultuur van de bank daarop ingericht is. In Nederland bestaat in het bankenlandschap een voorbeeld voor dit scenario, namelijk Rabobank. Rabobank heeft een coöperatieve structuur waarbij klanten de mogelijkheid hebben om ledencertificaten aan te schaffen waarmee zij mede het beleid van de bank kunnen beïnvloeden. Op kleinere schaal is dit ook het geval bij Triodos bank en meer recent bij KNAB<sup>50</sup>.

In het geval van ABN AMRO kleven er echter belangrijke nadelen aan het omvormen van de bank tot een coöperatie. In de eerste plaats brengt uitgifte van certificaten aan klanten mee dat de optie van uitgifte van aandelen ter versterking van het eigen vermogen in noodsituaties vrijwel onmogelijk wordt. In dit scenario is het zeer onwaarschijnlijk dat een uitgifte van nieuwe ledencertificaten succesvol zal zijn.

Ten tweede is het zeer de vraag of de klanten van ABN AMRO geïnteresseerd zijn om exclusief te investeren in hun bank om het recht te verkrijgen het beleid van de bank te beïnvloeden, anders dan via gewone aan de beurs genoteerde aandelen. De klanten van ABN AMRO zijn per saldo waarschijnlijk minder gericht op het coöperatieve gedachtengoed dan de klanten van bijvoorbeeld de Rabobank. Zij hebben bewust de keuze gemaakt om klant te worden van ABN AMRO en niet van een coöperatieve bank. Bij de Rabobank is het coöperatief denken ingebed in de structuur en opbouw van de onderneming. Zo zijn er bij de Rabobank meerdere gremia waarin de leden kunnen meediscussiëren over het beleid van de bank. De Rabobank richt zich op gemeenschappen en regionale gebieden, waarbij de lokale banken eigenlijk de aandeelhouder zijn van de onderneming. De structuur van ABN AMRO is meer centraal ingericht en de bank heeft een andere focus.

Ten derde is het in de coöperatieve optie aannemelijk dat de opbrengst aanmerkelijk lager zal zijn dan de initiële investering. Dit vloeit voort uit het lange verwachte tijdspad van een plaatsing van certificaten die voortvloeit uit een gering absorptievermogen voor ledencertificaten. Het uitgeven van ledencertificaten door de Rabobank heeft geruime tijd geduurd.<sup>51</sup> Vanwege het lange tijdspad van een verkoop bij een introductie van een coöperatieve vorm zal de *present value* (netto contante

---

<sup>50</sup> Onderdeel van Aegon N.V.

<sup>51</sup> Het aandeel van ledencertificaten in het kapitaal van Rabobank Groep bedroeg per 31 december 2012 EUR 6,67 miljard. ABN AMRO zou een veelvoud van dit bedrag nodig hebben teneinde een acceptabele opbrengst voor de Staat te realiseren.

waarde) van toekomstige kasstromen lager zijn dan de *present value* bij een andere vorm van verkoop. Hoewel het aandelenbelang op korte termijn kan worden overgedragen aan een stichting die de aandelen beheert namens de stakeholders van ABN AMRO in dit scenario, zal het financiële belang van de Staat zeer lang aanzienlijk zijn. Het risico dat gepaard gaat met het resterende belang van de Staat blijft in dit scenario waarschijnlijk tientallen jaren aanwezig.

In de vierde plaats brengt het verkopen van ledencertificaten aan klanten als bijkomend risico mee dat klanten direct financieel effect ondervinden van het handelen van hun bank. Als de verwachtingen die worden geschapen bij aankoop van ledencertificaten niet worden gehaald, kan dit ertoe leiden dat deze klanten teleurgesteld zijn en de bank met hun gehele vermogen verlaten. Dit is een ongewenst effect. Daarnaast moet de gedachte worden vermeden dat een ledencertificaat of anderszins participatie in het risicodragende vermogen van banken zonder risico's is. Bij zowel het faillissement van DSB Bank NV als de interventie van SNS REAAL N.V. was er (achteraf) sprake van discussie over risicodragend vermogen van klanten.

Ten slotte is het omvormen van de vennootschap in een coöperatieve vorm operationeel en juridisch zeer complex. Op voorhand is bijvoorbeeld niet met zekerheid vast te stellen of ledencertificaten kwalificeren als Basel III *Common Equity Tier 1* (CET1) kapitaal voor nieuw op te richten coöperatieve structuren.

#### *Conclusie:*

Het omvormen van een bank van de omvang van ABN AMRO in een coöperatie is juridisch en operationeel zeer complex. De structuur en de opbouw van de vennootschap is anders dan die van een coöperatieve bank. Een coöperatieve structuur zou de mogelijkheden voor ABN AMRO tot het versterken van kapitaal in noodsituaties sterk belemmeren. De verwachte opbrengst bij deze vorm van verkoop is laag en er bestaat discussie over het risico-absorberend vermogen van kapitaal verkregen van klanten. Vanwege deze redenen is een verkoop aan klanten en het omvormen tot een coöperatieve structuur niet wenselijk.

## 4.5 Deelconclusie 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, reduceert de mogelijkheden tot het versterken van het kapitaal in noodsituaties en leidt tot een lage verwachte opbrengst voor de Staat. NLF I 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 NLF I van oordeel dat er nog minimaal een periode van een jaar gewacht zou moeten worden met de daadwerkelijke beursintro-

ductie. ABN AMRO kan zich in deze periode voorbereiden op een beursintroductie. Door de Europese Commissie zijn aan ABN AMRO, vanwege ontvangen staatssteun, beperkingen opgelegd. Een (aanvang van) verkoop<sup>52</sup> maakt een einde aan een deel van de maatregelen die zijn verbonden aan staatssteun en staatseigendom.<sup>53</sup>

Om de opbrengst van een beursintroductie 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 loonmatiging als middel te gebruiken om de efficiëntie te verbeteren.<sup>54</sup> 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 toegroeien naar een waardering om en nabij het Common Equity Tier 1 kapitaal. Aan het einde van het tweede kwartaal van 2013 bedroeg het Common Equity Tier 1 kapitaal EUR 15,4 miljard. Deze waarderingsindicatie betreft een momentopname.

Door een aanvang te maken met verkoop kan de staatsschuld worden verminderd<sup>55</sup> 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 zou kunnen benaderen.

---

<sup>52</sup> Met (aanvang van) verkoop wordt bedoeld op start van privatisering onafhankelijk van de vorm waarin dit plaats heeft.

<sup>53</sup> 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'.

<sup>54</sup> 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.

<sup>55</sup> 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.

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 kan dit de koers van het aandeel positief beïnvloeden.

5

ASR Nederland



## 5 ASR Nederland

### 5.1 Stand van zaken

NLFI beheert 100% van de aandelen en heeft het stemrecht op alle aandelen in ASR Nederland N.V. (a.s.r.). Het belang in a.s.r. is het directe gevolg van de nationalisatie van de Nederlandse onderdelen van het voormalige Fortis S.A./N.V. op 3 oktober 2008. Tot 2008 maakte a.s.r. als Fortis Verzekeringen Nederland N.V. integraal onderdeel uit van Fortis S.A./N.V. Door het uiteenvallen van Fortis S.A./N.V. moest in zeer korte tijd de verzekeraar worden ontvlochten uit het voormalige moederbedrijf. Een volledig nieuw ICT platform, een nieuwe governance structuur en een zelfstandige risicomanagementfunctie moesten worden ingericht. De opbouw van belangrijke functies met name gericht op de financiële soliditeit en het versterken van de balans stonden en staan hoog op de agenda. a.s.r. heeft geen kapitaalsteun van de Staat ontvangen. De balans is versterkt en de solvabiliteit is verbeterd. Mede daardoor is a.s.r. in staat om sinds 2011 dividend uit te keren.<sup>56</sup>

a.s.r. is een generalistische verzekeraar vertegenwoordigd in de productsegmenten: schade, arbeidsongeschiktheid, ziektekosten, vermogensopbouw individueel, pensioenopbouw, uitvaart en bancaire. a.s.r. richt zich op particulieren, zzp-ers en het midden- en kleinbedrijf (MKB). Distributie vindt plaats via verzekeringsadviseurs en via directe kanalen zoals online verkoop. a.s.r. kiest nadrukkelijk voor een duurzame aanpak gericht op het bieden van zekerheid aan klanten. De onderneming boekt naar het oordeel van de AFM de laatste tijd belangrijke voortgang bij het centraal stellen van het klantbelang.

De raad van bestuur van a.s.r. bestaat uit vier leden en staat onder voorzitterschap van Jos Baeten. De leden hebben allen ruime (bestuurs)ervaring in het bank- en verzekeringswezen. a.s.r. is een transparante onderneming en hecht veel waarde aan een hoog niveau van corporate governance. a.s.r. is niet beursgenoteerd en daarom niet verplicht om zich te houden aan de Nederlandse Corporate Governance Code. Toch hecht a.s.r. groot belang aan een transparante bestuursstructuur en daarom past a.s.r. de Nederlandse Corporate Governance Code, de Code Verzekeraars en de Code Banken (voor a.s.r. Bank) toe. a.s.r. spant zich in om de principes van de codes te vertalen naar beleid en dit beleid vervolgens in de praktijk te brengen. Daarnaast is de medezeggenschap van de ondernemingsraad sterk ontwikkeld.

---

<sup>56</sup> Alle opgenomen data zijn gebaseerd op inschattingen van NLFI danwel investment banks, waarbij er gebruik wordt gemaakt van publieke cijfers en andere, eerder door a.s.r. openbaar gemaakte gegevens.

De drie gedefinieerde verkoopcategorieën worden voor a.s.r. hierna nader beschreven en er wordt beoordeeld of deze vorm van verkoop voldoet aan de voorwaarden die in de inleiding zijn beschreven.

## 5.2 Verkoop aan een strategische partij of een private investeerder

### 5.2.1 *is a.s.r. gereed voor een verkoop?*

Zoals later bij de analyse van gereedheid voor een beursintrodactie duidelijk wordt is a.s.r. goed in staat zelfstandig te opereren en heeft a.s.r. haar huishouden op orde. a.s.r. kan de noodzakelijke informatie leveren om een proces te kunnen doorlopen waarin de vennootschap wordt verkocht aan een strategische partij of een private investeerder of fuseert met een strategische partij.

a.s.r. bereidt zich voor om als zelfstandige verzekeraar verder te gaan en op deze manier haar strategie te kunnen verwezenlijken. Echter, als zich mogelijkheden voor consolidatie voordoen ligt het voor de hand deze serieus te onderzoeken en a.s.r. is bereid hierin een actieve rol te spelen. Consolidatie biedt voordelen en kansen voor de vennootschap en haar stakeholders zoals polishouders en werknemers.

Een verkoop in delen kan worden overwogen door bijvoorbeeld de, per saldo gesloten, portefeuille polissen individueel leven te verkopen. De complexiteit voor de vennootschap die daarbij komt kijken is echter groot. Een verkoop van de 'gesloten' portefeuille kan bij kredietbeoordelaar Standard & Poor's leiden tot een negatieve aanpassing van de rating. Bij een verkoop in delen bestaat er ook een risico dat de Staat lang aandeelhouder blijft van die onderdelen die minder interessant blijken te zijn. Het is mede daarom niet wenselijk dat a.s.r. zich op een verkoop in delen richt. De voordelen van diversificatie (risicodiversificatie, schaalvoordelen en efficiënt gebruik van kapitaal) zouden verdwijnen bij separatie. Vanwege de invloed die een verkoop in delen op de waarde van het geheel heeft en de risico's die ermee gepaard gaan, is het nu niet wenselijk om, a.s.r. in delen te verkopen.

#### *Conclusie:*

a.s.r. is in staat en bereid om een proces te kunnen doorlopen dat leidt tot verkoop of fusie. Consolidatie biedt voordelen en kansen voor de vennootschap en haar stakeholders zoals polishouders en werknemers. Het is niet wenselijk dat a.s.r. zich op een verkoop in delen richt.

### 5.2.2 *zijn er geïnteresseerde partijen in de aankoop van a.s.r.?*

Verzekeraars zelf, analisten en investeerders verwachten dat consolidatie zal plaatsvinden in de Nederlandse verzekeringssector. Het is de verwachting dat de zes grote leven- en schadeverzekeraars consolideren zodat er een aantal grotere spelers overblijft. Hoe en wanneer deze consolidatie zal plaatsvinden is onzeker, maar lijkt gezien de krimpende markt en de te behalen synergie- en schaalvoordelen aan-nemelijk binnen afzienbare termijn. Hoewel a.s.r. heeft aangetoond over voldoende schaal te beschikken om voort te gaan als zelfstandige verzekeraar, kan deze

consolidatiebeweging ook gevolgen hebben voor a.s.r. Mochten zich aantrekkelijke mogelijkheden voordoen om in een dergelijke consolidatiebeweging een rol te spelen, dan kan en wil a.s.r. daarin een actieve rol spelen. De stabiliteit van de sector kan toenemen door consolidatie vanwege de transitie naar een kleiner aantal mogelijk beter renderende partijen. Deze verbetering van het rendement wordt dan voornamelijk bereikt door een verlaging van de kostenbasis en schaalvoordelen.

Wellicht mede ingegeven door de nationalisatie van SNS REAAL lijkt er meer animo in de sector te zijn om een eerste stap te zetten richting consolidatie. Dit heeft ook te maken met het feit dat verschillende partijen en de economie in de Eurozone in zijn geheel in rustiger vaarwater terecht zijn gekomen. Verschillende partijen hebben zich bij NLFi en a.s.r. gemeld als geïnteresseerde. Het gaat hierbij om enkele partijen die al voor de nationalisatie van SNS REAAL aangegeven hebben geïnteresseerd te zijn, maar ook om partijen die dit meer recentelijk voor het eerst hebben geuit.

a.s.r. is voor verschillende Nederlandse verzekeraars een interessante onderneming om een samengaan mee te overwegen. a.s.r. en haar polishouders kunnen mogelijk profiteren van een samengaan met een andere Nederlandse verzekeraar. Omdat de verzekeringsmarkt in moeilijke omstandigheden verkeert en consolidatie op verschillende vlakken tot voordelen - o.a. synergiën, diversificatie, distributiekanaalen en solvabiliteit - en een betere positionering voor de toekomst kan leiden, is het wenselijk om te onderzoeken of een verkoop aan, of een fusie met, een strategische partij mogelijk is.

Ook private investeerders lijken geïnteresseerd in een belang in de sector. In een alternatief scenario voor de nationalisatie van SNS REAAL was er sprake van interesse van CVC Capital Partners om medeaandeelhouder te worden in een fusiemaatschappij van SNS REAAL en a.s.r. Dergelijke scenario's kunnen worden meegenomen in consolidatieoverwegingen.

Een overname door een partij die momenteel nog niet actief is op de Nederlandse markt ligt op dit moment niet voor de hand. De Nederlandse markt is een verzadigde markt, terwijl buitenlandse partijen voornamelijk op zoek zijn naar groeipotentieel. Buitenlandse partijen zijn zich daarnaast bewust van de noodzaak tot consolidatie. De overname van twee Nederlandse verzekeraars lijkt echter een brug te ver. Ook de discussie over beleggingsverzekeringen is een aspect dat lastig te doorgronden is voor met name buitenlandse partijen en kan daarom een belemmering vormen.

Er zijn ook verschillende partijen geïnteresseerd in onderdelen van verzekeraars zoals de aankoop van gesloten portefeuilles van individuele levensverzekeringen. Een verkoop van a.s.r. als geheel geniet op dit moment de voorkeur boven een verkoop in delen, zoals hiervoor uiteen gezet.

#### *Conclusie:*

Er is sprake van toenemende interesse van strategische partijen en private investeerders om serieus werk te maken van de consolidatie van de sector. Consolidatie kan bijdragen aan de positionering van verzekeraars voor de onzekere



toekomst van de sector en het creëren van synergiën. Het is wenselijk om nader onderzoek te verrichten naar de mogelijkheid van een verkoop aan of fusie met een strategische partij en/of een private investeerder.

### 5.2.3 *resulteert een verkoop van a.s.r. in de gewenste opbrengst?*

Het streven van de Staat is de uitgaven, vermeerderd met de kapitaalkosten, in a.s.r.<sup>57</sup> terug te verdienen. Exclusief kapitaalkosten en ontvangen inkomsten tijdens de beheerfase bedragen deze uitgaven € 3,65 miljard, zie inleiding.

a.s.r. is recentelijk betrokken geweest bij één van de alternatieve scenario's die werd onderzocht in de maanden voorafgaand aan de nationalisatie van SNS REAAL. In publiek gemaakte documenten is melding gemaakt van een *standalone mid-point* waardering van EUR 2,15 miljard tot EUR 2,3 miljard in januari 2013. De verwachte waardedaling ten opzichte van de nationalisatie in oktober 2008 is in lijn met de waardedaling van peers gedurende diezelfde periode. Sinds 2008 is de koerswinst-verhouding van beursgenoteerde verzekeraars uit de peer group gedaald en is de waardering van levensverzekeraars gedaald van meer dan één maal de embedded value - contante waarde van de toekomstige verzekeringswinsten en de netto activawaarde - naar circa 50% à 60% maal deze embedded value.<sup>58</sup>

Ten opzichte van de opbrengsten van de later beschreven beursintroductie kan er een voordeel optreden. Bij transacties waarbij een strategische partij de overnemende partij is en zij door deze transactie een controlerend belang verkrijgt, wordt doorgaans een premie op de waardering betaald. De synergiën die bij een samengaan van verzekeraars behaald kunnen worden zijn groot. Het is mede vanwege de huidige economische omstandigheden, de karakteristieken van de Nederlandse verzekeringsmarkt en de lage rente interessant om bij een verkoop aan een strategische partij wellicht niet het volledige aandelenbelang te verkopen. Wanneer een deel van de verkoopopbrengst bestaat uit liquide aandelen van de gecombineerde entiteit zou dit positief kunnen zijn voor de uiteindelijke opbrengst voor de Staat.

Bij een verkoop aan een strategische partij dient rekening te worden gehouden met executierisico's, meer en anders dan bij een beursintroductie. Het kan lastig blijken om tot overeenstemming te komen en uit een boekenonderzoek voorafgaand aan een verkoop kunnen eventuele ongewenste verrassingen komen. De aandeelhouders van beide ondernemingen dienen in te stemmen en mogelijk dient de kopende partij voorafgaand aan een aankoop additioneel kapitaal aan te trekken om de overnamesom te kunnen fourneren.

Daarnaast spelen de ondernemingsraden van de betrokken ondernemingen een belangrijke rol bij een voorgenomen samengaan van twee partijen. Een verklaring

---

<sup>57</sup> Zie tabel 1. EUR 4 miljard werd betaald voor de verzekeringsentiteiten waarbij een opsplitsing van dit bedrag tussen a.s.r. en Fortis Corporate Insurance (FCI) ontbreekt. EUR 350 miljoen werd opgehaald met de verkoop van FCI.

<sup>58</sup> Het betreft een gemiddelde van vergelijkbare verzekeraars.

van geen bezwaar van DNB is vereist. De AFM benadrukt dat a.s.r. ook bij een verkoop aan een strategische partij of een private investeerder voldoende aandacht moet blijven besteden aan het centraal stellen van klantbelang.

*Conclusie:*

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. De opbrengst in dit scenario is sterk afhankelijk van de situatie en de onderhandelingen met individuele kopers. Het is dan ook moeilijk om te bepalen wat de opbrengst zou kunnen zijn. De initiële investering wordt mogelijk niet terugverdiend in het geval a.s.r. aan een strategische partij of private investeerder wordt verkocht. Echter, de waarde van de synergiën kan substantieel zijn en door niet direct het gehele belang te verkopen kan geprofiteerd worden van een toename van de waarde in de tijd.

## 5.3 Een beursintroductie

### 5.3.1 *is a.s.r. gereed voor een beursintroductie?*<sup>59</sup>

a.s.r. is er in korte tijd in geslaagd om operationeel volledig zelfstandig te worden. Het prudente risico- en kapitaalbeleid heeft laten zien in uiterst moeilijke economische omstandigheden bestendig te zijn. Zonder kapitaalsteun van de Staat is de balans versterkt, is de solvabiliteit verbeterd naar een verantwoord en solide niveau en is a.s.r. in staat gebleken om sinds 2011 dividend uit te keren. De versterking van de balans was een belangrijke reden voor de verbetering van de beoordeling door Standard & Poor's van A met 'negative outlook' naar A 'stable outlook' in 2012. a.s.r. heeft in de afgelopen jaren ieder jaar een positief netto resultaat laten zien. De doelmatigheid is verbeterd en a.s.r. heeft laten zien in staat te zijn kostendoelstellingen te kunnen doorvoeren.

De markten waarin a.s.r. opereert, vooral de markt voor levensverzekeringen, staan al enige tijd onder druk. Hiervoor zijn meerdere redenen aan te geven: het vertrouwen in verzekeraars is als gevolg van het dossier beleggingsverzekeringen gedaald, de Nederlandse economie vertoont geen tot zeer geringe groei, de rente op de kapitaalmarkt is historisch laag, er hebben zich voor verzekeraars nadelige wijzigingen in het fiscale regime voorgedaan en er is sprake van een opkomst van banksparen waarop lagere marges worden behaald. Met name de vraag naar levensverzekeringsproducten is daardoor sterk afgenomen. a.s.r. wordt als institutionele belegger ook geconfronteerd met onzekerheid op de financiële markten en gedaalde rendementen door onder andere de daling van rentestanden op kapitaalmarkten.

---

<sup>59</sup> NLF I heeft in de afgelopen maanden intensief gesproken met meer dan tien verschillende *investment banks* om de gereedheid van a.s.r. te toetsen en om daarnaast de interesse van investeerders en mogelijke opbrengst te testen.

Een andere grote uitdaging voor a.s.r. is om het rendement van zowel het Schadebedrijf als het segment Overig<sup>60</sup> duurzaam te verbeteren. De nieuwe productie wordt voornamelijk in deze segmenten geschreven en bepaalt daarmee de duurzaamheid van het verdienmodel. De nieuwe productie in het segment Leven is zeer gering in vergelijking met de grootte van de bestaande portefeuille.<sup>61</sup> Per saldo resulteert een 'gesloten boek' met een netto uitstroom van premies in de komende jaren. De bestaande Levenportefeuille is winstgevend. Het is zaak de winstgevendheid van de portefeuille te behouden in de toekomst, waarin deze in omvang zal afnemen, door de kostenbasis op juiste wijze te beheersen.

a.s.r. heeft het dossier beleggingsverzekeringen voortvarend aangepakt. In 2011 en 2012 zijn alle klanten die hiervoor in aanmerking kwamen gecompenseerd en zijn vele adviesgesprekken met klanten gevoerd. De AFM acht het van belang dat de voortgang van de bestaande aanpak niet wordt geschaad door een mogelijke voorbereiding en uitvoering van de verkoop van de aandelen. Er bestaat nog altijd een risico dat rechtszaken over 'belofde beleggingsrendementen' in polissen die door verzekeraars in het verleden zijn geschreven leiden tot additionele vergoedingen voor geleden schade. De invloed van rechterlijke uitspraken kan groot zijn en is vooralsnog niet eenvoudig in te schatten. De kans dat in de toekomst wellicht additionele vergoedingen betaald moeten worden aan bestaande polishouders heeft invloed op de waardering van Nederlandse verzekeraars.

Het bestuur van a.s.r. heeft een track record opgebouwd als het gaat om realisatiekracht. Voorbeelden hiervan zijn het ontvlechten uit Fortis S.A./N.V., het realiseren van kostenreducties en het verbeteren van het financieel management en risico-beheer. De verbetering van de rating door S&P in deze marktomstandigheden is daarvan een gevolg. Op het gebied van governance is a.s.r. klaar voor een beurs-introductie. Bij een beursintroductie zal a.s.r. de laatste onderdelen uit de codes, waar nu nog van wordt afgeweken, toepassen. Analyses van S&P en adviesbureaus geven aan dat a.s.r. betreffende financieel management, verslaglegging en rapportages op korte termijn klaar kan zijn voor de eisen die worden gesteld aan een beursgenoteerde onderneming.

#### *Conclusie:*

a.s.r. heeft aangetoond in staat te zijn om als zelfstandige, solide en winstgevende verzekeraar te kunnen opereren en keert sinds 2011 jaarlijks dividend uit. De raad van bestuur heeft aangetoond over voldoende realisatiekracht te beschikken om de uitdagingen die de markt biedt te kunnen beantwoorden. a.s.r. wordt in staat geacht om in het voorjaar van 2014 aan de eisen die verbonden zijn aan een beurs-introductie te kunnen voldoen. Er bestaan wel nog grote uitdagingen om een op alle aspecten overtuigende propositie voor investeerders te kunnen presenteren. Met

---

<sup>60</sup> Het segment Overig bestaat onder andere uit Ditzo, ASR bank, SOS International, a.s.r. vastgoed-ontwikkeling, de eigen pensioenlasten en holding activiteiten.

<sup>61</sup> De productgroepen 'pensioenen', 'uitvaartverzekeringen' en 'overlijdensrisicoverzekeringen' zijn onderdeel van het segment Leven en genereren nieuwe productie. Deze onderdelen vallen niet onder de definitie 'gesloten boek'.

name het rendement op eigen vermogen van het segment Schade en Overig moet worden verbeterd.

### 5.3.2 *zijn investeerders geïnteresseerd in een beursintrodactie van a.s.r.?*

In het hoofdstuk over ABN AMRO is geconcludeerd dat beleggers weer geïnteresseerd zijn in aandelen en ook in aandelen van financiële instellingen. Beursintroductions zijn onder andere vanwege de afgenomen volatiliteit van de aandelenmarkten weer mogelijk. De interesse voor aandelen a.s.r. kan onder meer worden afgemeten aan de interesse van investeerders in vergelijkbare verzekeraars. In Nederland is Delta Lloyd Groep de meest vergelijkbare beursgenoteerde verzekeraar. Begin dit jaar heeft Aviva haar resterende belang van 19,4% in Delta Lloyd tegen acceptabele voorwaarden bij institutionele beleggers weten te plaatsen. Het moment waarop ING Group mogelijk de Europese verzekeringsentiteiten afsplitst, als gevolgd van door de Europese Commissie opgelegde herstructureringsmaatregelen, is voor a.s.r. ook relevant. Op de aandelenmarkt zal a.s.r. concurreren met Delta Lloyd, AEGON en waarschijnlijk ING Verzekeringen.

De focus van a.s.r. op soliditeit, doelmatigheid en klantbelang maakt het aandeel aantrekkelijk voor beleggers met een lange beleggingshorizon die zoeken naar een interessant en stabiel (dividend)rendement. a.s.r. heeft ten aanzien van het rendement nog een uitdaging om een op alle onderdelen voldoende interessante propositie voor investeerders te kunnen presenteren. Daarbij is het van belang dat alle segmenten in de financiële vooruitzichten structureel een rendement laten zien dat de kosten van het eigen vermogen goedmaakt. Juist dan kan a.s.r. zich committeren aan een hoge dividend payout ratio. Een hogere payout vertaalt zich over het algemeen in een hogere waardering aangezien het aandeel a.s.r. waarschijnlijk wordt gezien als een rendementsaandeel.

De AFM benadrukt dat a.s.r. ook bij een beursintrodactie 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 a.s.r. de kosten van het eigen vermogen kan 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 a.s.r. in staat geacht hierin een juiste balans te vinden.

De interesse van investeerders zal mogelijk ook deels gerelateerd zijn aan de verwachting dat a.s.r. onderdeel van consolidatie wordt. Na beursintrodactie kan a.s.r. overigens ook onderdeel zijn van consolidatie in de sector, zowel als overnemende partij, als over te nemen partij. De investeerders hopen zo te kunnen profiteren van een mogelijke overname of fusie en daarbij horende synergiën.

Beschermingsmaatregelen die mogelijk een hindernis opwerpen voor consolidatie zullen hun weerslag hebben op de mate van interesse van investeerders en beïnvloeden de waardering negatief.<sup>62</sup> Gegeven de omvang van een aandelenemissie bij beursintroduktie is de verwachting dat een aanmerkelijk deel daarvan zoals gebruikelijk bij internationale fondsen wordt geplaatst.

*Conclusie:*

Het solide profiel van a.s.r. kan interessant zijn voor investeerders met een lange beleggingshorizon. Daarbij moet worden aangetekend dat er nog grote uitdagingen bestaan voor a.s.r. om een op alle onderdelen voldoende interessante propositie te kunnen presenteren en te kunnen aansluiten bij de wens van investeerders voor aandelen met een stabiel en hoog (dividend)rendement. De mogelijke rol van a.s.r. in een consolidatie kan opwaarts potentieel bieden voor investeerders bij een beursintroduktie en houdt in dat beschermingsinstrumenten voor de vennootschap moeten worden vermeden. De recent meer stabiele marktomgeving, met dalende volatiliteit op de aandelenmarkten en gestegen beurskoersen, vergroten de mogelijkheden om een beursintroduktie succesvol te kunnen uitvoeren. Verwacht wordt dat voldoende belangstelling kan worden opgebouwd voor een beursintroduktie van a.s.r. als de uitdagingen waar de onderneming voor staat voldoende sterk worden beantwoord.

*5.3.3 resulteert een beursintroduktie van a.s.r. in de gewenste opbrengst?*

Zoals bij de optie van een verkoop aan een strategische partij of private investeerder is beschreven zijn er in een recent traject waarderingen van a.s.r. publiek gemaakt. Deze waarderingen van a.s.r. waren lager dan de initiële investering van de Staat.

Bij een beursintroduktie is normaliter sprake van een korting op de waarde om de eerste aandelenplaatsing tot een succes te maken. De verkoop van aandelentranches daaropvolgend kunnen mogelijk tot een hogere opbrengst leiden. Dat kan zich materialiseren als de economie aantrekt en wanneer kapitaalmarktrentes stijgen. Verbeteringen in de bedrijfsvoering en daarmee het resultaat zullen ook, zeker wanneer dit plaats heeft in een beursgenoteerde omgeving, leiden tot een hogere waardering. In het scenario waarin a.s.r. na beursintroduktie alsnog onderdeel wordt van consolidatie kan de Staat mogelijk nog profiteren van de waarde van de synergiën (met uitzondering van het gedeelte dat verkocht is).

*Conclusie:*

De initiële investering in a.s.r. zal, onder meer vanwege de huidige economische situatie, lage rentes en de specifieke omstandigheden in de Nederlandse verzekeringsmarkt, door een beursintroduktie op korte termijn waarschijnlijk niet worden terugverdiend. De mogelijkheid bestaat dat de waarde van a.s.r. in de loop van de tijd 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 beursintroduktie heeft plaatsgevonden hetgeen een positief effect kan hebben op de opbrengst van verkoop voor de Staat.

---

<sup>62</sup> Zie hoofdstuk 'Overwegingen omtrent governance na aanvang verkoop'.

## 5.4 Verkoop aan klanten van a.s.r.

Een coöperatieve structuur kan leiden tot een versterking van de betrokkenheid van klanten, mits de bedrijfscultuur van de onderneming daarop ingericht is. In Nederland bestaan enkele voorbeelden van verzekeraars met een coöperatieve structuur (waaronder ook onderlinge waarborgmaatschappijen), zoals Achmea, VGZ en een aantal middelgrote en kleine verzekeraars. De strategische doelen van a.s.r., waarin soliditeit en lange termijn rendement boven korte termijn winstgevendheid worden gesteld en waar het streven om de meest klantgerichte verzekeraar te worden centraal staat, sluiten op zichzelf genomen goed aan bij een coöperatieve vorm. a.s.r. geeft aan dat de cultuur van de onderneming past bij het karakter van een coöperatie.

In de beschrijving van de coöperatieve vorm bij ABN AMRO is reeds aandacht besteed aan de mogelijke nadelen die verbonden zijn aan het aantrekken van kapitaal van klanten. In grote lijnen zijn deze nadelen ook op a.s.r. van toepassing. De uitgifte van certificaten aan klanten brengt mee dat de optie van uitgifte van aandelen ter versterking van het eigen vermogen in noodsituaties vrijwel onmogelijk wordt.

De argumenten ten aanzien van het tijdspad van uitgifte van ledencertificaten zijn eveneens van toepassing op a.s.r. De verkoopopbrengst is aan vele onzekerheden onderhevig in dit scenario en kan laag uitvallen. Het is hoogst aannemelijk dat de present value (netto contante waarde) van toekomstige kasstromen aanmerkelijk lager zal zijn dan de *present value* bij een andere vorm van verkoop vanwege het lange tijdspad van een verkoop bij een introductie van een coöperatieve vorm. Hoewel het aandelenbelang op korte termijn kan worden overgedragen aan een stichting die de aandelen beheert namens de stakeholders van a.s.r. in dit scenario, zal het financiële belang van de Staat zeer lang aanzienlijk zijn. Het risico dat gepaard gaat met het resterende belang van de Staat blijft in dit scenario waarschijnlijk tientallen jaren aanwezig.

Een coöperatieve structuur bergt het risico in zich dat klanten direct financieel effect ondervinden van het handelen van hun verzekeraar. In tegenstelling tot een bank is het bij een verzekeraar echter lastiger om het verzekerd vermogen te verplaatsen indien de verwachtingen die worden geschapen bij aankoop van ledencertificaten niet worden gehaald. De meeste verzekeringsproducten berusten op langdurige contracten en het voortijdig afkopen daarvan berust op boeteclausules. Niettemin is er op het gebied van vermogensbeheer wel sprake van een risico dat teleurgestelde klanten hun gehele vermogen overbrengen naar een andere verzekeraar. Dit is een ongewenst effect. Daarnaast is de mate waarin kapitaal dat van klanten is ontvangen daadwerkelijk verliezen kan absorberen, wanneer de solvabiliteit van de verzekeraar daar om vraagt, nog onderwerp van discussie. De gedachte moet worden vermeden dat een ledencertificaat of anderszins participatie in het risicodragende vermogen van verzekeraars zonder risico's is.

In de laatste plaats is het omvormen van de vennootschap in een coöperatieve vorm, evenals bij ABN AMRO, operationeel en juridisch zeer complex.

*Conclusie:*

De strategie en de cultuur van a.s.r. sluiten aan bij het karakter van een coöperatie. Een coöperatieve structuur zou de mogelijkheden voor a.s.r. tot het versterken van kapitaal in noodsituaties echter sterk belemmeren. Het omvormen van a.s.r. in een coöperatie brengt met zich dat de financiële belangen van de Staat in a.s.r. nog zeer lang substantieel zullen zijn. Dit is onwenselijk. De totale verkoopopbrengst is aan vele onzekerheden onderhevig. Vanwege de lange termijn van deze vorm van verkoop zal de *present value* van de opbrengsten relatief laag zijn. Ten slotte bestaat er discussie over het verliesabsorberende karakter van door klanten verstrekt kapitaal. Alles overwegende adviseert NLFi om een verkoop aan klanten niet nader te onderzoeken.

## 5.5 Deelconclusie a.s.r.

Voor a.s.r. is zowel een samengaan met een in Nederland actieve verzekeraar als een beursintroductie mogelijk. NLFi 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. 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 reden 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 evenwel 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 miljard<sup>63</sup> 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 werd 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 een *dual track* benadering, waarbij zowel consolidatieopties als een beursintroductie tot de mogelijkheden behoren.

---

<sup>63</sup> 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.



# 6 Overwegingen omtrent governance na aanvang van verkoop



## 6 Overwegingen omtrent governance na aanvang van verkoop

### *Inleiding*

De Tweede Kamer heeft verzocht om de governance na aanvang van verkoop te onderzoeken. Dit verzoek werd mede ingegeven door de wens van de Tweede Kamer dat de geschiedenis, nationalisaties van ABN AMRO en SNS REAAL, zich niet zou herhalen.

In de financiële sector vloeien *checks and balances* in de eerste plaats voort uit regelgeving en toezicht. In Nederland is DNB verantwoordelijk voor het prudentieel toezicht op banken en verzekeraars. In de nabije toekomst houdt ook de Europese Centrale Bank toezicht op banken in de Eurozone, waaronder op ABN AMRO. Het toezicht is met name gericht op solvabiliteit, liquiditeit en prudente bedrijfsvoering. De invoering, op termijn, van een bankenunie zal bijdragen aan de stabiliteit van banken en de financiële risico's van landen verkleinen.

De regulering van de financiële sector is in de afgelopen jaren sterk toegenomen. De evolutie van de regulering heeft voor een deel plaatsgevonden om die elementen te voorkomen die oorzaak en gevolg vormen van de recente financiële crisis. Door onder meer de Interventiewet, living wills (codicil) en *bail-in* mogelijkheden van vreemd vermogen zijn de risico's die ingebed waren in het systeem teruggedrongen. De mogelijkheden om banken bij te staan of te ontvlechten, wanneer die in financiële problemen terecht komen, worden uitgebreid. De kapitaalbuffers van financiële instellingen worden versterkt.

Goede governance kan bijdragen aan de stabiliteit en versterking van financiële instellingen, schrijven Liikanen<sup>64</sup> en de Commissie Structuur Nederlandse Banken. De Europese Commissie doet de aanbeveling om meer effectieve monitoring van lange termijn investeerders te stimuleren.<sup>65</sup> De Commissie Structuur Nederlandse Banken doet onder meer de aanbeveling om de governance bij banken te versterken door bijvoorbeeld intensivering van het toezicht door de raad van commissarissen, zonder dat daarbij de onafhankelijkheid verloren mag gaan. Ook beveelt de commissie aan dat banken hun visie op de rol die zij in de samenleving willen vervullen expliciteren in een maatschappelijk statuut.

NLFI onderstreept het belang om zeggenschap te kunnen blijven uitoefenen nadat een aanvang is gemaakt met verkoop, zolang de Staat via het aandelenbelang van

---

<sup>64</sup> "High level expert group on reforming the structure of the EU banking sector", voorgezeten door Erkki Liikanen, 2 oktober 2012.

<sup>65</sup> Green paper, Corporate governance action plan, December 2012.

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.

Dit hoofdstuk beschrijft enkele maatregelen om het beheer en de verkoop van het aandeelhoudersbelang op duurzame wijze te optimaliseren en daarmee het financieel belang van de Staat zo goed mogelijk te dienen. Deze maatregelen geven NLFI additionele rechten om zeggenschap uit te kunnen blijven uitoefenen, ook na aanvang van verkoop. Dit sluit aan op de opdracht die NLFI bij oprichting heeft meegekregen in de statutaire doelomschrijving.

#### *Juridisch kader bescherming financiële belang van de Staat*

Het gebruik van beschermingsmaatregelen moet passen binnen de grenzen van het Nederlandse vennootschapsrecht. NLFI mag als aandeelhouder alleen rechten bedingen of behouden die in normale vennootschapsrechtelijke verhoudingen aanvaardbaar zijn. Dat geldt bij uitstek indien het belang is afgebouwd tot een minderheidsbelang. Daarnaast moeten maatregelen die NLFI bijzondere rechten zouden geven om bepaalde publieke belangen te beschermen worden getoetst aan Europese regels inzake het vrij verkeer van kapitaal. Deze regels houden op hoofdlijnen in dat een maatregel non-discriminatoir is, dat deze wordt gerechtvaardigd door dwingende vereisten van algemeen belang en voldoet aan de beginselen van proportionaliteit en subsidiariteit. De 'gouden aandelen'-jurisprudentie van het Hof van Justitie van de EU leidt bijvoorbeeld tot de slotsom dat het introduceren van een gouden aandeel voor ABN AMRO en a.s.r. ter bescherming van het algemeen belang strijdig is met het Europees recht, onder meer vanwege het ontbreken van een *dwingende* reden van algemeen belang.<sup>66</sup> Het borgen van algemene belangen zoals financiële stabiliteit geschiedt immers op basis van wet- en regelgeving.

Ook bij het borgen van het financiële belang van de Staat worden rechten die verder gaan dan het aanvaardbare in normale vennootschapsrechtelijke verhoudingen, gezien als een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal. Hiervan kan sprake zijn indien NLFI rechten bedingt die het directe financiële belang van de Staat beogen te beschermen, op een manier die een minderheidsaandeelhouder met een vergelijkbaar belang in normale vennootschapsrechtelijke verhoudingen niet kan claimen.

Dit betekent dat maatregelen hun grondslag moeten vinden in de bescherming van een voldoende *substantieel* (minderheids)belang van NLFI in de aandelen van een vennootschap, en daarmee van een voldoende substantieel financieel belang van de

---

<sup>66</sup> Zie bijvoorbeeld: Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJ), *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, nr. C-98/01 (British Airports Authority), 13 mei 2003; HvJ, *Commissie/Frankrijk*, nr. C-483/99 (Elf-Aquitaine), 4 juni 2002; en HvJ *Commissie/Nederland*, nr. C-282/04 en C-283/04 (KPN/TPG), 28 september 2006.

Staat in de vennootschappen. De positie van NLFi is daarmee vergelijkbaar met die van een reguliere aandeelhouder die binnen de grenzen van redelijkheid en billijkheid zijn (eigen) financieel en economisch doel nastreeft.

Met een *substantieel* (minderheids)belang wordt bedoeld op een belang dat voldoende proportionaliteit biedt ten opzichte van de omvang van de invloed die met de maatregel wordt nagestreefd. Zolang sprake is van een substantieel (minderheids)belang van NLFi kunnen maatregelen worden getroffen om de zeggenschap van NLFi te borgen. Indien het financiële belang van de Staat zo ver is afgebouwd dat dit niet langer als substantieel kan worden aangemerkt zijn maatregelen ter bescherming van het directe financiële belang van de Staat niet langer te rechtvaardigen.

#### *Richtinggevend criterium bij de inrichting van de governance structuur na aanvang verkoop*

Eén van de vier randvoorwaarden voor verkoop is het streven om zoveel als mogelijk de totale investering in ABN AMRO en a.s.r., vermeerderd met de kapitaalkosten van de Staat, terug te verdienen. Van groot belang bij de inrichting van de governance structuur is dan ook het mogelijke (negatieve) effect die individuele maatregelen en de algehele inrichting van de structuur kunnen hebben op de verkoopopbrengst voor de Staat.

Het mogelijke effect van maatregelen op de verkoopopbrengst heeft NLFi getoetst bij verschillende investment banks. Ook hebben gesprekken plaatsgevonden met belangenorganisaties van aandeelhouders en effectenbezitters om hun visie te vernemen op het gebruik van instrumenten om zeggenschap en bescherming te waarborgen. Over het algemeen kan gesteld worden dat het prijsdrukkend effect en de bezwaren van investeerders naar verwachting groter zullen zijn wanneer de investeerders een overname van de vennootschap voorzien waarmee mogelijk een zogenaamde 'overnamepremie' gepaard gaat. De investeerders lopen een grotere kans op het mislopen van deze overnamepremie wanneer er beschermingsmaatregelen aanwezig zijn. Ook structuren die van blijvende aard zijn worden door investeerders als niet wenselijk gepercipieerd en kunnen leiden tot een lagere waardering.

Daarnaast heeft NLFi onderzocht of de introductie van loyaliteitsaandelen een waarborg kan bieden voor het aantrekken van lange termijn investeerders. Voor het houden van aandelen langer dan een bepaalde periode kan een specifieke beloning worden toegekend in de vorm van verhoogd stemrecht of verhoogd dividend. Daarmee wordt beoogd een solide, betrouwbaar blok van aandeelhouders te creëren dat zich niet laat leiden door de waan van de dag.

Er kleeft echter een aantal nadelen aan de introductie van dergelijke instrumenten. Met de introductie van loyaliteitsaandelen wordt er bewust onderscheid gemaakt tussen de rechtsposities van verschillende aandeelhouders. Voor NLFi zou dit met zich meebrengen dat NLFi als langetermijnaandeelhouder zou worden aangemerkt. Uit dien hoofde zou NLFi recht hebben op bijvoorbeeld een loyaliteitsdividend en aanspraak maken op een zeer groot aandeel in het totale door de onderneming

uitgekeerde dividend. Deze positie kan een belemmering opwerpen voor het aantrekken van een brede kring investeerders.<sup>67</sup> Het is mogelijk dat NLFI eenzijdig afziet van een loyaliteitsbeloning, maar in dat geval treedt winstverwatering ten nadele van de Staat op.

Daarnaast leidt een introductie van een loyaliteitsaandeel er toe dat beleggingsbeslissingen niet meer exclusief gebaseerd zijn op een inschatting van de waarde en de strategie van de onderneming, wat kan leiden tot een verstoring van de werking van de kapitaalmarkt. Ook zijn langetermijnbeleggers niet noodzakelijkerwijs meer betrokken aandeelhouders.<sup>68</sup> Dit is in lijn met het standpunt van het kabinet, dat op 17 mei 2013 in zijn reactie op het groenboek langetermijnfinanciering van de Europese Commissie heeft aangegeven dat er verschillende nadelen kleven aan loyaliteits aandelen en niet de noodzaak te zien van het stimuleren daarvan.

#### *Borging maatschappelijke rol*

Vanwege de belangrijke maatschappelijke rol die financiële instellingen hebben in de Nederlandse samenleving 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 mening dat het borgen van de maatschappelijke rol in de governance van de vennootschappen een wenselijke aanvulling zou zijn. NLFI adviseert u in dit kader, in lijn met de aanbeveling van de Commissie Structuur Nederlandse Banken, voor aanvang van verkoop in de statuten van de vennootschappen elementen op te nemen die de maatschappelijke rol bevestigen. Het gaat daarbij om de rol die de vennootschappen in de economie vervullen, dat klanten adequaat bediend worden en dat de vennootschappen veilig opereren. Het is naar het oordeel van NLFI zelfs niet uit te sluiten dat een dergelijke toevoeging aan de statutaire doelomschrijving van de vennootschappen mogelijk waardevermeerderend zou kunnen werken.

#### *Een internationaal perspectief*

In veel landen binnen en buiten de Eurozone zijn in de afgelopen jaren financiële instellingen die in de problemen zijn gekomen genationaliseerd. De meeste landen moeten nog een begin maken met het terugbrengen van deze instellingen naar de private sector. Daarbij zal ook aandacht zijn voor maatregelen die getroffen kunnen worden om (tijdelijk) zeggenschap te behouden en bescherming van de instellingen te waarborgen.

In de meeste Europese landen is de verkoop van recentelijk genationaliseerde financiële instellingen nog niet in gang gezet. Voorbeelden zijn Duitsland, Frankrijk,

---

<sup>67</sup> In het verleden heeft DSM de invoering van een loyaliteitsdividend overwogen teneinde trouwe aandeelhouders een extra dividend toe te kennen. DSM heeft in 2008 echter afgezien van haar voornemen, wat zou zijn ingegeven door de geringe behoefte van investeerders in loyaliteits aandelen en de vrees van aandeelhouders dat loyale aandeelhouders een beloning zouden ontvangen ten laste van de gewone aandeelhouders.

<sup>68</sup> Zie: Notitie belonen trouwe aandeelhouders, bijlage bij: Kamerstuk, Tweede Kamer der Staten-Generaal, vergaderjaar 2008-2009, hoofddossier 31083, nr. 26 en reactie Eumedion op het Green Paper van de Europese Commissie inzake de langetermijnfinanciering van de Europese economie, beschikbaar via: [http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/consultations/2013-06\\_response\\_ec\\_green\\_paper\\_long\\_term\\_financing.pdf](http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/consultations/2013-06_response_ec_green_paper_long_term_financing.pdf)

België en het Verenigd Koninkrijk, waar de overheid nog aanzienlijke belangen in één of meer instellingen heeft.

In sommige Europese landen bezit de overheid een (substantieel) minderheidsbelang in commerciële financiële instellingen die in het verleden zijn geprivatiseerd. Om uiteenlopende redenen zijn deze belangen aangehouden. Zo houdt bijvoorbeeld de Noorse overheid een belang van 34% in DnB NOR, waarmee hij wil verzekeren dat de zetel van de bank in Noorwegen blijft. De Zweedse overheid houdt een belang van 7,0% in Nordea<sup>69</sup>. Dit belang wordt echter afgebouwd omdat de overheid meent dat de bank geen bijzondere functie van algemeen belang vervult.

Het gebruik van beschermingsmaatregelen is niet voorbehouden aan Nederlandse vennootschappen. In de ons omringende landen wordt dikwijls gebruik gemaakt van beschermingsinstrumenten. Ook op grotere afstand van Nederland zijn beschermingsconstructies niet ongebruikelijk. In de Verenigde Staten van Amerika wordt bijvoorbeeld gebruik gemaakt van beschermingsinstrumenten zoals *poison pills*<sup>70</sup> en *staggered boards*<sup>71</sup>. In het verleden bestond er discussie over de mogelijke aanwezigheid van een zogenaamde 'Dutch discount' bij het gebruik van beschermingsmaatregelen in Nederland. Meer recent wordt hier nog maar weinig aan gerefereerd en er bestaat ook nauwelijks bewijs voor het aanwezig zijn van een dergelijke korting.

#### *Advies governance na aanvang van verkoop*

##### *a. Maatregelen ter bescherming van het financiële belang van de Staat*

NLFI adviseert u om bij een beursintroductie 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.<sup>72</sup> 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 hier materieel invloed op uit te kunnen oefenen.

---

<sup>69</sup> Op 19 juni 2013 verkocht de Zweedse overheid 6,4% van haar belang in Nordea gebruikmakende van de bestaande beursnotering. Na transactie houdt de Zweedse overheid nog 7,0% van de aandelen in Nordea.

<sup>70</sup> Een poison pill is een beschermingsconstructie waarbij de over te nemen partij haar aandeel minder aantrekkelijk probeert te maken voor de overnemende partij. Er bestaan diverse varianten. Zo kunnen voor bestaande aandeelhouders (met uitzondering van de overnemende partij) warrants worden uitgegeven die hun het recht geven tegen een lage prijs nieuwe aandelen in het bedrijf te kopen.

<sup>71</sup> Constructie waarbij aan bestuurders een lange en niet opzegbare bestuurstermijn wordt gegeven waardoor een overvaller die een aandelenmeerderheid heeft verworven geen controle meer kan uitoefenen zolang de onwillige bestuurders niet ontslagen kunnen worden.

<sup>72</sup> 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.

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 mogelijk kunnen hebben op de waardering. NLFII adviseert u daarbij aan te sluiten bij een in de markt wel gebruikte meerderheid<sup>73</sup> die ook in de wet als een toegestane meerderheid voorkomt<sup>74</sup>, te weten een tweederdemeerderheid van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen. De zeggenschap van NLFII is daarmee effectief tot het moment dat het belang daalt tot minder dan een derde van het geplaatste kapitaal.

Op basis van gesprekken die NLFII heeft gevoerd met diverse investment banks, relevante toezichthouders en met belangenorganisaties van aandeelhouders en effectenbezitters is NLFII tot het oordeel gekomen dat op deze wijze de statutaire doelstelling van NLFII het beste wordt gediend en de negatieve impact op de waarde van het resterende belang van de Staat zo beperkt mogelijk is. De aldus voorgestelde maatregel past binnen de grenzen van het Nederlandse vennootschapsrecht en kunnen de toets van Europees rechtelijke regelgeving doorstaan.

Indien het 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 NLFII ook bij een klein resterend belang additionele zeggenschap zou behouden.

Investeerders eisen duidelijkheid omtrent de uiteindelijke governance structuur voordat een beursintroductie plaatsvindt. Deze duidelijkheid moet geboden worden in het prospectus dat door de AFM wordt getoetst. Daarom is van belang om instrumenten al voorafgaand aan een beursintroductie op te nemen in de statuten.

Naast de hiervoor beschreven maatregelen adviseert NLFII u voor aanvang van verkoop in de statuten van de vennootschappen elementen op te nemen die de maatschappelijke rol bevestigen (zie *Borging maatschappelijke rol*).

b. *Beschermingsmaatregel voor de vennootschap zelf*

Wanneer het resterende belang van NLFII daalt tot minder dan een derde van het geplaatste kapitaal verkeert NLFII niet meer in de positie de vennootschap als aandeelhouder te beschermen tegen bijvoorbeeld een vijandig overnamebod door een derde. NLFII adviseert in het scenario van een beursintroductie van ABN AMRO wanneer het resterende belang van NLFII daalt tot minder dan een derde van het geplaatste kapitaal, een aan de vennootschap gelieerd beschermingsinstrument

---

<sup>73</sup> Bijvoorbeeld ING Group N.V., AKZO Nobel N.V. en Koninklijke Philips N.V..

<sup>74</sup> Artikelen 2:133 lid 2 en 2:134 lid 2 van het Burgerlijk Wetboek.

te activeren met preferente aandelen waarbij een stichting continuïteit wordt opgericht. Ook voor dit instrument is van belang dat de mogelijkheid hiertoe al voorafgaand aan een beursintroductie in de statuten wordt opgenomen.

De stichting continuïteit heeft ten doel het behartigen van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden ondernemingen en alle daarbij betrokkenen, waarbij onder meer invloeden die de continuïteit, de zelfstandigheid of de identiteit in strijd met die belangen, zo veel mogelijk worden geweerd. De stichting 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 beschouwd<sup>75</sup> 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 niet meer kan bieden. Een stichting continuïteit behartigt daarbij het vennootschappelijk belang.

NLFi adviseert u een dergelijk beschermingsinstrument achterwege te laten in het scenario van een beursintroductie 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.<sup>76</sup>. Het moment van beursintroductie 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 - indirect - voor de vennootschap zelf een vorm van bescherming tegen 'vijandig' gepercipieerde aandeelhouders, omdat deze aandeelhouders geen bestuurders kunnen benoemen. NLFi adviseert u geen maatregelen te treffen die het in werking treden van het volledig structuurregime bij toetreding van een nieuwe aandeelhouder tegengaan, voor zover daartoe al mogelijkheden zouden bestaan. Het is van belang dat in een beursgenoteerde omgeving waar mogelijk en op verantwoorde wijze zo veel mogelijk aansluiting wordt gezocht bij normale vennootschapsrechtelijke verhoudingen.

### *Medezeggenschap*

Voor zowel ABN AMRO als voor a.s.r. geldt dat NLFi in de voorbereiding en na aanvang van verkoop de aan de medezeggenschap toekomende adviesrechten

---

<sup>75</sup> Een zogenaamde call-optie stichting.

<sup>76</sup> Het verlicht structuurregime is van toepassing omdat de Staat 100% van de aandelen in beide vennootschappen houdt.



ingevolge de Wet op de ondernemingsraden zorgvuldig zal behandelen binnen de grenzen van goede governanceverhoudingen zoals die zijn vastgelegd in wet- en regelgeving en codes.

# 7

## Overwegingen omtrent proces en tijdpad



## 7 Overwegingen omtrent proces en tijdpad

Het exittraject van ABN AMRO en a.s.r. bestaat uit twee delen: een concrete voorbereidende fase en een uitvoeringsfase. Voorafgaand aan de uitvoeringsfase zal NLFi u verzoeken een volmacht te verlenen voor het uitvoeren van de verkoop.

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

Wanneer zich na de voorbereidingsperiode naar het oordeel van NLFi een mogelijkheid voordoet om binnen een periode van vier tot zes maanden een succesvolle beursintrodactie uit te voeren, zal NLFi u daarover berichten en u verzoeken een volmacht te verlenen voor het uitvoeren van een beursintrodactie. Alhoewel een beursintrodactie de voorkeursrichting is wenst NLFi alternatieve opties, mochten die zich in de toekomst voordoen, niet op voorhand uit te sluiten. In het aannemelijke scenario van een beursintrodactie 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 beursintrodactie, een *dual track* benadering. 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 beursintrodactie 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 voor een beursintrodactie 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 wordt gehandeld.

# Bijlagen



# Bijlagen

In het navolgende zijn de volgende bijlagen opgenomen:

- Reactie raad van bestuur en raad van commissarissen van ABN AMRO op het exitadvies, inclusief brief centrale ondernemingsraad ABN AMRO, 9 augustus 2013
- Reactie raad van bestuur en raad van commissarissen van a.s.r. op het exitadvies, 12 augustus 2013
- Reactie ondernemingsraad a.s.r. op het exitadvies, 13 augustus 2013

# Bijlage 1

*Reactie raad van bestuur en raad van commissarissen van ABN AMRO op het exitadvies, inclusief brief centrale ondernemingsraad ABN AMRO, 9 augustus 2013*

NL Financial Investments  
t.a.v. het Bestuur  
Lange Houtstraat 26  
2511 CW Den Haag

Amsterdam, 9 augustus 2013

Betreft: uw advies van NLFI inzake de exitstrategie voor ABN AMRO Group N.V.

Geacht Bestuur,

Met belangstelling hebben wij kennis genomen van uw advies aan de Minister van Financiën (de dato 26 juli 2013) over de exit strategie voor ABN AMRO. Graag willen wij onze waardering uitspreken voor de open en transparante wijze waarop u in de afgelopen tijd met ons de dialoog over de mogelijke privatisering van ABN AMRO heeft gevoerd. De uitnodiging om te reageren op uw advies aan de Minister sluit hier goed op aan. Ook waarderen wij het positieve beeld dat door u in het advies wordt geschetst van de ontwikkeling die ABN AMRO in de afgelopen jaren heeft doorgemaakt.

Sinds de vorming van het huidige ABN AMRO in 2010, is een stevige basis gelegd voor een solide Nederlandse bank met een internationaal netwerk, een focus op selectieve markten en klantsegmenten in binnen- en buitenland en een gematigd risicoprofiel. ABN AMRO heeft daarmee een goede uitgangspositie voor de toekomst gecreëerd, zoals ook tot uiting komt in de langetermijnstrategie voor de jaren 2013-2017. De Raad van Bestuur is trots op de stappen die in de afgelopen jaren door ABN AMRO zijn gezet, niet in de laatste plaats dankzij de enorme inzet en toewijding van haar medewerkers en de loyaliteit en het vertrouwen van haar klanten. Tevens heeft ABN AMRO veel waardering voor de constructieve opstelling van haar aandeelhouder. Na de afronding van de diverse separaties en de integratie, is ABN AMRO zich inmiddels gaan richten op de volgende belangrijke stap in haar bestaan, te weten een mogelijke verzelfstandiging.

De Raad van Bestuur wil tegen de geschetste achtergrond graag gebruik maken van uw uitnodiging om zijn visie te geven op de privatisering van ABN AMRO en het door u daartoe opgestelde advies aan de Minister. De Raad van Bestuur stuurt u deze brief mede namens de Raad van Commissarissen. Zowel de Raad van Bestuur als de Raad van Commissarissen is zich



bewust van de eigen verantwoordelijkheid om ervoor te zorgen dat de belangen van de klanten, medewerkers en alle overige stakeholders van ABN AMRO, zowel in het kader van de mogelijke privatisering als daarna in de governance, telkens voldoende blijven gewaarborgd. Onze reactie in deze brief stelt deze belangen dan ook centraal.

Kort samengevat, kunnen de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen zich vinden in uw advies aan de Minister om ABN AMRO door middel van een beursgang te verzelfstandigen en om de eerste twaalf maanden na bespreking van uw advies in de Tweede Kamer te benutten voor de verdere voorbereidingen voor deze beursintroduktie. Hetzelfde geldt voor uw advies om daarna te bezien of een beursintroduktie binnen vier tot zes maanden mogelijk is. Voor de goede orde merken wij daarbij wel op dat ABN AMRO zich niet heeft gecommitteerd aan de door u genoemde ratio's, targets en aanbevelingen, indien en voor zover deze althans afwijken van de langetermijnstrategie die ABN AMRO in maart 2013 aan de markt bekend heeft gemaakt en het de bedoeling is dat ABN AMRO zich daaraan verbindt. De vaststelling van ratio's, targets, doelstellingen, etc. vergt immers aanvullend overleg met, en uiteindelijke besluitvorming door, de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen, waarbij tevens de visie van de toezichthouders (in het bijzonder De Nederlandsche Bank) zal moeten worden betrokken.

Wij willen ons in deze brief voor het overige beperken tot een reactie op enkele specifieke onderwerpen in uw advies aan de Minister, te weten:

- (I) de vorm van de privatisering;
- (II) de timing van de privatisering; en
- (III) beschermingsmaatregelen.

Daarnaast willen wij graag stilstaan bij de visie van de Centrale Ondernemingsraad met het oog op de positie van onze medewerkers.

#### **D) Vorm van de privatisering**

Uw advies aan de Minister schetst enkele mogelijkheden voor de privatisering van ABN AMRO. Wij benadrukken hierbij graag onze voorkeur voor een beursintroduktie in verschillende tranches, zoals ook in uw advies als voorkeursscenario staat vermeld. Aan de overige varianten kleven grote nadelen, waarvan enkele voorbeelden ook in uw advies staan genoemd. ABN AMRO is dan ook geen voorstander van deze alternatieve scenario's.

Een beursgang biedt ABN AMRO voordelen in de vorm van een zelfstandige positie in de markt en de mogelijkheid om in de toekomst via de kapitaalmarkt op een eenvoudiger wijze kapitaal aan te trekken. Een beursgang in combinatie met de hierna in paragraaf (III) beschreven maatregelen, biedt verder een goede uitgangspositie voor het door ABN AMRO kunnen behouden van haar eigen identiteit als Nederlandse systeembank. Hetzelfde geldt voor het door ABN AMRO kunnen uitvoeren van haar langetermijnstrategie. Tevens waarborgt een beursgang het door ABN AMRO kunnen behouden van een voor haar klanten, medewerkers en investeerders transparant ingerichte organisatiestructuur, waarin op marktconforme wijze verantwoording wordt afgelegd. In lijn met de aanbevelingen van de Commissie Structuur Nederlandse Banken draagt een beursgang van ABN AMRO ook bij aan de concurrentieverhoudingen in de sector en een level playing field.

Wij hebben in uw advies gelezen dat het aandelenbelang van de Staat over meerdere jaren volledig zal worden afgebouwd. ABN AMRO staat evenwel positief tegenover het door de Staat houden van een minderheidsbelang, gelet op de bijdrage die de Staat daarmee, in lijn met de wens van de Tweede Kamer, kan leveren aan het behoud van het eigen, Nederlandse karakter en de continuïteit van ABN AMRO. Wij hebben echter begrip voor het feit dat de Staat op dit punt met het oog op zijn eigen belangen zelf een afweging zal maken. Als de Staat er toch voor kiest om voor een langere periode (op “arms length”-basis) een minderheidsbelang te houden, geven wij u graag in overweging om voor ABN AMRO uit te gaan van een uiteindelijk aandeel van de Staat (al dan niet in de vorm van certificering) tussen 15% en 30%. Zoals u zelf ook in uw advies aangeeft, is uit voorbeelden van andere Europese banken (waaronder de Noorse bank DnB NOR) gebleken dat de invloed van een dergelijk minderheidsbelang op de waardering van de bank beperkt is. Wij tekenen hierbij aan dat wij uw opvatting delen dat in lijn met Europese regelgeving en de (Golden Share) jurisprudentie aan door de Staat te houden aandelen geen bijzondere rechten kunnen worden toegekend. De aan de aandelen verbonden rechten dienen dan ook telkens in lijn te zijn met wat gebruikelijk is voor in Nederland beursgenoteerde ondernemingen (de zogenaamde best practices). Afwijkingen daarvan dienen naar onze mening te worden vermeden.

## **II) Timing van de privatisering**

Wij kunnen ons vinden in uw advies aan de Minister om de eerste twaalf maanden na bespreking van uw advies in de Tweede Kamer te benutten voor de verdere voorbereidingen voor een beursintroductie en daarna te bezien of een beursintroductie binnen vier tot zes maanden mogelijk is, mede gelet op de economische omstandigheden.

Zoals wij hierboven al hebben aangegeven, is ABN AMRO intern begonnen om zich te oriënteren op een mogelijke beursgang, met inachtneming van de brief van de Minister de dato 24 januari 2011 aan de Tweede Kamer (“exitbeleid financiële deelnemingen”). Een IPO vereist echter een lange en zeer arbeidsintensieve voorbereidingstijd. Hoewel inmiddels vooruitgang is geboekt, verwachten wij dat ABN AMRO ten minste de in uw advies opgenomen tijd nodig heeft om volledig klaar te zijn voor de start van een IPO. Wij zijn het met u eens dat de exacte datum van een beursintroductie zorgvuldig moet worden gekozen. Gelet op de door u genoemde doelstelling om een zo hoog mogelijke verkoopopbrengst te realiseren, kan deze datum niet los worden bepaald van onder meer de ontwikkelingen in het economisch klimaat en de invloed daarvan op de resultaten van ABN AMRO. ABN AMRO dient over meerdere kwartalen een consistente ontwikkeling van de resultaten te laten zien om een gunstige invloed op de waardering door investeerders te kunnen waarborgen en om de door u genoemde doelstelling te halen. Na afloop van de termijn van twaalf maanden zullen deze elementen moeten worden meegewogen bij de beoordeling of een beursintroductie binnen vier tot zes maanden daarna mogelijk is. Uiteraard dient ook het oordeel van De Nederlandsche Bank te worden meegenomen in deze beslissing.

Wij zijn ons goed bewust van de noodzaak om voor een geslaagde beursintroductie een aantrekkelijke equity story te presenteren. ABN AMRO heeft in maart 2013 de hoofdlijnen van haar langetermijnstrategie aan de markt bekend gemaakt en daarbij drie concrete financiële doelstellingen geformuleerd. Voor een beursgang is het noodzakelijk om investeerders meer

inzicht te geven in zowel de wijze waarop ABN AMRO deze lange termijn doelstellingen wil bereiken als de bijdrage die daaraan vanuit de afzonderlijke businesses geleverd gaat worden. In de komende periode wordt aan deze zogenaamde equity story, oftewel de vertaling van het profiel en de strategie naar beleggers in het kader van een beursgang, verder gewerkt, waarbij de tot op heden op onze strategie ontvangen reacties van NLFi, beleggers en investment banks worden meegenomen.

### **III) Beschermingsmaatregelen**

De beste bescherming tegen een nieuwe vijandige overname, en dus tegen een herhaling van het verleden, is dat ABN AMRO duurzaam uitstekend presteert. Maar desondanks kan in sommige situaties behoefte bestaan aan een effectieve juridische wijze van bescherming. U stelt vast dat het gebruik van beschermingsmaatregelen niet alleen is voorbehouden aan Nederlandse vennootschappen, maar ook in de ons omringende landen op grote schaal plaatsvindt. Het feit dat u nauwelijks bewijzen voor de aanwezigheid van een zogenaamde Dutch discount heeft gevonden, is in lijn met het beeld aan onze kant. Dit geldt in het bijzonder voor wat betreft de Nederlandse structuur met de uitgifte van preferente aandelen op basis van een call optie aan een onafhankelijke (“White Knight”-)stichting continuïteit. Wij zijn het eens met uw constatering dat laatstbedoelde structuur met preferente aandelen een door Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen<sup>1</sup> veelvuldig gebruikte beschermingsmaatregel vormt, die bovendien door investeerders algemeen geaccepteerd is en geen aantoonbaar prijsdrukkend effect heeft. In de praktijk is meermalen gebleken dat een dergelijke structuur preventief werkt en in ieder geval een goed middel is om (extra) tijd en ruimte te creëren teneinde een voor de vennootschap en al haar stakeholders optimale oplossing te vinden. Wij zijn het dan ook graag eens met uw advies om deze structuur voor ABN AMRO in te voeren.

Wij zijn het verder met u eens dat de beschreven structuur in ieder geval voor het moment van een beursgang moet zijn ingericht en in de statuten moet zijn opgenomen. Wij zien echter geen aanleiding om met het activeren en in werking stellen van de beschreven structuur te wachten tot het door de Staat in ABN AMRO gehouden belang minder is dan een derde van het geplaatste kapitaal. Het is de vraag of – bijvoorbeeld als gevolg van een toetsing door de rechter - de aan een belang van de Staat verbonden zeggenschap, zelfs in combinatie met gekwalificeerde meerderheden voor strategische aandeelhoudersbesluiten (zie ook hierna), telkens zal volstaan om een (al dan niet activistische) meerderheid te blokkeren.

ABN AMRO heeft als zelfstandige, beursgenoteerde vennootschap bovendien een eigen verantwoordelijkheid om in geval van een vijandig overnamebod of poging tot opsplitsing door activistische aandeelhouders haar eigen positie te bepalen in het belang van alle stakeholders, zonder dat daarbij het belang van aandeelhouders (en ook het belang van de Staat als aandeelhouder) doorslaggevend kan zijn. De Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen zijn juridisch gehouden om in een dergelijke situatie zelfstandig de verschillende belangen af te wegen. Het niet direct in werking stellen van de beschreven structuur bij een beursgang maakt ABN AMRO echter volledig afhankelijk van het op dat moment zittende kabinet voor het uitoefenen van de aan het aandelenbelang van de Staat verbonden rechten. Hoewel de belangen van ABN AMRO en de Staat naar wij veronderstellen veelal parallel lopen, hoeft dat niet in alle omstandigheden het geval te zijn. De Staat heeft naar gangbare (juridische) opvattingen het recht

<sup>1</sup> Enkele voorbeelden zijn ING, Aegon, Philips, DSM, Ahold, ASML, KPN en Randstad.

als aandeelhouder het eigen belang te laten prevaleren boven dat van andere stakeholders. Bovendien is niet uit te sluiten dat de Staat bij haar belangenafweging ook rekening dient te houden met een Europees (regelgevend) kader en bijvoorbeeld een louter nationaal belang niet mag laten prevaleren. Wij lezen in uw advies ook dat de bescherming die door de Staat aan de gekwalificeerde meerderheden kan worden ontleend, volledig is gericht op het financieel-economisch belang van de Staat. De belangen van de vennootschap en haar stakeholders, waaronder klanten en medewerkers, worden daarbij niet genoemd. Weliswaar staan de overige stakeholders wel vermeld in uw samenvatting van de statutaire doelstelling van NLFI, maar wederom wordt het belang van de Staat daarbij nadrukkelijk voorop gesteld. Verder merken wij op dat u het op termijn alsnog volgen van alternatieve verkoopscenario's in uw advies nadrukkelijk niet uitsluit. Dit stelt de vennootschap en haar stakeholders bloot aan een grote mate van onzekerheid.

Het mag voor zich spreken dat de hiervoor beschreven mening van ABN AMRO niet los kan worden gezien van de ervaring die ABN AMRO zelf heeft opgedaan met de overname door het Consortium van Fortis, RBS en Santander in 2007. Met name het feit dat ABN AMRO eerder haar bestaande beschermingsinstrumentarium had afgeschaft, maakte haar weerloos tegen de druk van activistische aandeelhouders, met als gevolg de overlevering aan, en opsplitsing door, het Consortium. De ervaringen met door buitenlandse banken overgenomen onderdelen van het "oude ABN AMRO" sterken ons bovendien in het oordeel dat een blijvende Nederlandse worteling van ABN AMRO gewenst is. Dit geeft dan ook aanleiding tot het door ABN AMRO zelf kunnen treffen van passende maatregelen om haar belangen te beschermen. Daarmee wordt tevens tegemoet gekomen aan de in uw brief genoemde wens van de Tweede Kamer om te voorkomen dat de historie zich ten aanzien van ABN AMRO herhaalt en dus de belangen van de Nederlandse markt en de stabiliteit van het financiële stelsel opnieuw in gevaar zouden kunnen komen. Zoals hierboven staat toegelicht, is het naar onze mening niet voldoende om daartoe te volstaan met een minderheidsbelang van de overheid.

Samenvattend zijn wij van oordeel dat direct bij de start van de beursintroduktie de White Knight structuur moet worden geactiveerd en in werking gesteld.

Wij zijn het overigens eens met uw advies om daarnaast over te gaan tot het wijzigen van de statuten van ABN AMRO met als doel het introduceren van gekwalificeerde meerderheden (ten minste twee derde van de uitgebrachte stemmen die minimaal de helft van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen) voor diverse strategische aandeelhoudersbesluiten. U noemt daarbij belangrijke besluiten die het karakter of de identiteit van de vennootschap veranderen. Naar onze mening zouden daaronder meerdere besluiten moeten vallen, zoals besluiten tot wijziging van de statuten en de vermindering van kapitaal. Wij treden daarover graag in overleg. De gekwalificeerde meerderheden zouden moeten gelden indien deze aandeelhoudersbesluiten niet op voorstel van de Raad van Bestuur en met goedkeuring van de Raad van Commissarissen worden genomen. Tevens dient, gelet op de – ook door u genoemde - verplichte toepassing van het volledig structuurregime<sup>2</sup> voor ABN AMRO met ingang van de datum van de IPO, in de statuten te worden voorzien in de benoeming en het ontslag van bestuurders door de Raad van Commissarissen.

<sup>2</sup> Op dit moment past ABN AMRO op basis van artikel art 2:265a lid 1 sub b Burgerlijk Wetboek het gemitigeerd structuurregime toe.

### **Medezeggenschap/visie Centrale Ondernemingsraad**

Met het oog op een mogelijke privatisering vindt regelmatig afstemming met de Centrale Ondernemingsraad (COR) van ABN AMRO plaats. De Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen vinden het van belang dat de privatisering zal kunnen rekenen op een breed draagvlak binnen de organisatie en alleen al om deze reden hechten de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen veel waarde aan de visie van de COR. Wij hebben dan ook met instemming de opmerking in uw advies gelezen dat in de voorbereidingen voor de IPO rekening zal worden gehouden met het door de COR telkens kunnen uitoefenen van de aan hem opgedragen taken en verantwoordelijkheden.

Eerder hebben wij met u gesproken over het opstellen van een protocol voor het vastleggen van de samenwerking tussen NLFi en ABN AMRO in het kader van de voorbereidingen voor een IPO. Het protocol zou onder meer afspraken moeten bevatten over de wijze waarop de COR van ABN AMRO daarbij wordt betrokken en hoe de COR aldus concreet in staat wordt gesteld invulling te geven aan zijn taken en verantwoordelijkheden. Graag willen wij op zo kort mogelijke termijn met u over dit protocol in overleg treden, zodat dit protocol een goede basis biedt vanaf het moment dat de Minister het groene licht geeft voor de start van de voorbereidingen.

Zoals de voorzitter van de COR u op 28 maart 2013 tijdens de Algemene Vergadering heeft toegelicht wordt door de COR onder meer aangedrongen op maximale bescherming tegen een eventuele vijandige overname. De Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen delen de mening van de COR dat voorkomen dient te worden dat de historie zich ten aanzien van ABN AMRO herhaalt. De COR heeft zijn visie op de privatisering uitvoerig met ons besproken en ook in een eigen brief samengevat. Wij verwijzen u graag naar de inhoud van deze brief die als bijlage is opgenomen.

Overigens heeft de COR ons laten weten voorstander te zijn van het in het kader van de privatisering inrichten van een werknemersparticipatieplan. De COR baseert zich hierbij op een door de COR eind 2011 onder de medewerkers van ABN AMRO uitgevoerd onderzoek over hun visie op ABN AMRO anno 2017. Daaruit zou zijn gebleken dat onder een aanzienlijk deel van de medewerkers de behoefte bestaat om deel te kunnen nemen aan een werknemersparticipatieplan. De COR noemt als voordelen van een zodanig plan onder meer het realiseren van een grotere betrokkenheid van medewerkers op lange termijn en het faciliteren van de vorming van een groep (loyale) aandeelhouders. Wij stellen u voor om de haalbaarheid van een werknemersparticipatieplan in het kader van de voorbereidingen voor een IPO nader te onderzoeken.

### **Aanvullende opmerkingen**

In aanvulling op bovenstaande onderwerpen, hebben wij met belangstelling kennis genomen van uw advies om over te gaan tot de verankering van de maatschappelijke rol en verantwoordelijkheid van ABN AMRO in haar governance. Naar wij begrijpen heeft onder meer de AFM benadrukt dat ABN AMRO ook bij een beursintroductie voldoende aandacht moet blijven besteden aan het centraal stellen van het klantbelang. De hieruit sprekende zorg is naar onze mening, nog afgezien van de eisen die de regelgeving oplegt en de ontwikkelingen in de jurisprudentie, onnodig. Het centraal stellen van het klantbelang vormt één van de belangrijkste

speerpunten van ABN AMRO, als onderdeel van de vijf strategische pijlers die op 1 maart 2013 in het kader van de langetermijnstrategie zijn gecommuniceerd. Tijdens de Algemene Vergadering op 28 maart 2013 heeft de Raad van Bestuur een uitvoerige presentatie gegeven over de wijze waarop door ABN AMRO invulling wordt gegeven aan klantbelang centraal. De score van ABN AMRO in het AFM dashboard van de afgelopen twee jaar geeft aan dat ABN AMRO het klantbelang daadwerkelijk centraal stelt en dat de in dit kader gestarte initiatieven hun vruchten afwerpen. Deze aandacht voor klantbelang centraal zal door de IPO niet veranderen.

De langetermijnstrategie van ABN AMRO weerspiegelt echter ook in ruimere zin de maatschappelijke verantwoordelijkheid die ABN AMRO neemt. We wijzen u in dat verband onder meer op het beleid en de initiatieven op het terrein van duurzaamheid. Een IPO brengt hierin evenmin verandering.

Wij zijn tegen de geschetste achtergrond evenwel graag bereid om met u over de bedoelde verankering verder van gedachten te wisselen. Wij denken hierbij onder meer aan het uitbreiden van de statutaire doelstelling met elementen die het voldoende meewegen van het klantbelang onderstrepen. Dit met de aantekening dat bij de verdere uitwerking hiervan nadrukkelijk aandacht zal moeten worden gegeven aan de juridische risico's om te voorkomen dat ABN AMRO met onbedoelde negatieve gevolgen wordt geconfronteerd. Tevens zal de verdere verankering van zowel het klantbelang centraal als de overige aspecten van de maatschappelijke rol van banken optimaal moeten worden afgestemd op de wijze waarop opvolging zal worden gegeven aan de aanbevelingen van de Commissie Structuur Nederlandse Banken. ABN AMRO beraadt zich daar op dit moment op.

### **Conclusie**

Wij kunnen ons vinden in uw advies aan de Minister om ABN AMRO door middel van een beursgang te verzelfstandigen en om de eerste twaalf maanden na bespreking van uw advies in de Tweede Kamer te benutten voor de verdere voorbereidingen voor deze beursintroductie. Hetzelfde geldt voor uw advies om daarna te bezien of een beursintroductie binnen vier tot zes maanden mogelijk is. Hierbij zal de exacte datum van een beursintroductie zorgvuldig moeten worden gekozen. Deze datum kan niet los worden bepaald van onder meer de ontwikkelingen in het economisch klimaat en de invloed daarvan op de resultaten van ABN AMRO.

Wij staan ook positief tegenover het door de Staat na een beursgang houden van een minderheidsbelang in ABN AMRO. Wij hebben evenwel begrip voor het feit dat de Staat op dit punt, met het oog op zijn eigen belangen, zelf een afweging zal maken en mogelijk zal kiezen voor een volledige afbouw van het belang over meerdere jaren. Als de Staat er toch voor kiest om voor een langere periode (op "arms length"-basis) een minderheidsbelang te houden, geven wij graag in overweging om voor ABN AMRO uit te gaan van een uiteindelijk aandeel van de Staat (al dan niet in de vorm van certificering) tussen 15% en 30%.

Wij ondersteunen eveneens het voor ABN AMRO treffen van een effectieve beschermingsmaatregel in de vorm van een White Knight structuur, in aanvulling op de invoering van het volledige structuurregime per de datum van de IPO en het voor strategische

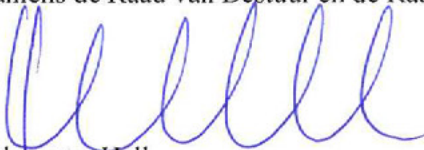
het echter onze verantwoordelijkheid om deze structuur direct bij de IPO te activeren en in werking te laten treden, zodat voor ABN AMRO ook vennootschapsrechtelijk de infrastructuur aanwezig is om ingeval van een vijandig overnamebod of daaraan gelijk te stellen initiatieven van activistische aandeelhouders effectief maatregelen te kunnen treffen in het belang van de vennootschap, haar klanten, medewerkers en alle overige stakeholders.

Het spreekt voor zich dat de in deze brief beschreven visie van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen onder voorbehoud is van de instemming van De Nederlandsche Bank (voor zover nodig) met de diverse voor de IPO vereiste besluiten en stappen. Hetzelfde geldt voor de ondersteuning daarvan vanuit de Centrale Ondernemingsraad, in lijn met de toepasselijke wettelijke bepalingen.

Wij willen tenslotte graag benadrukken dat de Raad van Bestuur van ABN AMRO, met ondersteuning van de Raad van Commissarissen, alles zal doen dat in zijn macht ligt om ervoor te zorgen dat een beursgang van ABN AMRO een succes wordt.

Wij houden ons uiteraard graag beschikbaar voor een toelichting.

Hoogachtend,  
namens de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen,



Johan van Hall  
Vice-voorzitter Raad van Bestuur ABN AMRO

Bijlage: Brief Centrale Ondernemingsraad ABN AMRO

**Vertrouwelijk**

ABN AMRO Groep N.V.  
t.a.v. Raad van Bestuur  
Gustav Mahlerlaan 10  
1082 PP AMSTERDAM

**Datum**

9 augustus 2013

**Onderwerp**

**ADVIES NLFI INZAKE EXIT STRATEGIE**

**Referentie**

COR Werkgroep Butterfly

**Afdeling**

COR Secretariaat

**Telefoon**

06 51 30 17 29

**Fax**

020 628 01 06

Geachte Raad van Bestuur,

Wij danken u voor toezending van het definitieve concept advies van 26 juli 2013 van NL Financial Investments ("NLFI") aan de minister van Financiën over de exit strategie voor ABN AMRO en de reactie van u en de Raad van Commissarissen als vervat in uw brief van vandaag.

Alvorens op de inhoud van deze stukken in te gaan, willen wij alvast onze waardering uitspreken voor de wijze waarop wij tot op heden over het voorgenomen traject zijn geïnformeerd en over het platform dat ons is geboden om onze gedachten en uitgangspunten kenbaar te maken. Dit gezegd hebbende, hechten wij evenwel net als u aan een spoedige totstandkoming van een formeel protocol voor het vastleggen van de samenwerking tussen NLFI en ABN AMRO aangaande de voorbereiding van de beursgang, waarin ook concreet en in samenspraak met ons wordt geregeld hoe en wanneer wij als centrale ondernemingsraad in staat worden gesteld om ten volle invulling te geven aan onze taken en verantwoordelijkheden.

**Het advies**

Laten wij voorop stellen dat wij uw reactie op het advies van NLFI grotendeels onderschrijven. Om de door de ABN AMRO voorgenomen langetermijnstrategie optimaal te kunnen verwezenlijken is een verzelfstandiging van ABN AMRO ook in onze ogen noodzakelijk. Een beursgang biedt daartoe de beste mogelijkheid. Wij tekenen daarbij aan dat (ook) de centrale ondernemingsraad er de voorkeur aan geeft als de Staat uiteindelijk een op "arm's length" minderheidsbelang houdt in ABN AMRO. Met een dergelijk door de Staat aan te houden belang kan de Staat mede een bijdrage leveren aan het behouden van het Nederlandse karakter en de zelfstandigheid van de bank.

Ten aanzien van de timing wordt in het advies uitgegaan van een voorbereidingsperiode van twaalf maanden waarna NLFI kan besluiten om binnen een periode van vier tot zes maanden een succesvolle beursintroductie door te voeren. Of deze timing realistisch is, is lastig in te schatten. De centrale ondernemingsraad wil er echter voor waken dat deze termijn geen eigen leven gaat leiden. In alle gevallen zal uitgangspunt moeten zijn dat de beursgang inderdaad succesvol zal zijn. Als daarvoor meer tijd nodig is, dan zal deze tijd, zo vinden wij, genomen moeten worden.



### Beschermingsmaatregelen

Bij de te treffen beschermingsmaatregelen willen wij langer stil staan. ABN AMRO heeft in dit verband een belast verleden. We kunnen slechts gissen naar hoe de wereld er zou hebben uitgezien als de bank indertijd zou hebben beschikt over adequate beschermingsinstrumenten, maar voor ons staat vast dat als dergelijke instrumenten er geweest zouden zijn, ABN AMRO zich beter had kunnen weren en dat de schade die het gevolg van alles is geweest, zich niet zou hebben voorgedaan, althans niet in diezelfde mate. Te allen tijde zal naar het oordeel van de centrale ondernemingsraad voorkomen moeten worden dat ABN AMRO (wederom) speelbal kan worden van externe partijen, zonder dat ABN AMRO de mogelijkheid en de juridische middelen heeft om in dat krachtenveld een - in voldoende mate - zelfstandige rol te kunnen spelen of af te kunnen dwingen.

#### *Stichting continuïteit*

In verband met mogelijk te treffen beschermingsmaatregelen hebben wij ons laten informeren en adviseren. Wij zijn op basis daarvan tot de conclusie gekomen dat wij uw visie delen ten aanzien van het op- en inrichten van een stichting continuïteit aan wie een call optie wordt verstrekt voor uit te geven preferente aandelen. Met u zijn wij van mening dat deze beschermingsmaatregel van meet af aan, dus bij de beursgang moet worden getroffen en onderschrijven ook ten volle de argumenten die u daarbij hanteert. Wij begrijpen niet goed welke bezwaren er zijn tegen het van meet af aan inrichten van een stichting continuïteit. Dat wordt ook niet gemotiveerd. Als het zo is dat NLF, zolang zij meer dan één derde van de aandelen houdt, nog alle opties als aandeelhouder wil openhouden zoals vervreemding van haar pakket aan een derde tegen een aantrekkelijke prijs, ook als dat niet in het belang is van de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen (belangen die de stichting continuïteit heeft te dienen bij de uitoefening van haar bevoegdheden), dan overtuigt dat niet. Integendeel; bij het verzelfstandigen van ABN AMRO ligt het in de rede, gegeven haar verleden en haar positie in de markt, dat de bank van meet af aan beschermd wordt waarbij het vennootschappelijk belang als toetssteen heeft te gelden en niet (uitsluitend) het belang van de Staat als aandeelhouder, ongeacht de grootte van het belang van de Staat. De centrale ondernemingsraad zal zich hier dan ook in de adviesprocedure hard voor maken.

#### *Structuurregime*

Wij begrijpen dat het wettelijk systeem met zich meebrengt dat het volledige structuurregime van toepassing dient te zijn op het moment van de beursgang. Wij achten het ook van belang dat het volledige structuurregime alsdan ook daadwerkelijk wordt ingericht en onderschrijven het advies van NLF aan de Staat geen maatregelen te treffen die het inwerkingtreden van het volledige regime zouden kunnen tegengaan. Van het volledige structuurregime gaat een mate van bescherming uit en de centrale ondernemingsraad hecht er aan dat het Bestuur wordt benoemd en ontslagen door de Raad van Commissarissen op de samenstelling waarvan zij invloed heeft.

#### *Gekwalificeerde meerderheden*

In lijn met zowel het standpunt van NLF als uw standpunt, zijn ook wij van mening dat er ten aanzien van belangrijke aandeelhoudersbesluiten gekwalificeerde meerderheden geïntroduceerd zouden moeten worden. Dat geldt niet alleen voor besluiten als bedoeld in artikel 107a Boek 2 BW (besluiten omtrent belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming) of besluiten over de naam, zetel, doel en maatschappelijk

kapitaal zoals NLF1 dat voorstaat, maar, en in navolging van wat het Bestuur voorstaat, evenzeer om andere belangrijke besluiten, zoals besluiten tot wijziging van de statuten en vermindering van kapitaal.

#### *Prioriteitsaandelen*

Om ABN AMRO extra te beschermen zouden wij het Bestuur en de Raad van Commissarissen in overweging willen geven hun standpunt te herzien aangaande het creëren van een prioriteitsaandeel en het onderbrengen van dat aandeel in een Stichting Prioriteit. Wij vinden het met name belangrijk dat de aandeelhouders, ook al beschikken zij over een gekwalificeerde meerderheid, de statuten niet zonder drempel kunnen wijzigen c.q. besluiten kunnen nemen omtrent belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming. Daarvoor zou goedkeuring nodig moeten zijn van de Stichting Prioriteit. Daar kan een belangrijke beschermende werking van uitgaan. Door de samenstelling van het bestuur zorgvuldig te kiezen, kan in alle gevallen en juist ook ingeval er sprake is van een vijandig bod c.q. ongewenst aandeelhoudersactivisme, gekomen worden tot een afgewogen besluitvorming.

Wij wijzen er op dat het uitgeven van prioriteitsaandelen niet ongebruikelijk is. Deze vorm van bescherming is bij meerdere beursfondsen toegepast, waaronder AkzoNobel, Wereldhave, Binck, ARCADIS, Aalberts Industries en Brunel.

#### **Werknemersparticipatie**

Wij zijn verheugd over het draagvlak dat we bij u hebben weten te creëren over in ieder geval het willen denken over het inrichten van een werknemersparticipatieplan. U memoreert terecht dat de centrale ondernemingsraad eind 2011 onder alle medewerkers van ABN AMRO een onderzoek heeft uitgevoerd naar de opvatting van de medewerkers over hun visie op ABN AMRO anno 2017. Daar heeft een substantieel gedeelte van het werknemersbestand op gereageerd. Uit het onderzoek bleek onder meer dat er onder de medewerkers de behoefte bestaat om deel te kunnen nemen aan een werknemersparticipatieplan.

Zoals wij eerder aangaven, kan het idee om werknemers te laten participeren in het resultaat van de onderneming waar zij werkzaam zijn zich in toenemende mate verheugen op positieve aandacht in de literatuur (zie bijvoorbeeld Arnoud W.A. Boot, De ontwortelde onderneming, Stichting Management Studies 2009 en Michael Lower, Employee participation in governance, Cambridge 2010) en op een steeds groter wordend maatschappelijk en politiek draagvlak. Als voordelen van het inrichten van een werknemersparticipatieplan worden genoemd het realiseren van een grotere betrokkenheid en verantwoordelijkheid van de werknemers, het binden van werknemers voor langere termijn, het verhogen van de prestaties en een toename van het aantal aandelen dat wordt gehouden door aandeelhouders met een lange termijn visie. Kortom loyale aandeelhouders met verstand van zaken en begrip voor de verhoudingen.

De centrale ondernemingsraad is een zeer groot voorstander van het opzetten van een werknemersparticipatieplan. Wij zien graag uit naar een dialoog hieromtrent.

#### **Samenvattend**

Zoals uit het bovenstaande moge blijken, onderschrijven wij in grote lijnen uw reactie als vervat in uw brief van heden aan NLF1 op haar advies aan de minister over de exit strategie voor ABN AMRO.

ABN AMRO

Datum  
9 augustus 2013

Referentie  
COR werkgroep  
Pagina  
4/4

Van groot belang achten wij dat de stichting continuïteit in werking treedt vanaf het moment van de beursintroductie. Ook wij zijn voorstander van het introduceren van gekwalificeerde meerderheden in aandeelhoudersvergaderingen ten aanzien van belangrijke besluiten. De centrale ondernemingsraad zou echter een aanvullende bescherming ingericht willen zien door middel van het creëren van een Stichting Prioriteit met goedkeuringsbevoegdheden ten aanzien van een aantal wezenlijke aandeelhoudersbesluiten. ABN AMRO heeft een belast verleden en te allen tijde moet worden voorkomen dat de geschiedenis zich kan herhalen.

Betrokkenheid van werknemers bij het reilen en zeilen van de bank is voor de centrale ondernemingsraad van groot belang. Het inrichten van een werknemersparticipatieplan dat ook op een breed draagvlak kan rekenen draagt daar aan bij. Werknemers die tevens een financieel belang hebben in ABN AMRO zullen nog meer oog hebben voor de lange termijn doelstellingen van de bank en de bank wordt daarnaast voorzien van loyale aandeelhouders.

De centrale ondernemingsraad zal zich in de aankomende adviesprocedures telkens krachtig opstellen ten aanzien van een goede bescherming van ABN AMRO en de introductie van een werknemersparticipatieplan.

Een fotokopie van deze brief hebben wij per gelijke post verzonden naar NLF1 in het licht van de open dialoog die NLF1 met de centrale ondernemingsraad voorstaat.

Met vriendelijke groet,



René Hazebroek  
voorzitter

cc: NL Financial Investments

## Bijlage 2

*Reactie raad van bestuur en raad van commissarissen van a.s.r. op het exitadvies,  
12 augustus 2013*

*Vertrouwelijk*  
Bestuur NL Financial Investments  
T.a.v. M. Enthoven  
Postbus 45650  
2504 BB DEN HAAG

**ASR Nederland N.V.**

*Raad van Bestuur*

Archimedeslaan 10  
3584 BA Utrecht  
Postbus 2072  
3500 HB Utrecht  
Nederland  
[www.asr.nl](http://www.asr.nl)

Datum 12 augustus 2013  
Onderwerp Exit advies a.s.r.  
  
Telefoon (030) 257 33 01

Geachte bestuur, Beste Michael,

In het exitadvies aan de minister wordt voor wat betreft a.s.r. geadviseerd een dual track-benadering te volgen. Door enerzijds op zo kort mogelijke termijn concrete voorbereidingen treffen voor een (gedeeltelijke) zelfstandige beursgang en door anderzijds in diezelfde periode nadrukkelijk de mogelijkheden te onderzoeken van een eventuele consolidatie in de Nederlandse markt.

In 2008 is door de minister van financiën aangegeven dat het moment van privatisering van a.s.r. afhankelijk zal zijn van onder andere de stabiliteit van het bedrijf en de mate waarin financiële markten genormaliseerd zijn.

Vanaf 2008 is a.s.r. begonnen met de afsplitsing van haar voormalige moederbedrijf. De balans en het risicomanagement zijn op het niveau gebracht dat hoort bij een zelfstandige Nederlandse verzekeraar. De rating is verbeterd, de solvabiliteit is degelijk en gedurende vijf opeenvolgende jaren zijn structurele kostenreducties doorgevoerd. Vanaf 2009 is er jaarlijks een positief bedrijfsresultaat gerealiseerd en sinds 2011 keert a.s.r. dividend uit.

Ook de verdere transitie van a.s.r. neemt concrete vormen aan. Het uitvoeren van de business strategie resulteert in vereenvoudiging van het productaanbod, verdere structurele verlaging van kosten, effectieve distributie en waardering van klanten. Het consequent volgen van de ingezette koers moet leiden tot een maatschappelijk relevante en geaccepteerde verzekeraar waar de klant écht voorop staat en daarmee bijdragen aan herstel van klantvertrouwen.

Vanaf 2008 is a.s.r. ook gestart met de voorbereidingen op een zelfstandige privatisering. De interne processen die nodig zijn voor een eventuele beursgang zijn daar op zoveel als mogelijk aangepast. Doel daarvan was dat u als aandeelhouder desgewenst zou kunnen besluiten tot verzelfstandiging als de markt daarvoor in uw opinie goede gelegenheid bood. Nu de financiële markten enigszins tot rust zijn gekomen en de koersontwikkeling van verzekeraars voorzichtige tekenen van herstel laat zien, lijkt daarvoor momentum te ontstaan. Zowel de omvang van a.s.r., de gekozen strategie als de solide balans, bieden ruimte voor een zelfstandige toekomst.

Datum 12 augustus 2013  
Onderwerp Exit advies a.s.r.

Daar staat tegenover dat de Nederlandse verzekeringsmarkt momenteel sterk verzadigd is en krimpt. Mede als gevolg van het wegvallen van fiscale stimulansen voor spaarverzekeren, het verbod op provisie, de lage rente (die vooral de markt voor pensioenen raakt) en de voor consumenten en bedrijven aanhoudend moeilijke economische tijden.

In een krimpende markt kan consolidatie een strategische mogelijkheid voor een exit bieden. Dit scenario biedt de mogelijkheid om in de Nederlandse markt synergievoordelen te behalen, die ten gunste van de belastingbetaler kunnen komen. a.s.r. vindt het dan ook verstandig om naast de voorbereiding op een beursgang ook de opties daartoe nadrukkelijk te (blijven) verkennen.

Daarmee onderschrijven wij het in goed overleg met ons tot stand gekomen advies van de 'dual track'-benadering.

Met vriendelijke groet,

Namens Raad van Bestuur

Namen de Raad van Commissarissen



Mr. J.P.M. Baeten

Dr C. van der Pol

# Bijlage 3

*Reactie ondernemingsraad a.s.r. op het exitadvies, 13 augustus 2013*

Bestuur NL Financial Investments  
T.a.v. M. Enthoven  
Postbus 45650  
2504 BB DEN HAAG

Van Ondernemingsraad ASR Nederland N.V.  
E-mail [asrverzekering.or@asr.nl](mailto:asrverzekering.or@asr.nl)

Kopie aan Jos Baeten, voorzitter Raad van Bestuur  
Datum 13 augustus 2013  
Referentie OR-nr 2013-308  
Onderwerp Brief aan minister inzake exit-strategie a.s.r.

Geachte heer Enthoven,

Wij hebben van de bestuurder van a.s.r. het concept advies van NLFI aan de minister over de exit van a.s.r. ontvangen.

De bestuurder heeft de ondernemingsraad van a.s.r. reeds in een vroeg stadium geïnformeerd over het proces en de ontwikkelingen rondom de exit. Ook zijn wij de afgelopen maanden door de bestuurder goed op de hoogte gehouden over de verschillende mogelijkheden die er toe moeten leiden dat a.s.r. weer als een geprivatiseerd bedrijf op de Nederlandse markt gaat opereren.

De ondernemingsraad herkent de door u beschreven mogelijkheden en zal - zoals ook aangegeven in uw advies - zijn mening vormen en inhoudelijke reactie presenteren op het moment dat duidelijk is op welke wijze a.s.r. geprivatiseerd wordt en de consequenties daarvan voor o.a. de medewerkers.

In de tussenliggende periode zullen wij ons uiteraard op de hoogte laten blijven stellen van de verdere ontwikkelingen rondom de exit van a.s.r.

Met vriendelijke groet,  
Ondernemingsraad van a.s.r.



Marcel Hindriks  
Vice-voorzitter