



Lange Houtstraat 26
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

www.nlfi.nl

Behandeld door



T
M
E



Datum

12 oktober 2015

Nummer

2015/368

Bijlagen:

5

Ministerie van Financiën

memo

ABN AMRO: advies voor ITF

Inleiding

Middels dit memo adviseren wij u over de onderwerpen die MinFin heeft aangeduid als materieel voor uw beslissing betreffende een Go / No-Go voor de Intention To Float (ITF, welke is aangeduid als principieel en zwaarwegend).

Net als bij het opstellen van eerdere (exit) adviezen, heeft NLFI bij het opstellen van dit advies zijn statutaire doelomschrijving als leidraad genomen. NLFI ziet het als zijn taak om de onderneming op een verantwoorde manier terug te brengen naar de markt en daarbij zoveel mogelijk van het hierin geïnvesteerde vermogen terug te verdienen. Een van de aspecten die NLFI hierbij in ogenschouw neemt, is een goede after market performance (onder meer een 5%-10% first day trading gain) en een diverse aandeelhoudersmix, waaronder voor een belangrijk deel betrokken, lange termijn beleggers.

In dit memo wordt ingegaan op:

- I. De drie exit-voorwaarden
- II. Benoemen van omvang van eerste tranche in de ITF
- III. Waardering en prijsverwachting
- IV. Risico's en hoe hiermee om te gaan
- V. Advies NLFI

Dit advies is gebaseerd op de door NLFI opgedane kennis en beschikbare informatie t/m 12 oktober. Voor ITF (gepland voor 27 oktober) ontvangt u een update van dit advies. In de update zal wederom aandacht worden besteed aan de drie exit-voorwaarden.

Bij de drie exit criteria heeft NLFI een verhoogde zorg over de volatiliteit van de markten, die nauwlettend gevolgd zal worden tot aan ITF en ook daarna. Vooralsnog ziet NLFI dit echter niet als reden om de IPO on hold te zetten. Naar het oordeel van NLFI is de onderneming klaar voor een beursgenoteerde omgeving en uit de early look meetings is voldoende investor appetite gebleken. Ook de onderneming geeft aan gereed te zijn en er is vertrouwen dat de relevante autoriteiten (ECB, DNB en AFM) hun goedkeuring zullen geven.

Op basis van de adviezen van de JGCs (de Joint Global Coordinators; ABN AMRO, Deutsche Bank en Morgan Stanley), de opinie van Rothschild (de financieel adviseur van NLFI) over deze adviezen en de analyse van NLFI komt NLFI tot het oordeel u te adviseren om uw goedkeuring te geven aan de ITF. Uiteraard zullen de drie exit criteria tot aan ITF (op 27 oktober) worden gevolgd, waarbij de volatiliteit van de markten speciale aandacht zal hebben.

I. De drie exit-voorwaarden

Zoals in 2011 met de Tweede Kamer is besproken en daarna in de verschillende exit adviezen en Kamerbrieven over de exit van ABN AMRO steeds is herhaald, kan ABN AMRO terug naar de markt als:

1. de financiële sector voldoende stabiel is;
2. er voldoende interesse is in de markt;
3. de onderneming er klaar voor is.

In het exit advies van mei 2015 heeft NLFI toegelicht dat aan deze voorwaarden werd voldaan. In het kader van de voorliggende beslissing over de go/no-go heeft NLFI onderzocht of dit nog steeds het geval is. NLFI heeft de JGCs en Rothschild gevraagd om hun visie op de drie exit criteria te geven. In bijlage 1 en 2 treft u deze aan, verderop in dit advies zijn deze ook weergegeven.

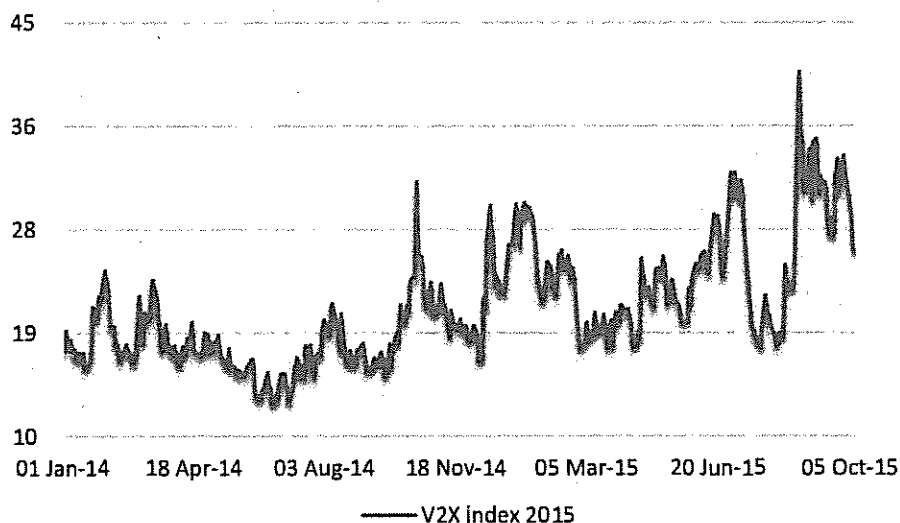
1. De financiële sector is voldoende stabiel

Sinds het tweede kwartaal is de volatiliteit op de aandelenmarkten toegenomen¹. DNB wijst hier ook naar in een persbericht² van 7 oktober jl. In haar Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS)³ van najaar 2015 wijst DNB op een aantal zaken, waaronder:

- De volatiliteit op financiële markten is recent opgelopen. Vooralsnog is geen sprake geweest van een brede besmetting van het financiële stelsel, maar een verdere toename in de volatiliteit op financiële markten kan risico's voor de financiële stabiliteit met zich meebrengen.
- Verminderde marktluiditeit versterkt de volatiliteit van financiële markten. Financiële instellingen dienen in hun risicomanagement rekening te houden met verminderde marktluiditeit. DNB wijst hier in het bijzonder op beleggingsfondsen die hier het meest kwetsbaar voor zijn.

DNB geeft aan dat het OFS geen voorspellingen bevat, maar scenario's analyseert. De data die DNB heeft gebruikt lopen tot maximaal 30 september. Zoals hierna blijkt, hebben zich in de periode daarna ook positieve ontwikkelingen voorgedaan. De toename van de nervositeit op de financiële markten volgt op een periode van lage stress op de financiële markten en kan daarom deels worden beschouwd als een correctie van deze situatie. Daarnaast spelen ook de gevolgen van de groeivertraging in China een rol.

NLFI onderkent dat sinds Q2 de volatiliteit is toegenomen na een periode van dalende volatiliteit, zoals ook blijkt uit onderstaande grafiek:



¹ Volatiliteit zorgt voor onrust bij beleggers waardoor zij voorzichtiger zijn met het nemen van Investeringsbeslissingen, en maakt het moeilijker om een juiste prijsrange te bepalen.

² <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieff/persberichten-2015/dnb332212.jsp>

³ http://www.dnb.nl/binaries/OFS_Najaar_tcm46-332216.pdf

Uit de grafiek is tevens af te leiden dat de volatiliteit sinds september weer wat afneemt. Hoe dit zich in de komende maanden zal ontwikkelen is niet te voorspellen. NLFI en haar adviseurs zullen dit nauwkeurig blijven volgen. Het is nog te vroeg om nu al te concluderen dat de volatiliteit te hoog is om een IPO in het vierde kwartaal te kunnen realiseren. Hierbij is het ook van belang om te kijken naar de IPO markt in de afgelopen maanden, deze zat niet op slot.

De JGCs hebben ook meer specifiek gekeken naar de stabiliteit van de IPO markt. De JGCs tonen in hun memo aan dat 2015 tot nu toe een goed jaar voor IPO's is en dat beleggers een positief rendement hebben gemaakt op IPO's. Zij signaleren ook de toegenomen volatiliteit, maar geven hierbij aan dat beleggers desondanks positief zijn over IPO's aangezien zij op zoek zijn naar mogelijkheden om hun vermogen te investeren. De beleggers zijn wel selectief: sector specifieke issues hebben een invloed op transacties (bijvoorbeeld Schaeffler, die Volkswagen als belangrijke klant heeft). NLFI kan zich vinden in de inhoud hiervan, met dien verstande dat de volatiliteit op de financiële markten scherp gemonitord moet worden en in het bijzonder de onzekerheid die momenteel heerst in de commodities markt de equity story van ABN AMRO niet materieel negatief mag beïnvloeden.

Rothschild geeft in haar memo aan de analyse van de JGCs te hebben geanalyseerd en dat zij zich kunnen vinden in de hierin opgenomen conclusies. Rothschild wijst er wel op dat de markten de laatste tijd erg volatiel zijn en dat sommige IPO's niet in de oorspronkelijke vorm konden worden geplaatst (bijvoorbeeld Covestro, waarbij de offer size en price range naar beneden zijn bijgesteld). Tevens wijzen zij erop dat marktomstandigheden onderhevig zijn aan snelle veranderingen en continu gemonitord moeten worden.

NLFI is derhalve vooralsnog van oordeel dat de ITF gepubliceerd kan worden, waarbij de volatiliteit dagelijks gemonitord zal worden. De ITF staat gepland voor over circa 2 weken, op 27 oktober. Tot die tijd moet de wenselijkheid van het al dan niet uitbrengen van een ITF beoordeeld worden. De periode tussen ITF en daadwerkelijke pricing duurt 4 weken. In deze periode kunnen zich nog zaken voordoen die de stabiliteit beïnvloeden. In hoofdstuk IV wordt aandacht besteed aan risico's en mitigerende factoren, waaronder marktomstandigheden.

2. Er is voldoende interesse in de markt

Na de presentatie op 10 september 2015 door de raad van bestuur van ABN AMRO aan de analisten⁴ van de syndicaat banken is het zogenaamde 'early marketing process' van start gegaan. In de periode van 14 tot 23 september hebben 42 bijeenkomsten met potentiële beleggers plaatsgevonden in Amsterdam, Londen, Frankfurt New York, en via conference call met Aziatische beleggers. De raad van bestuur was vertegenwoordigd door Zalm (CEO), Van Dijkhuizen (CFO), Vogelzang (Retail & Private Banking) en Wijn (Corporate Banking). De lijst van beleggers is vooraf afgestemd met NLFI en het ministerie van Financiën. Op 8 oktober hebben nog enkele bijeenkomsten in Londen plaatsgevonden met beleggers die in de eerste ronde niet konden worden ingepast in het schema. Onderstaand is een samenvatting geven van de belangrijkste bevindingen naar aanleiding van de bijeenkomsten:

⁴ De analistenrapporten komen op de dag van ITF beschikbaar voor geselecteerde beleggers. Elke bank heeft eigen regels over de inhoud en de verspreiding hiervan. Geen enkele bank geeft een *prijsadvies*, enkele geven wel een brede waarderange of scenario analyses. Deze zijn in de concept rapporten niet opgenomen.

Bedrijfsvertrouwelijke informatie

De conclusie is dat het succesvolle meetings waren. Er is relatief veel interesse getoond voor de rol van cornerstone belegger, hetgeen een teken is van sterke belangstelling vanuit de markt voor de IPO van ABN AMRO. Dit zijn beleggers die zich al vóór boekbuilding committeren aan de IPO en in het prospectus opgenomen kunnen worden. Ook moeten zij zich houden aan een lock-up periode waarbinnen zij hun aandelen niet mogen verkopen. Dit betekent dat een deel van de aandelen al zeker gepiaatst is en geeft andere beleggers vertrouwen dat het een gewilde IPO is. Normaliter krijgen cornerstone beleggers hier iets voor terug, zoals een korting op de prijs of een gegarandeerde allocatie. NLFI is geen voorstander van het geven van korting, gegarandeerde allocatie kan wel.

Bedrijfsvertrouwelijke informatie

NLFI herkent deze punten en zal samen met ABN AMRO en de JGCs zoveel mogelijk hiervan in de roadshow presentatie adresseren (in zoverre dit mogelijk is, aangezien er strikte regels gelden). De opmerking over management Incentive post-IPO is in de early look meetings geadresseerd: management heeft aangegeven dat zij ook nu geen bonus ontvangen en desalniettemin zeer gemotiveerd zijn om de bank op de best mogelijke manier te leiden (met als voorbeeld onder meer de succesvolle integratie).

Op basis van o.a. de early look meetings, hebben meerdere beleggers aangegeven interesse te hebben in een rol als cornerstone belegger indien deze mogelijkheid bestaat. Belangrijk hierbij is wel om te onderkennen dat dit nog geen formele toezeggingen zijn; daarvoor is het nog te vroeg in het proces en deze beleggers hebben bijvoorbeeld nog niet de kans gehad om het (concept) prospectus in te zien, of analisten te spreken en hun rapporten te lezen. Over het cornerstone proces moet voor ITF besloten worden, teneinde voldoende tijd te hebben voor de uitwerking hiervan.

Bovenstaande zaken zijn ook opgenomen in het memo van de JGCs (bijlage 1). Rothschild geeft aan de analyse van de JGCs bestudeerd te hebben en zich te kunnen vinden in de conclusies hierin. Wel wijzen zij erop dat investor feedback kan wijzigen, afhankelijk van de marktcondities en dat de feedback over interesse van investeerders was gebaseerd op de veronderstelling van een attractieve prijs (de prijs feedback, indien gegeven, lag grotendeels in een range waardering

Op basis van de early look meetings kan geconcludeerd worden dat er voldoende interesse is van beleggers in het aandeel ABN AMRO. Belangrijk is wel om te beseffen dat beleggers door het geven van feedback niet gebonden zijn aan het afnemen van aandelen en zich nog niet uitgesproken hebben over de prijs die zij bereid zijn te betalen. Bovendien moeten bij IPO veel meer beleggers aandelen kopen dan de ruim 40 uit de early look meetings.

3. De onderneming is er klaar voor

In het exit advies van mei 2015 is NLFI uitgebreid in gegaan op de exit gereedheid van de onderneming. Sindsdien zijn hier verdere stappen in gezet, waaronder:

- a. Formulering en publicatie van meer ambitieuze targets⁵;
- b. Adresseren van zaken die DNB/ECB hebben geformuleerd als to-do's voor een IPO, welke voor het verlenen van de VvGB door ECB en DNB worden getoetst. Hierin spreekt DNB zich ook uit over de vraag of ABN AMRO gereed is om aan de beurs genoteerd te zijn;
- c. Verdere voorbereidingen voor de IPO, waaronder analistenpresentatie, early look meetings, uitvoeren due diligence onderzoek door de JGCs, opstellen prospectus en uitwerking diverse governance aspecten.

De status van de VvGB aanvragen is als volgt. De VvGB voor de IPO aan ABN AMRO Group en ABN AMRO Bank van DNB/ECB wordt verwacht op 16 oktober 2015. NLFI heeft geen aanleiding om aan te nemen dat verlening van de VvGB vertraging oplevert. Een belangrijk (recent opgebracht) punt betreft de mogelijkheid om het dividendbeleid te noemen in het prospectus. DNB wijst hiervoor naar de EBA die moet bepalen of iets kwalificeert als eigen vermogen, en daarbij in aanmerking neemt of het management volledige discretie heeft ten aanzien van het dividend.

--

Voor de STAK worden de VvGB's van de ECB voor het verkrijgen van een gekwalificeerde deelneming in ABN AMRO Bank en andere bancaire entiteiten van ABN AMRO in Nederland en in andere SSM landen, verwacht op 16 oktober 2015. Dit geldt ook voor de VvGB voor de STAK van DNB voor de verkrijging van een gekwalificeerde deelneming door de STAK in de verzekeringen entiteiten van ABN AMRO Group en Bank in Nederland. VvGB's en andere vergelijkbare goedkeuringen voor de STAK van bevoegde toezichthouders in andere landen waar ABN AMRO actief is, worden volgens planning voor 26 oktober 2015 verwacht. Ook voor alle door de STAK benodigde VvGB's en andere goedkeuringen heeft NLFI geen aanleiding om aan te nemen dat de verlening hiervan vertraging zal ondervinden.

Deze JGCs hebben mede namens de bookrunners en co-lead managers due diligence onderzoek uitgevoerd naar de belangrijkste financiële, fiscale, juridische en commerciële aspecten van de onderneming, zowel met betrekking tot haar activiteiten in Nederland als daarbuiten. Het onderzoek omvat mede interviews met de raad van bestuur, de raad van commissarissen, het management en management presentaties.

De JGCs worden daarbij geassisteerd door hun legal counsels Stibbe en Shearman & Sterling. Dit geschiedt mede in samenwerking met de externe accountant en legal counsel van de onderneming. Dit proces van due diligence dient er mede toe te bewerkstelligen dat wat redelijkerwijs belangrijk is voor een belegger om te weten voor het nemen van een beleggingsbeslissing, in het prospectus wordt vermeld. In het prospectus wordt dan ook onder meer uitgebreid aandacht besteed aan de mogelijke risico's die verbonden zijn aan een investering in ABN AMRO. Een eerste concept versie van het prospectus is reeds gedeeld met de AFM die haar opmerkingen hierop heeft gegeven. Op 12 oktober wordt een tweede concept versie bij de AFM ingediend.

Er zijn NLFI geen feiten bekend die ertoe leiden dat de gereedheid van de bank moet worden betwijfeld. Ook heeft NLFI geen signalen van DNB/ECB, de AFM, de JGCs en de onderneming ontvangen dat de onderneming niet gereed is. In de komende weken moeten nog stappen worden gezet (waaronder het afronden van het due diligence onderzoek, verkrijgen van de VvGB, goedkeuring van prospectus), waarvan alle betrokken partijen het vertrouwen hebben dat deze zullen worden gerealiseerd.

⁵ fully loaded Common Equity Tier 1 ratio range of 11.5-13.5%
cost/income ratio of 56-60% by 2017
return on equity of 10-13% in the coming years
dividend payout ratio of 50% over 2017

Ook de JGCs geven in hun memo aan dat de bank gereed is. Zij wijzen op de nieuwe targets, de goede status van de IPO voorbereidingen en de belangrijkste stappen die reeds gezet zijn en die nog moeten worden gezet. Zij hebben er vertrouwen in dat die stappen zullen worden gezet en geven aan dat zij vinden dat ABN AMRO gereed is om in Q4 van dit jaar naar de beurs te gaan. Dit wordt bevestigd door Rothschild, met het voorbehoud dat enkele stappen nog moeten worden afgerond.

Een zorg die NLFI nog wel heeft is of de vragen en onzekerheden betreffende ECT voldoende geadresseerd kunnen worden. Op dit moment werken ABN AMRO en de JGCs aan extra disclosure die zou kunnen helpen om de zorgen van de analisten en beleggers over ECT te matigen.

Bedrijfsvertrouwelijke informatie

Gebaseerd op hetgeen hierboven beschreven en bevestiging van diverse partijen, kan, alles overwegende, geconcludeerd worden dat nog steeds wordt voldaan aan de drie exit criteria, waarbij de stabiliteit van de financiële markten verhoogde aandacht heeft. Indien een punt wordt bereikt dat NLFI de stabiliteit niet meer voldoende acht voor de IPO van ABN AMRO, dan zal dit per omgaande worden gemeld.

II. Benoemen van omvang van eerste tranche in de ITF

De ITF is een belangrijk moment in de beursgang. In de communications workstream is een concept ITF persbericht opgesteld. In deze workstream is ook MinFin vertegenwoordigd en actief betrokken. Derhalve zullen wij u niet adviseren over de communicatie omtrent de ITF. Op verzoek van MinFin adviseren wij u wel over de wenselijkheid om al dan niet een omvang van de eerste tranche op te nemen.

Teneinde optimale flexibiliteit te behouden, is het advies van NLFI, Rothschild en de JGCs om in de ITF *niet* te verwijzen naar een omvang van de eerste tranche. Bij het publiceren van het prospectus moet wel een omvang gecommuniceerd worden. Tegen die tijd is er:

1. Meer zicht op marktomstandigheden en volatiliteit, waardoor meer recente en meer relevante informatie beschikbaar is over de vraag naar aandelen in het algemeen;
2. De 'Pre Deal Investor Education' PDIE is dan nagenoeg afgerond, waardoor specifieke feedback van honderden beleggers is verkregen over de IPO van ABN AMRO, waaronder indicatie van de hoeveelheid vraag naar het aandeel en de prijsrange die beleggers hebben aangegeven.

Daarbij komt dat in het exitadvies van NLFI en de brief aan de Tweede Kamer reeds is aangegeven dat de eerste tranche naar verwachting 20%-30% zal bedragen (inclusief Greenshoe van 15% van de eerste tranche). Indien vragen worden gesteld over de omvang, dan kan naar belde documenten worden verwezen, zonder meer specifiek te zijn.

Een derde reden om geen omvang te benoemen, is de mogelijkheid om minder dan 20% naar de beurs te brengen⁶. NLFI wil deze mogelijkheid graag kunnen overwegen, bijvoorbeeld voor een situatie waarin de prijs tegenvalt maar er redenen zijn om de IPO wel te laten plaatsvinden. In dat geval kan ervoor gekozen worden om een zo klein mogelijk deel naar de beurs te brengen en met het resterende belang te wachten tot een beter moment. In paragraaf IV wordt nader in gegaan op de risico's en de mitigerende factoren.

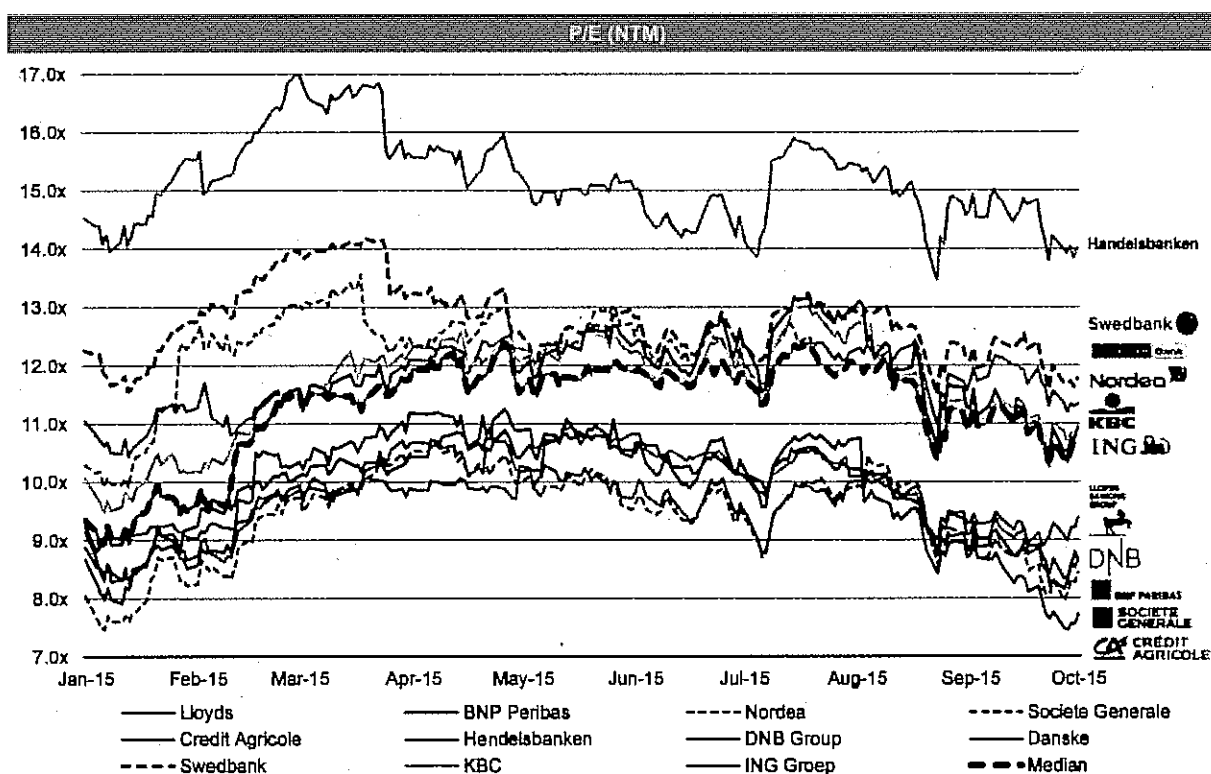
⁶ Op de avond voor de eerste handelsdag wordt bepaald hoeveel aandelen exact geplaatst worden. Hierbij max circa 10% worden afgeweken van hetgeen in het prospectus staat vermeld als size. Ook kan ervoor gekozen worden om de size aan te passen met meer dan 10%, dan moet bookbuilding wel met twee dagen worden verlengd.

III. Waardering en prijsverwachting

A. Waardering

NLFI ontvangt op reguliere basis een waardering van ABN AMRO van zowel de JGCs als Rothschild. Zij gebruiken hiervoor marktdata en cijfers uit het vertrouwelijke en niet-openbare businessplan van ABN AMRO. Sinds het beschikbaar komen van de concept analistenrapporten wordt ook de consensus van de analisten gebruikt. De JGCs en Rothschild maken beide een zelfstandige waardering (dus onafhankelijk van elkaar) en gebruiken hierbij diverse waarderingmethoden, waaronder de regressieanalyse⁷, multiples analyse (P/TBV en P/E)⁸, dividend yield⁹, dividend discount model¹⁰, som der delen¹¹ en Gordon growth¹². De uitkomsten hiervan worden in een range weergegeven en in een zogenaamd 'footballfield' gepresenteerd. In de valuation workstream wordt de waardering van de JGCs besproken en worden de JGCs kritisch bevraagd door NLFI en Rothschild over de gehanteerde uitgangspunten (waaronder de gekozen peer group) de cijfers die als input worden gebruikt en het belang dat aan de diverse methoden wordt toegekend. In bijlage 3 en 4 zijn de meest recente versies van de omvangrijke waarderingsrapporten opgenomen. Onderstaand treft u de belangrijkste ontwikkelingen aan die van invloed zijn op de waardering, alsmede de uitkomsten van de diverse methoden.

De koers van de ondernemingen uit de door Rothschild opgestelde peer group heeft in de laatste zes maanden een dalende ontwikkeling doorgemaakt:



Source: Factset (2 Oct 2015)
Note: Peer Group as per Rothschild peer assessment

⁷ De regressie-analyse is een statistische techniek voor het analyseren van gegevens waarin sprake is van een specifieke samenhang. In het geval van ABN AMRO wordt gekeken naar de relatie tussen RoE en TBV multiple van de peer group.

⁸ Bij de multiples analyse (P/TBV en P/E) wordt gekeken naar de gemiddelde of mediaan P/TBV (op hoeveel keer boekwaarde wordt het aandeel verhandeld) en P/E (hoeveel keer de winst wordt voor een aandeel betaald) van de peer group.

⁹ Dividend yield: o.b.v. een minimaal gewenste dividend yield en een verwachte pay-out wordt een waarde berekend.

¹⁰ Bij het dividend discount model worden de mogelijke toekomstige dividenden verdisconteerd naar het heden.

¹¹ De analyse van de sum of the parts waardeert de afzonderlijke business units separaat, waarna deze bij elkaar worden geteld om tot een waardering van het geheel te komen.

¹² Bij Gordon growth wordt ervan uitgegaan dat (het dividend van) de onderneming met een constant percentage eeuwigdurend groeit, waarbij de waarde daarvan anno nu wordt berekend.

Dit heeft een impact op de multiples die gebruikt worden om te komen tot een waardering van ABN AMRO, In onderstaande tabel is de ontwikkeling van de berekende waarderingen (middels regressieanalyse) in 2015 opgenomen:

Bedrijfsvertrouwelijke informatie; waardering

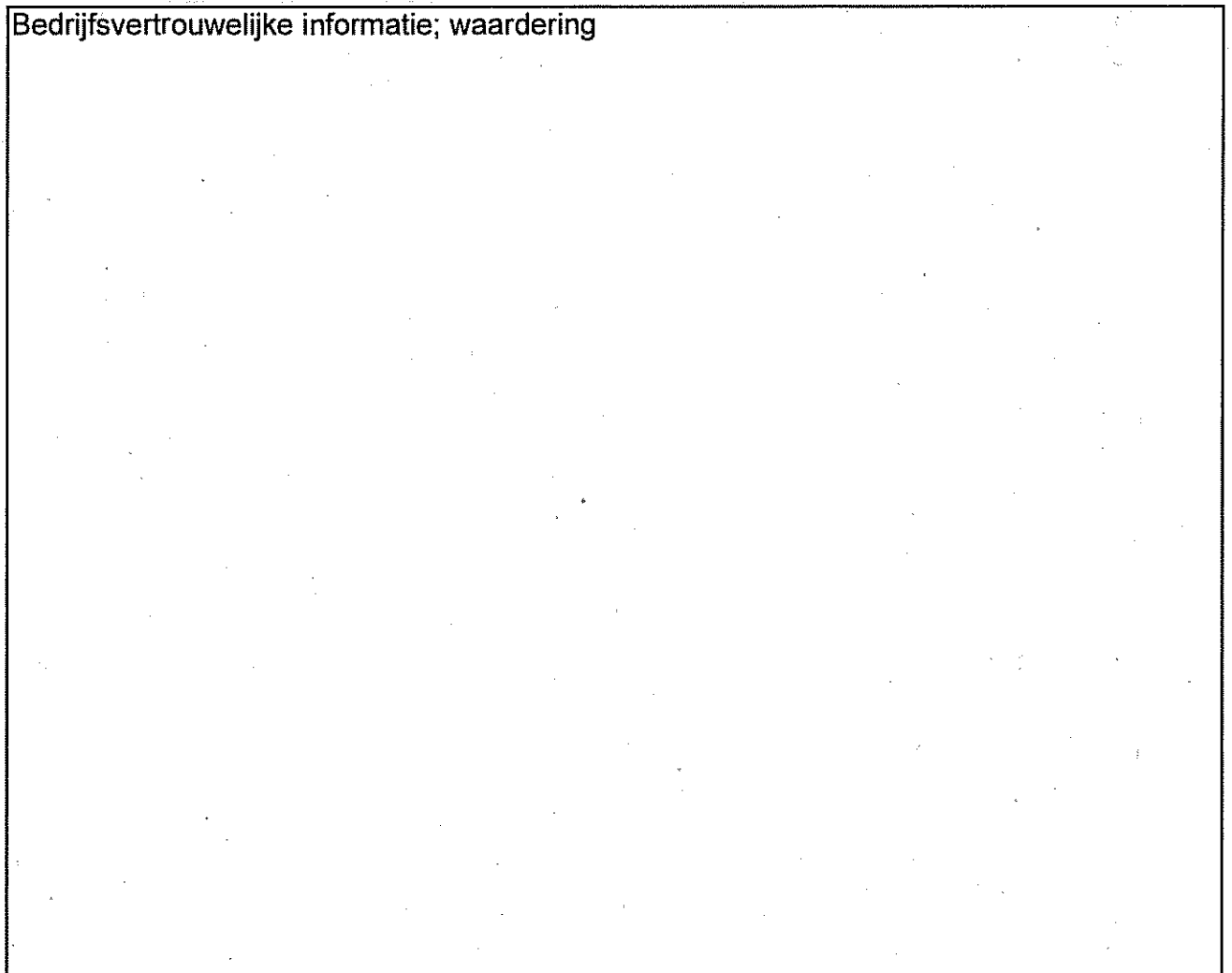
waardering

Zoals hiervoor aangegeven, worden diverse methodes gebruikt om waarderingen te berekenen en leidt dit tot een "footballfield" aan waarde-ranges. De range tussen de laagste waarde en de hoogste waarde is groot. Er moet dan ook gekeken worden naar de range die gedekt wordt door de meeste uitkomsten, waarbij aan de diverse methodes verschillende gewichten worden toegekend. Zo is de uitkomst van een DDM berekening altijd wat aan de hoge kant en zijn waarderingen op basis van 2017 multiples minder nauwkeurig. In onderstaande tabel is een overzicht gegeven van de waarderingen zoals berekend door Rothschild en de JGCs:

Bedrijfsvertrouwelijke informatie; waardering

--

Bedrijfsvertrouwelijke informatie; waardering



Bedrijfsvertrouwelijke informatie; waardering

Waardering

B. Prijsverwachting

Het van belang om te benadrukken dat een *waardering(srange)* niet hetzelfde is als een *prijs(range)*. De prijsrange zal rekening houden met de waarderingssrange, maar ook met andere aspecten. Bij het vaststellen van de prijsrange wordt gekeken naar wat beleggers in de fase (kort) voorafgaande aan de IPO hebben aangegeven bereid te zijn te betalen voor het aandeel ABN AMRO, met de visie van de equity analisten zoals opgenomen in researchrapporten en de adviezen van de JGCs en Rothschild. Tevens wordt rekening gehouden met zaken die specifiek gelden voor ABN AMRO. Immers, de waardering wordt onder meer bepaald aan de hand van een gemiddelde (of mediaan) die volgt uit de peergroup, maar ABN AMRO heeft unieke kenmerken waarmee ook rekening gehouden moet worden. Een ander element hierin is de zogenaamde IPO discount die in de huidige markt gemiddeld 10%-15% kan bedragen.

In het exit advies van mei 2015 heeft NLFI aangegeven dat, gegeven de positionering van ABN AMRO, het strategisch plan en de geprognoseerde resultaats- en kapitaalontwikkeling in de komende jaren, een waardering van ten minste éénmaal boekwaarde haalbaar leek op basis van de toen geldende marktomstandigheden.

Bedrijfsvertrouwelijke informatie; waardering

Bedrijfsvertrouwelijke informatie; waardering

Naar aanleiding van de early look meeting heeft een aantal beleggers een indicatie gegeven van hun initiële visie op de waardering van de bank. **waardering** met uitschieters naar boven en beneden. Ook werd gerefereerd aan ING die op dat moment verhandeld werd voor circa 1,2 x TBV, waarbij aangegeven werd dat voor ABN AMRO wel nog een IPO discount moet worden toegepast. Over de hoogte hiervan werden geen uitspraken gedaan. Het is op dit moment te vroeg om hier teveel waarde aan te hechten, aangezien beleggers o.a. nog geen kennis hebben genomen van de analistenrapporten en er nog geen competitieve omgeving is waarbinnen beleggers gestimuleerd worden om een goede / toenemende prijs te bieden omdat zij anders de kans lopen om geen aandelen te verkrijgen.

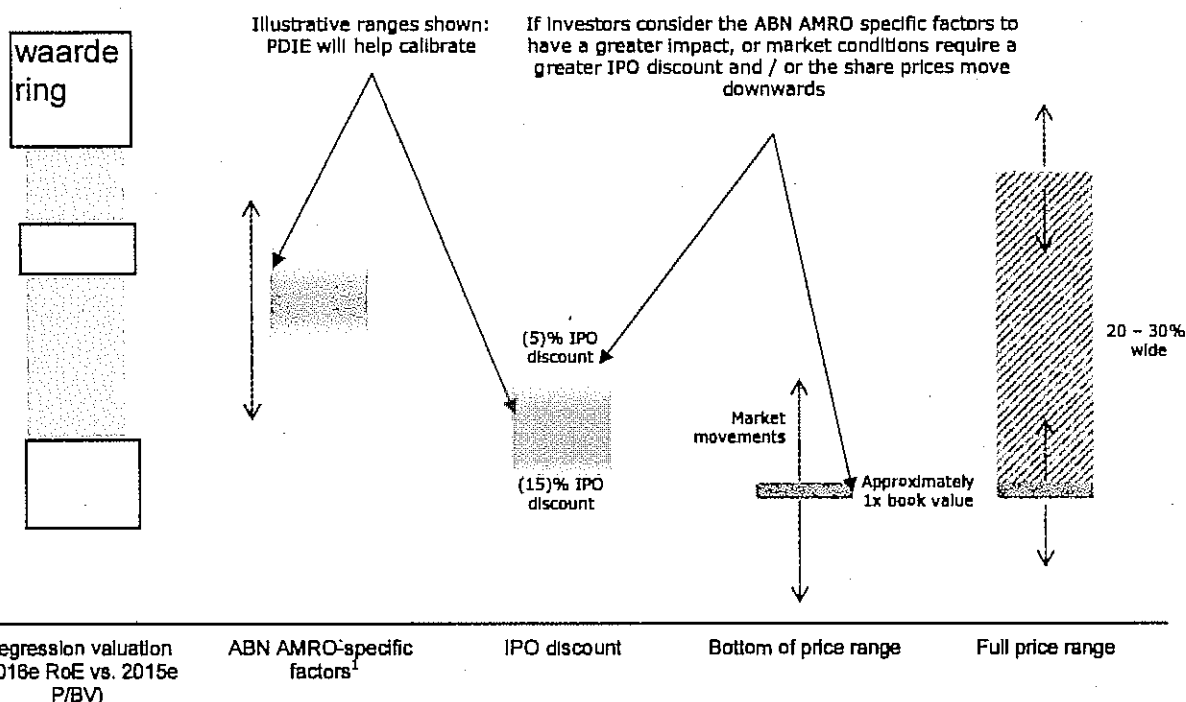
Hierna is een overzicht opgenomen van de risico's die de analisten hebben benoemd in hun analistenrapport. Deze moeten in de juiste context worden gezien: analisten hebben niet de beschikking over bijvoorbeeld het businessplan of het concept prospectus, zij moeten dus afgaan op hun huidige kennis van de onderneming, de analistenpresentatie en meer algemene ontwikkelingen die alle banken raken. Daarnaast zijn alle analisten op basis van (interne) regels verplicht om risico's te vermelden. Bovendien geeft dit hen een "excuus" voor het geval de koers van een aandeel daalt; beleggers kunnen dan niet claimen dat ze niet op de risico's gewezen zijn. Analisten en beleggers nemen deze risico's wel mee in hun bepaling van de prijs die zij bereid zijn om te betalen. De hoogte van deze impact is niet exact te becijferen

Bedrijfsvertrouwelijke informatie; bescherming (financieel) belang van de staat

Rothschild heeft eveneens een overzicht gemaakt van de belangrijkste factoren die de waarde/prijs kunnen beïnvloeden en geeft aan of het een negatieve of neutrale impact op de waarde heeft en hoe significant die impact kan zijn.

Factor	Description	Permanence	Investor focus	# analysts identifying as key risk (% to reports)	Impact on value vs. average of peers	Relative significance of value impact
Basel IV	<ul style="list-style-type: none"> Given ABN AMRO's unique exposure to Dutch mortgages (expected to be significantly impacted by Basel 4 given high LTVs) investors may adjust peer-based valuations downwards for the relatively higher degrees of Basel IV risk Analysts have estimated CET1 Impact on ABN AMRO of 150 – 450 bps 	bescherming financieel belang van de staat	✓	bescherming financieel belang van de staat	↓	bescherming financieel belang van de staat
ECT	<ul style="list-style-type: none"> ECT is a relatively larger exposure for ABN AMRO than for its peers Investors and analysts are increasingly focused on exposure to energy and commodity markets given current market conditions 		✓	↓		
Leverage ratio / Clearing	<ul style="list-style-type: none"> ABN AMRO's 3.3% leverage ratio (PF for AT1 Issuance) is lower than the peer group. This includes the impact of Clearing on the exposure measure 		✓	↓		
Dutch economic outlook	<ul style="list-style-type: none"> Notwithstanding the uncertain global economic outlook, the positive Dutch economic outlook is largely in line with the domestic economies of the peer group Therefore no material valuation adjustment expected vs median of peers, though this is naturally an area of focus for analysts / investors 		✓	—		
bedrijfsvertrouwelijk						
Protection mechanism, Dutch State control and overhang	<ul style="list-style-type: none"> Both the protection mechanism and the ongoing majority State ownership (and associated remuneration restrictions) are unique to ABN AMRO vs the peer group Whilst we believe the protection mechanism is unlikely to have a significant impact, a combination of overhang and perceived negative consequences of state involvement (e.g. remuneration) may have some negative impact 		✓		↓	
Outperformance of privatised assets	<ul style="list-style-type: none"> Investors sometimes expect privatised assets to outperform relative to their recent history or forecasts as the transparency, focus and discipline of the market take effect This could be a weaker impact for ABN AMRO vs other privatisations since the banking sector is well known, ABN AMRO is transparent and was relatively recently a private sector business 		x		↑	

In onderstaand overzicht wordt geschetst hoe een prijsrange tot stand komt:



Source Facts& (2 October 2015); ABN AMRO analyst consensus; Rothschild assumptions

Notes: 1 Factors impacting value of ABN AMRO and not captured by the regression methodology which takes into account 2016e RoE only and broadly assumes ABN AMRO's cost of equity is in line with the average of the peer group (see page 12)

Viak voor ITF zullen de JGCs en Rothschild kunnen adviseren over hun visie op de minimum prijs die zij haalbaar achten voor de IPO van ABN AMRO. Dit is hun beste inschatting gebaseerd op alle kennis tot dan toe, het is geen gegarandeerde minimumprijs. Ook zal dit "subject to" onvoorziene omstandigheden zijn (in hoofdstuk IV wordt aandacht besteed aan de risico's en hoe hiermee om kan worden gegaan). In de ITF wordt, zoals gebruikelijk, géén prijsrange of minimum prijs gecommuniceerd. Dit gebeurt pas bij publicatie van het prospectus, dat gepland is op 10

november. ITF is gepland voor 27 oktober a.s. We hebben de JGCs gepusht om nu al een indicatie te geven. Alle drie zijn zij er "vrij zeker" (reasonably confident) van dat pricing op minimaal 1 x TBV mogelijk is.

De weken na ITF kan steeds meer feedback van analisten en beleggers worden meegenomen als input voor de waarderingsrange. Daardoor zal de waarderingsrange steeds beter te gebruiken zijn als input voor de vaststelling van de prijsrange. De prijsrange moet worden opgenomen in het prospectus. Deze wordt volgens de huidige planning op 10 november 2015 gepubliceerd. De vaststelling van de prijsrange is een zwaarwegende en principiële beslissing die uw voorafgaande goedkeuring behoeft.

We begrijpen de behoefte die MinFin heeft om reeds nu meer zicht te krijgen in de (minimum) prijs die gerealiseerd kan worden. Hierboven is aangegeven waarom dit op dit moment nog niet goed mogelijk is. Wel zijn meerdere waarderingsrange getoond en is in de figuur hierboven weergegeven welke factoren meegewogen worden om te komen tot een prijsrange. In de update van dit advies voor ITF kan NLF I een inschatting geven van de te verwachten minimumprijs en een advies hierover.

ABN AMRO heeft aangegeven dat zij, in lijn met hetgeen de minister in zijn brief aan de Tweede Kamer d.d. 22 mei 2015 heeft vermeld, een minimum waarde van eenmaal boekwaarde zien, en ernaar streven om daar iets boven te zitten.

Manieren om prijsdruk hoog te houden

Prijs optimalisatie staat hoog op de prioriteitenlijst van NLF I. Derhalve is samen met Rothschild veel aandacht besteed aan de manieren die er zijn om tijdens bookbuilding de prijsdruk maximaal op te voeren. Alvorens hierop in te gaan, willen wij benadrukken dat het uiteindelijk de markt (de beleggers) is die bepaalt wat de prijs is die betaald wordt, niet de verkoper. Het is wel aan de verkoper om een minimumprijs te bepalen waaronder hij niet wil verkopen.

- Bij het opstellen van de analistenpresentatie, de early look presentatie, de beantwoording van de vragen van de analisten en het geven van additionele guidance aan hen, en bij het opstellen van de roadshow presentation hebben NLF I en Rothschild consequent gekeken naar wat de beste guidance is die aan de analisten kan worden gegeven, waardoor hun financial projections zoveel mogelijk aansluiten bij die uit het businessplan.
- In een vroeg stadium beleggers informeren over de IPO van ABN AMRO: dit is gebeurd middels de early look meetings die in september zijn gehouden. Hierdoor zijn ruim grote beleggers al goed geïnformeerd, kunnen zij al werken aan interne zaken zoals waarderingsmodellen en interne governance, kunnen zij al rekening houden met hun liquiditeitsplanning (als zij willen investeren moet er wel liquiditeit beschikbaar zijn) en staat de ABN AMRO IPO hoog op hun radar.

- strategie; belang van de staat

- Voor de PDIE wordt aan het syndicaat gemeind dat allocation principles worden gehanteerd, die de voorkeur geven aan beleggers die onder meer a) in een vroeg stadium hun orders hebben ingelegd en b) gedurende het gehele bookbuilding proces "price leadership" tonen en dus meehelpen om snel het signaal aan de markt kunnen geven dat de prijs zich naar de bovenkant van de prijsrange beweegt. De allocation principles zullen ook in het prospectus worden opgenomen.

strategie; belang van de staat

- Een juiste mix van beleggers vinden, die bestaat uit enerzijds lange termijn aandeelhouders die de aandelen naar verwachting gedurende een langere tijd zullen aanhouden en actief en constructief hun rol invullen. Anderzijds beleggers die naar verwachting een kortere investeringshorizon hebben en iets minder prijsgevoelig zijn. Deze laatste groep beleggers is onder meer belangrijk voor de liquiditeit (de verhandelbaarheid) van de beursgenoteerde certificaten ABN AMRO na IPO.

Strategie; belang van de staat

Ondergrens volgens NLFI

Zoals hiervoor al aangegeven, is de uiteindelijke prijs die behaald kan worden afhankelijk van zeer veel factoren, die grotendeels buiten de macht van ABN AMRO, de JGCs en NLFI liggen. Gezien de bijzondere historie van het staats eigendom en de grote publieke en politieke gevoeligheid, is NLFI van mening dat een prijs van minder dan € 15 miljard al snel moeilijk uitlegbaar is en het verwijt dan snel gemaakt zal worden dat er dus "twee keer" is betaald: 1 keer voor de nationalisatie en 1 keer door te verkopen voor minder dan 1 x TBV. Het kan wel zo zijn dat verkopen voor iets minder dan 1 x TBV een betere optie is dan de IPO af te blazen. Naast de reputatieschade betekent dit ook uitstei van de afbouw van het belang van de Nederlandse staat, ABN AMRO heeft geen toegang tot de kapitaalmarkt voor eigen vermogen, het opstarten van een IPO na een aantal maanden of zelfs jaren is kostbaar en er is geen garantie dat de markten dan veel beter zijn. Kortom: op dit moment in het proces kan er nog geen harde prijsindicatie gegeven worden en is voorzichtigheid geboden bij het te stellig benoemen van een minimumprijs die koste wat kost bereikt moet worden. In ons advies over de prijsrange zal zeer uitgebreid stil worden gestaan bij de diverse afwegingen, opties, risico's en mitigerende maatregelen die genomen kunnen worden. Wel is de stellige visie van NLFI dat bij een prijs van minder dan € 15 miljard het pullen van de IPO zeer serieus overwogen moet worden.

Vooruitlopend op het advies inzake de prijsrange, kunnen wij u wel alvast meegeven dat wij hierbij zeer waarschijnlijk een van de aanbevelingen uit het Myners¹⁴. report zullen volgen, namelijk om een iets ruimere globale prijsrange aan te houden, namelijk van 20-30%. Dit gegeven de volatiliteit in de markt en de ervaring van Rothschild met privatiseringen die leert dat het van belang is iets meer flexibiliteit te creëren, zodat later de mogelijkheid bestaat de definitieve prijs nog te verhogen zonder de prijsrange te moeten verhogen¹⁵.

¹⁴ Het rapport IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals dat n.a.v. de privatisering van Royal Mail o.l.v. Lord Myners tot stand is gekomen.

¹⁵ Verhoging van de prijsrange met meer dan circa 10% t.o.v. de in het prospectus genoemde range, leidt tot een verplichte externe communicatie en een verlenging van de bookbuilding periode met twee dagen.

IV. Risico's en hoe hiermee om te gaan

Gedurende een IPO proces kunnen zich onvoorziene omstandigheden voordoen. Grosso modo kunnen deze in vier categorieën worden ingedeeld:

1. Marktomstandigheden en regelgeving, zoals een stagnerende economie, nieuwe landen die in forse financiële problemen komen (nog niet zo lang geleden was er veel angst onder beleggers voor de financiële situatie van enkele landen, waaronder Italië), nieuwe regelgeving die een negatieve impact heeft op de financiële sector en een nieuw schandaal zoals bijvoorbeeld het Libor schandaal.
2. Ondernemingspecifieke omstandigheden, waaronder een onverwacht grote voorziening die genomen moet worden [redacted], een gerechtelijke uitspraak die tegen alle verwachtingen in zeer negatief uitpakt voor de onderneming [redacted]
[redacted]
3. Bij privatiseringen kunnen ook politieke omstandigheden een rol spelen. Een val van het kabinet of andere ontwikkelingen zouden de steun voor een IPO kunnen wegnemen.
4. Als laatste is er een categorie "speciale zaken", met als praktijkvoorbeeld een vulkaanuitbarsting waardoor PDIE en Roadshow niet of nauwelijks mogelijk is.

Overigens kunnen sommige onvoorziene omstandigheden ook een positieve impact hebben, bijvoorbeeld indien regelgeving een minder grote impact blijkt te hebben, een reeds genomen voorziening kan vrijvallen of een rechterlijke uitspraak in het voordeel van de onderneming uitvalt. De redenen voor een onvoorziene omstandigheid kunnen weliswaar variëren, de opties om hiermee om te gaan zijn overzichtelijker. Allereerst moet bij het bepalen van de prijsrange rekening gehouden worden met gebruikelijke marktschommelingen (alle aandelen laten een schommelende koers zien, geen enkel aandeel wordt elke dag tegen exact dezelfde prijs verhandeld). Tevens is het verstandig om een buffer in te bouwen voor onvoorziene omstandigheden, bijvoorbeeld publicatie van nieuwe regelgeving die een negatieve impact kan hebben op de financiële sector. De onderkant van de prijsrange moet eigenlijk zo aantrekkelijk zijn, dat in de eerste dagen van boekbuilding al gecommuniceerd kan worden dat het orderboek gecovered is, waardoor beleggers gestimuleerd worden om een hogere prijs in te leggen zodat zij aandelen toebedeeld krijgen.

De opties om te reageren op onvoorziene omstandigheden gedurende PDIE en/of boekbuilding zijn drieërlei:

1. Verlagen of verhogen van de prijsrange;
2. Verkleinen of vergroten van de omvang van de tranche;
3. On hold zetten van de IPO (ook wel "pulling the IPO" genoemd) voor een langere tijd of de timetable van de transactie met enkele weken verlagen.

De eerste twee opties zijn alleen te gebruiken indien het de wens is om de IPO wel te laten doorgaan. Het verlagen van de prijsrange kan een tactische keuze zijn: zodoende wordt de onderzijde van de prijsrange aantrekkelijker voor beleggers en is er de mogelijkheid dat gedurende PDIE en boekbuilding de prijs naar boven beweegt door verbeterde omstandigheden en/of competitieve spanning die zorgt voor een opwaartse beweging van de prijs die beleggers bereid zijn te betalen. Bij het verkleinen van de omvang wordt een kleiner deel naar de beurs gebracht tegen de lager dan verwachte prijs.

Voordeel van beide opties is dat de beursgang wel plaatsvindt. Hierdoor is al het werk tot dan toe niet voor niets geweest, maar belangrijker nog; een vervolgantranche kan snel en makkelijk worden geplaatst omdat niet weer een heel IPO traject doorlopen hoeft te worden.

Indien de hiervoor genoemde omstandigheden dermate ernstig zijn dat er serieuze twijfels bestaan om de IPO überhaupt geplaatst van worden, dan wel alleen doorgang kan vinden tegen een extreem lage prijs, dan is het aan te bevelen om de IPO on hold te zetten. Hier zijn wel negatieve gevolgen aan verbonden:

1. Hiermee krijgt de IPO een negatieve associatie.
2. ABN AMRO heeft geen toegang tot de primaire kapitaalmarkt.

3. Afhankelijk van de reden van uitstel kan dit betekenen dat een volgende poging pas over enkele maanden tot een jaar (of zelfs meer) genomen kan worden.
4. Uitvoering van een kabinetsbesluit wordt vertraagd.
5. De Europese Commissie is een sterke voorstander van het afbouwen van staatsbelangen in banken, dit wordt vertraagd.
6. Betekent niet automatisch dat een volgende poging wel succesvol zal zijn.
7. Zal een grote impact hebben op de motivatie van iedereen die hier de afgelopen maanden hard aan heeft gewerkt.

V. Advies NLFI

Voor dit advies is op verzoek van MinFin gekeken naar de volgende elementen:

1. De drie exit criteria
2. Het al dan niet noemen van een offer size in de ITF
3. Waardering
4. Risico's en hoe hiermee om te gaan

Alle elementen zijn in de pagina's hiervoor uitgebreid behandeld.

Bij de drie exit criteria heeft NLFI een verhoogde zorg over de volatilititeit van de markten, die nauwlettend gevolgd zal worden tot aan ITF en ook daarna. Vooral nog ziet NLFI dit echter niet als reden om de IPO on hold te zetten. Naar mening van NLFI is de onderneming er klaar voor en uit de early look meetings is ruim voldoende investor appetite gebleken. Ook de onderneming geeft aan er klaar voor te zijn en er is vertrouwen dat de relevante autoriteiten (ECB, DNB en AFM) hun goedkeuring zullen geven.

waardering

Een minimum prijs kan op dit moment nog niet worden gegeven, maar NLFI onderkent dat verkopen voor minder dan 1 x TBV moeilijk uitlegbaar zal zijn. De indicaties tot nu toe duiden erop dat een waardering van minstens 1 x TBV haalbaar is. Verkopen voor minder dan € 15 miljard ontraadt NLFI.

Op basis van de adviezen van de JGCs, de opinie van Rothschild over deze adviezen en de analyse van NLFI komt NLFI tot het oordeel u te adviseren om uw goedkeuring te geven aan de ITF, zonder daarin de omvang van de eerste tranche te noemen. Uiteraard zal tot aan ITF (op 27 oktober) de volatilititeit van de markten nauwkeurig wordt gevolgd en vlak voor ITF een hernieuwde analyse wordt gemaakt.