

Aan:
De minister van Financiën

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

www.nlfi.nl

Behandeld door
NLFI ASR team

Datum
11 mei 2016

Nummer
2016/133

memo

ASR: advies inzake ITF

Inleiding

Met dit memo adviseren wij u over de publicatie van de Intention to Float (ITF), een go/no-go besluit dat conform het transactieprotocol inzake de mogelijke beursgang (IPO) van ASR Nederland N.V. uw voorafgaande instemming behoeft. De voorgenomen ITF-datum is 13 mei 2016.

Net als in eerdere (exit)adviezen, heeft NLFI zijn statutaire doelomschrijving als leidraad genomen bij het opstellen van dit advies. NLFI ziet het als zijn taak de onderneming op een verantwoorde manier terug te brengen naar de private markt en daarbij zoveel mogelijk van de gerelateerde kapitaaluitgaven terug te verdienen. Daarbij houdt NLFI rekening met de koersbeweging na IPO aangezien na deze eerste tranche nog meer aandelenplaatsingen zullen volgen en een diverse aandeelhoudersmix, waaronder voor een belangrijk deel betrokken, lange termijn beleggers.

In dit memo wordt ingegaan op:

- I. Conclusies advies NLFI
- II. De voorwaarden voor exit
- III. Omvang van de eerste tranche in de ITF
- IV. Waardering en prijsverwachting
- V. Risico's en hoe hiermee om te gaan

Dit advies is gebaseerd op de door NLFI opgedane kennis en beschikbare informatie tot en met 3 mei 2016, inclusief o.a. eerste input van de concept analistenrapportages en terugkoppeling van de diverse *early look* meetings met investeerders.

Inzake de exit voorwaarden is NLFI voornamelijk alert op de volatiliteit van aandelenmarkten. Die zal nauwlettend gevolgd worden tot aan ITF en daarna. De volatiliteitsverwachting op dit moment is op een niveau dat past bij een open IPO markt. Naar het oordeel van NLFI is de onderneming klaar voor een beursgenoteerde omgeving en uit de *early look* meetings met investeerders is voldoende interesse in ASR gebleken. Ook de onderneming geeft aan gereed te zijn en er is vertrouwen dat de relevante autoriteiten (AFM en DNB¹) hun goedkeuring zullen geven.

Op basis van de adviezen van de JGCs (de Joint Global Coordinators; ABN AMRO, Citibank en Deutsche Bank), de opinie over deze adviezen van Rothschild (de financieel adviseur van NLFI bij deze voorgenomen IPO) en de eigen analyses komt NLFI tot het oordeel u te adviseren om uw goedkeuring te geven aan de ITF. Uiteraard zullen de drie exit voorwaarden tot aan ITF worden gevolgd, waarbij de volatiliteit van de aandelenmarkten en de mogelijke prijsverwachting voor ASR speciale aandacht zullen hebben.

¹ DNB verschaft input op het AFM goedkeuringsproces van het prospectus.

I. Conclusies advies NLFI

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

1. De voorwaarden voor exit
2. De omvang van de eerste tranche (offer size) in de ITF
3. Waardering
4. Risico's en hoe hiermee om te gaan.

Deze elementen worden in de pagina's hierna uiteengezet.

Alles overwegende concludeert NLFI dat nog steeds wordt voldaan aan de drie exit voorwaarden. De stabiliteit van de financiële markten zal uiteraard worden gevolgd. De aandacht gaat daarbij met name uit naar de volatiliteit van de aandelenmarkten die begin 2016 relatief hoog was en de laatste weken weer lager is. Indien een punt wordt bereikt waarbij NLFI de stabiliteit niet meer voldoende acht voor een IPO van ASR, zal dit per omgaande aan u worden gemeld. In dat geval zal (tijdelijk) uitstel mogelijk moeten worden besproken. Naar het oordeel van NLFI is de onderneming gereed voor privatisering en uit de early look investeerdersbijeenkomsten blijkt voldoende interesse van investeerders. Ook de onderneming geeft aan er klaar voor te zijn en er is vertrouwen dat de relevante autoriteiten (voornamelijk AFM) hun goedkeuring zullen geven.

Een minimum IPO prijs kan op dit moment nog niet worden vastgesteld, daarvoor is het nog te vroeg. Wel is het volgens NLFI niet de bedoeling om een IPO tegen elke prijs te doen. Daarom vindt NLFI het verstandig om in deze fase reeds na te denken over de mogelijke implicaties van een prijsrange die lager uitpakt dan de 'fundamentele waarde' van ASR na verwachte IPO discount. Zie hoofdstuk waardering en prijsverwachting.

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 in te gaan op de omvang van de IPO. Uiteraard zal tot aan ITF, voorzien op 13 mei 2016, de volatiliteit van de aandelenmarkten en de mogelijke prijsverwachting voor ASR nauwkeurig worden gevolgd.

Na ITF bestaan er nog een aantal opties om te reageren op onvoorziene omstandigheden. Na ITF maar voor uitgave prospectus (begin van de boekbuilding periode) kan de omvang van de IPO tranche (gedeeltelijk) worden aangepast. Na het begin van boekbuilding kan de prijsrange worden aangepast. Tenslotte bestaat er de mogelijkheid om in het uiterste geval de IPO aan te houden tot nader orde. Dit kan enkele weken zijn indien boekbuilding alsnog voor 15 juli 2016 kan plaats hebben en anders kan dit enkele maanden uitstel betekenen. NLFI gaat niet uit van uitstel aangezien alle indicatoren de juiste kant op wijzen. De voorziene IPO datum is 10 juni 2016.

II. De voorwaarden voor exit

U en uw ambtsvoorgangers hebben drie voorwaarden voor de exit van onder andere ASR geformuleerd. Dit is sinds 2011 in Kamerbrieven opgenomen, in exit adviezen van NLFI behandeld en met de Tweede Kamer besproken. ASR kan 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 november 2015 heeft NLFI toegelicht dat aan de voorwaarden werd voldaan in die mate dat de voorbereidingen konden worden gestart ten einde een IPO in de eerste helft van 2016 mogelijk te maken. In het kader van voorliggend besluit over de ITF 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 voorwaarden te geven.

1. De financiële sector is voldoende stabiel

NLFI concludeerde in november 2015 dat ondanks de zorgen die zijn geuit door onder meer DNB over de solvabiliteit van relatief zwak gekapitaliseerde levensverzekeraars, in verschillende scenario's sprake is van voor ASR voldoende stabiele marktomstandigheden om een exit te kunnen uitvoeren. Daarnaast werd gesteld dat een eventuele beursnotering toegang verschaft tot de aandelenmarkt om extra kernkapitaal (eigen vermogen) op te halen, zoals Delta Lloyd in maart 2015 en april 2016 aantoonde. Daarmee wordt niet gesteld dat een verzekeraar meer stabiel is als deze aan de beurs genoteerd is, maar wel meer mogelijkheden tot zijn beschikking heeft om kapitaal aan te trekken. Wat betreft de stabiliteit van de verzekeringssector is het beeld onveranderd.

In de eerste maanden van 2016 was er sprake van toegenomen volatiliteit op de aandelenmarkten. Volatiliteit kan tot waakzaamheid aangaande nieuwe investeringen leiden bij beleggers en kan het bepalen van de juiste prijsrange compliceren. DNB wijst op onder andere deze hogere volatiliteit in haar Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) van april 2016. DNB signaleert de volgende risico's in het meest recente OFS:

- Volatiliteit op financiële markten: de verkrapping van het monetaire beleid in de VS, groeivertraging in opkomende markten, een heropleving van de Europese schulden crisis en verminderde marktliquiditeit kunnen de volatiliteit op financiële markten vergroten (najaar 2015);
- Houdbaarheid bedrijfsmodel levensverzekeraars: verlagen van kosten (najaar 2011); streven naar duurzaam bedrijfsmodel (voorjaar 2014). Rekening houden met situatie dat solvabiliteit onverhoopt onvoldoende blijkt (voorjaar 2015);
- Beleggingsverzekeringen: inzetten voor oplossingen bij schending zorgplicht (najaar 2011).

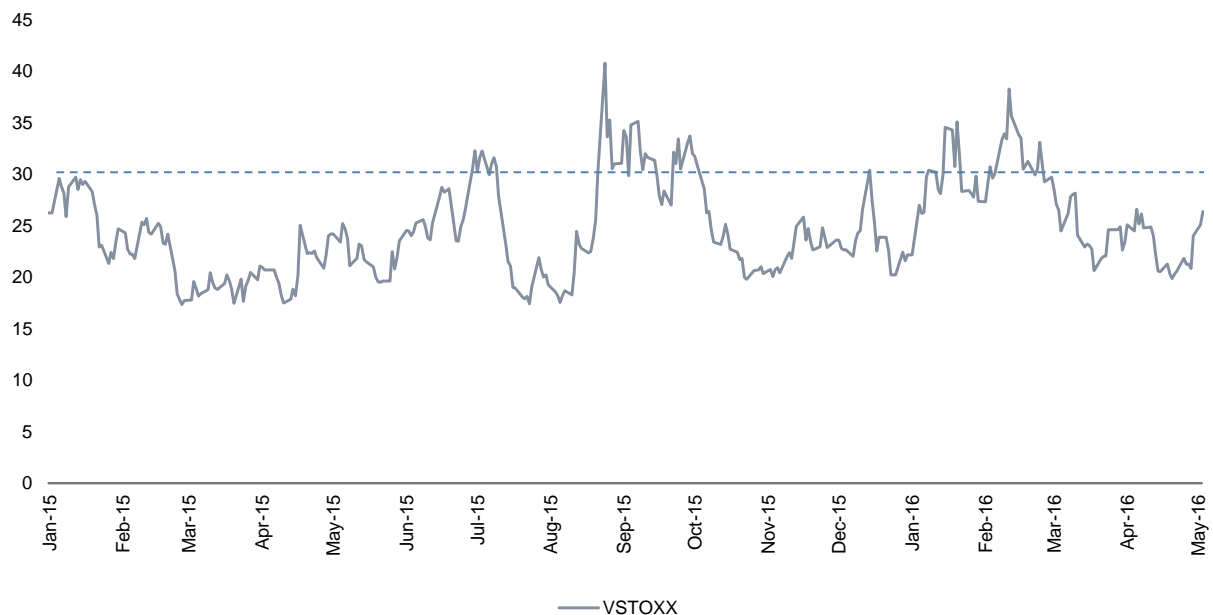
Wat betreft deze risico's signaleert DNB dat er blijvende alertheid moet zijn op de volatiliteit van financiële markten, dat duurzaamheid van verdienmodellen een blijvend punt van aandacht is maar niet direct van toepassing is op elke verzekeraar en dat de geformuleerde streefcijfers voor nazorg en activering van polishouders met een beleggingsverzekering wettelijk zijn verankerd en moeten worden opgevolgd. NLFI heeft deze elementen specifiek voor ASR kunnen beoordelen en constateert dat er wat dat betreft geen zorgen zijn over de stabiliteit.

De waargenomen volatiliteit van aandelenmarkten had verschillende oorzaken, zoals onder meer:

- De veranderende groeivoorspellingen voor de Chinese economie en de impact op wereldwijde groei;
- De scherpe daling van de olieprijs (en andere commodities) tot minder dan 30 Amerikaanse dollar per vat begin 2016 en de toename tot circa 40 Amerikaanse dollar daaropvolgend;
- Onzekerheden over en aanpassingen van verruimingsbeleid van centrale banken:
 - De ECB zag zich genooddaakt om verruimingsmaatregelen aan te kondigen;
 - De FED lijkt de verwachte stijging van de rente te temporiseren.

In figuur 1 wordt de VSTOXX 30 days index² sinds begin 2015 weergegeven. Daaruit blijkt dat de verwachtingen m.b.t. volatiliteit (in de komende 30 dagen) in de laatste weken enigszins is afgenomen tot voor IPO's meer acceptabele waarden echter het blijft wel enigszins op en neer schommelen. Idealiter bevindt de index zich onder de 30 gedurende de uitvoerende fase (na ITF) van een IPO. De 'VSTOXX 30 days' geeft weer de verwachte volatiliteit (impliciet vanuit optiecontracten) voor de komende 30 dagen.

Figuur 1: Vstoxx³



Alhoewel de index de verwachte volatiliteit voor de komende periode (30 dagen) weergeeft kan nooit met zekerheid gesteld worden dat dit ook zo zal zijn. NLFI en haar adviseurs zullen de volatiliteit nauwlettend blijven volgen. De volatiliteit is belangrijke input bij het bepalen of een IPO optimaal uitgevoerd kan worden, maar ook andere elementen spelen een rol. Zoals ook de activiteit in de markt voor IPO's (en andere plaatsingen en -emissies). Zeer belangrijk is in dit kader ook het referendum (23 juni 2016) in het Verenigd Koninkrijk (VK) over het lidmaatschap van de EU (Brexit). Dit kan tot een toename van de volatiliteit leiden in de aanloop hiernaartoe en afhankelijk van de uitslag ook daarna.

De JGCs hebben ook de stabiliteit van de markt voor aandelenplaatsingen en IPO's geanalyseerd. Zij geven aan dat ondanks de terugval begin 2016 IPO-markten geenszins gesloten zijn geweest en dat beleggers een positief rendement hebben behaald op IPO's. Zij signaleren ook de toegenomen volatiliteit begin 2016, maar geven hierbij aan dat beleggers momenteel positief zijn over IPO's aangezien zij op zoek zijn naar mogelijkheden om hun vermogen te investeren. NLFI kan zich vinden in de inhoud hiervan.

Rothschild geeft aan de analyse van de JGCs te hebben geanalyseerd en dat zij zich kan vinden in de hierin opgenomen conclusies.

NLFI is derhalve voornamelijk van oordeel dat wat betreft deze eerste exit voorwaarde de ITF aankondiging gepubliceerd kan worden. ITF staat gepland op 13 mei a.s. De periode tussen ITF en daadwerkelijke vaststelling van de prijs bedraagt circa vier weken. In deze periode kunnen zich nog zaken voordoen die de stabiliteit beïnvloeden en daarbij zijn voornamelijk eventuele MAC (material adverse changes) gebeurtenissen van belang (externe en onvoorziene materiele

² The VSTOXX Index is based on a methodology jointly developed by Deutsche Borse and Goldman Sachs to measure volatility in the Eurozone. VSTOXX is based on the EURO STOXX 50 Index options traded on Eurex. It measures the implied volatility on options with a rolling 30 day expiry.

³ Source: Bloomberg

gebeurtenissen). In hoofdstuk IV wordt aandacht besteed aan risico's en mitigerende factoren, waaronder marktomstandigheden.

2. Er is voldoende interesse in de markt

Op 7 maart 2016 is het zogenaamde 'early marketing process' van start gegaan met een eerste ronde investeerdersbijeenkomsten. Daarin presenteerde ASR haar onderneming aan 36 investeerders. Na de presentatie op 6 april 2016 door de raad van bestuur van ASR aan de analisten⁴ van de syndicaatsbanken heeft een tweede ronde investeerdersbijeenkomsten plaatsgehad met 32 investeerders (vanaf 18 april 2016), waarvan negen nieuw t.o.v. de eerste ronde bijeenkomsten. In totaal is derhalve dus reeds met 45 investeerder één of tweemaal gesproken. Deze bijeenkomsten met potentiële beleggers hebben plaatsgevonden in Nederland, Londen (VK), New York en Boston (VS) en via conference calls met beleggers in andere delen van de wereld. De raad van bestuur was vertegenwoordigd door de heren Baeten (CEO) en Figuee (CFO).

Geconcludeerd kan worden uit de feedback van deze bijeenkomsten dat het succesvolle meetings waren. Uit de feedback van de early look investeerdersbijeenkomsten zullen ook een aantal onderwerpen naar voren komen waar meer aandacht aan zal worden besteed in de uiteindelijke roadshow tijdens de bookbuild periode.

Op basis van de early look meetings kan geconcludeerd worden dat er voldoende interesse is van investeerders in het aandeel ASR. Belangrijk is wel om te beseffen dat investeerders 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 de IPO veel meer investeerders zich inschrijven op de aandelen dan de 45 waarmee is gesproken in de early look bijeenkomsten.

Rothschild geeft aan de analyse van de JGCs bestudeerd te hebben en zich te kunnen vinden in de conclusies hierin.

Mogelijke Cornerstone investeerders

Er is tevens interesse getoond voor de mogelijke rol van cornerstone investeerders, hetgeen een teken is van sterke belangstelling vanuit de markt voor de IPO van ASR. Indien een proces leidt tot een cornerstone positie, dan zijn dit beleggers die zich al vóór bookbuilding committeren aan de IPO en in het prospectus opgenomen worden. Indien NLFI / de Staat niet kiezen voor een cornerstone positie voor een of meer investeerders, kunnen deze beleggers alsnog een belangrijke rol in de bookbuilding periode vervullen, bijvoorbeeld als anchor investeerder. Cornerstone investeerders moeten zich houden aan een lock-up periode waarbinnen zij hun aandelen niet mogen verkopen. Normaliter krijgen cornerstone investeerders hier iets voor terug, zoals een korting op de prijs of een gegarandeerde allocatie. NLFI is geen voorstander van het geven van korting, zoals u ook heeft aangegeven in bespreking met de Tweede Kamer. Het cornerstone proces kan doorlopen tot aan publicatie van het prospectus, hetgeen mogelijk vanaf 30 mei 2016 plaats heeft.

3. De onderneming is er klaar voor

In het exit advies van november 2016 is NLFI uitgebreid ingegaan op de exit gereedheid van de onderneming. Sindsdien zijn hier verdere stappen in gezet, waaronder:

- a. De resultaten zijn in 2015 verder verbeterd en de rapportage daarvan is uitgebreid.
- b. Formulering en publicatie van doelstellingen (targets) inclusief het vaststellen van een aangepast dividendbeleid.

⁴ De analistenrapporten worden 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 waarderingsrange of scenario analyses. Deze zijn in de concept rapporten niet opgenomen.

- 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.

Inzake de IPO van ASR speelt de aanvraag van een verklaring van geen bezwaar (vvgb) van DNB geen rol. Voor verzekeraars heeft DNB deze rol niet. Wel leest DNB mee met de AFM in de versies van het prospectus die worden ingediend. ASR verwacht finale goedkeuring van de AFM op het prospectus kort voor 30 mei 2016. Voor de stichting continuïteit is, anders dan bij de certificering bij ABN AMRO, ook geen voorafgaande vvgb van DNB vereist (dat is pas nodig ten tijde van uitoefening van de optie door de stichting). De stichting is in lijn met hetgeen gebruikelijk is voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen en ook voor andere Nederlandse verzekeraars (Nationale Nederlanden en Delta Lloyd).

De 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 managementpresentaties en de materialen in de dataroom.

De JGCs worden daarbij geassisteerd door hun juridische adviseurs. Dit geschiedt mede in samenwerking met de externe accountant en juridische adviseurs 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 ASR. Verschillende conceptversies van het prospectus zijn reeds gedeeld met de AFM die haar opmerkingen hierop heeft gegeven. Dit moet leiden tot uiteindelijke goedkeuring eind mei 2016.

De JGCs geven aan dat ASR gereed is. Zij wijzen op de nieuwe doelstellingen (targets), de goede status van de IPO-voorbereidingen en de belangrijkste stappen die reeds gezet zijn. Zij hebben er vertrouwen in dat laatste stappen ook zullen worden gezet en geven aan dat zij vinden dat ASR gereed is om vanaf het tweede kwartaal van dit jaar naar de beurs te gaan. Dit wordt bevestigd door Rothschild.

Er zijn NLFI geen feiten bekend die ertoe leiden dat aan de gereedheid van ASR moet worden betwijfeld. Ook heeft NLFI geen signalen van DNB, de AFM, de JGCs, Rothschild, Clifford Chance (juridische adviseur NLFI) 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 en goedkeuring van het prospectus), waarin alle betrokken partijen het vertrouwen hebben dat deze zullen worden gerealiseerd.

Deelconclusie

Gebaseerd op hetgeen hierboven beschreven en de bevestiging van diverse partijen concludeert NLFI dat nog steeds wordt voldaan aan de drie exit voorwaarden.

III. Omvang van eerste tranche in de ITF

ITF is een belangrijk moment in de beursgang. In de communicatie werkgroep is een concept ITF-persbericht opgesteld. In deze werkgroep is ook het ministerie van Financiën actief betrokken. Derhalve zullen wij u niet adviseren over de communicatie omtrent ITF. Wel adviseren wij u over de wenselijkheid om al dan niet een omvang van de eerste tranche op te nemen.

NLFI, Rothschild en de JGCs adviseren om in de ITF aankondiging geen indicatie van omvang op te nemen. Bij het publiceren van het prospectus zal waarschijnlijk een kleinere bandbreedte van de omvang gecommuniceerd worden dan in het exitadvies van NLFI in november 2015 was opgenomen. 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, waarin specifieke feedback van honderden beleggers wordt verkregen over de IPO van ASR, waaronder indicatie van de vraag (in omvang) naar het aandeel en de bandbreedte van de prijs die beleggers hebben aangegeven.

In het exitadvies van NLFI is aangegeven dat de eerste tranche naar verwachting 30%-50% zal bedragen (inclusief een greenshoe van 15% van de eerste tranche). Uw Kamerbrief sprak niet over een percentage of range maar over het verkopen van een minderheidsbelang.

NLFI ziet geen reden om een indicatie van omvang extern aan te kondigen aangezien de verwachtingen van NLFI op dit moment passen binnen de bandbreedte die eerder in het NLFI exitadvies was opgenomen. NLFI begrijpt dat ook de vennootschap hierachter staat, net als Rothschild en de JGCs.

Bovenstaande benadering biedt flexibiliteit om de omvang van de IPO te kunnen vaststellen op basis de laatste prijsverwachtingen na PDIE.

Op de avond voor de eerste handelsdag wordt bepaald hoeveel aandelen exact geplaatst worden. Hierbij kan normaliter maximaal 10% worden afgeweken van hetgeen in het prospectus staat vermeld over de omvang. Ook kan ervoor gekozen worden om de omvang aan te passen met meer dan 10%, dan moet bookbuilding normaliter met twee dagen worden verlengd. In paragraaf IV wordt nader ingegaan op de risico's en de mitigerende factoren.

Deelconclusie

NLFI adviseert u om wat betreft de omvang geen indicaties af te geven in het ITF persbericht en daarmee flexibiliteit te behouden om dit in de komende vier weken te kunnen vaststellen. Hiermee wordt niet van het exitadvies en niet van uw Kamerbrief afgeweken.

IV. Waardering en prijsverwachting

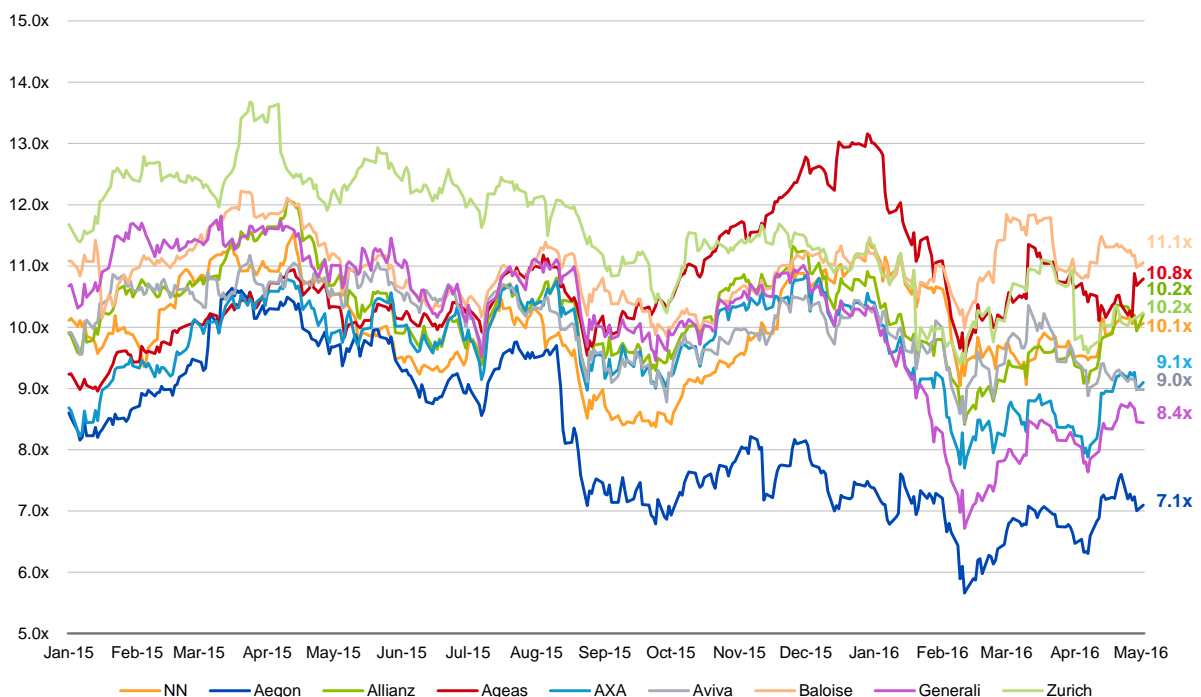
A. Waardering

NLFI ontvangt op reguliere basis een waarderingsindicatie van zowel de JGCs als Rothschild. Sinds het beschikbaar komen van de concept analistenrapporten wordt ook de consensus van de analisten opgesteld. De JGCs en Rothschild maken beiden een waardering (onafhankelijk van elkaar) en gebruiken hierbij diverse waarderingsmethoden, waaronder de regressieanalyse⁵, multiples analyse (P/E en P/BV)⁶, dividend yield⁷ en free cash flow yield.

De uitkomsten hiervan worden in een range weergegeven en in een overzicht gepresenteerd. In de waarderingswerkgroep wordt de waardering van de JGCs besproken en worden de JGCs kritisch bevraagd door NLFI en Rothschild over de gehanteerde uitgangspunten (waaronder de gekozen peergroep), de cijfers die als input worden gebruikt en het belang dat aan de diverse methoden wordt toegekend.

Onderstaand (figuren 2 en 3) de ontwikkeling van de price-to-earnings ratio (P/E) en dividend yield voor een aantal mogelijk relevante peers van ASR. Geconcludeerd kan worden dat de P/E ten tijde van het uitbrengen van het ASR exitadvies enigszins hoger was dan in de laatste weken. Ook kan afgelezen worden dat er in februari 2016 een sterke terugval was in waardering en dat dit gedeeltelijk daarna weer is ingelopen. Dividend yield (hogere yield is gerelateerd aan een lagere waardering) is een belangrijke factor voor het bepalen van de waardering van ASR aangezien het aandeel ook gepositioneerd zal zijn als een dividendaandeel.

Figuur 2: Price-to-earnings ratio⁸



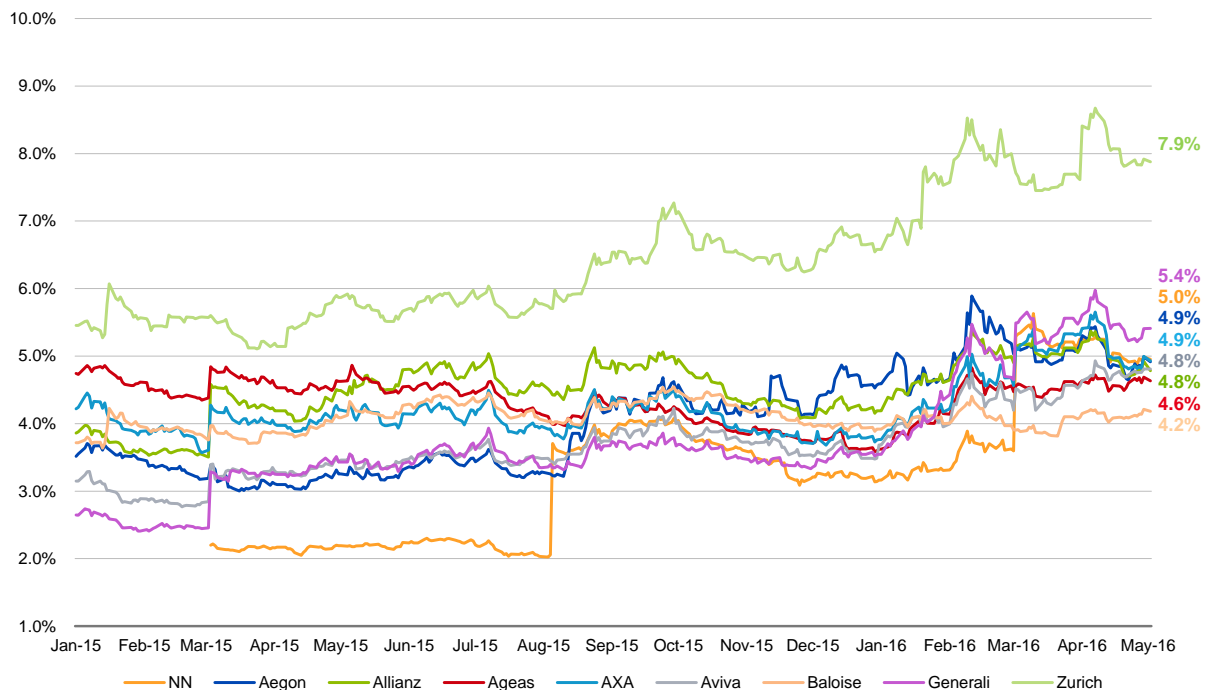
⁵ De regressie-analyse is een statistische techniek voor het analyseren van gegevens waarin sprake is van een specifieke samenhang. In het geval van ASR wordt gekeken naar de relatie tussen RoE en BV multiple van de peergroep.

⁶ Bij de multiples analyse (P/E) wordt gekeken naar de gemiddelde of mediaan P/E (hoeveel keer de winst wordt voor een aandeel betaald) van de peergroep.

⁷ Dividend yield: o.b.v. een minimaal gewenste dividend yield en een verwachte pay-out wordt een waarde berekend.

⁸ Price divided by the Mean Estimate for Next Twelve Months Earnings Per Share. Source: Factset.

Figuur 3: Dividend yield⁹



Noot: de 'spikes' in dividend yield voor NN in augustus 2015 en maart 2016 hebben te maken met de timing van interim en full-year dividend betalingen t.o.v. de berekening van 'annual dividend' over de relevante periode. Omdat de eerste 'full year' dividend voor NN betaald werd in 2016 over 2015 lijkt deze toe te nemen.

Diverse methodes worden gebruikt om waarderingen te berekenen en dit leidt tot een scala aan waarderingranges. Er wordt gekeken naar de range die gedekt is door de meeste uitkomsten, waarbij aan de diverse methodes verschillende gewichten kunnen worden toegekend.

Nu de eerste concept versies van de analistenrapporten zijn uitgekomen wordt ook een overzicht opgesteld van de verschillen tussen het business plan en de analisten consensus. Een klein verschil is een teken dat de *guidance* van de analisten adequaat is en dat er weinig tot geen aanvullende informatie hoeft te worden gegeven. Met de JGCs en Rothschild constateren we dat de verschillen die er bestaan zeer gering zijn. Dat is een positieve indicator voor het proces.

Autonomous (een gerenommeerde onafhankelijke aandelenanalist, geen onderdeel van het syndicaat) heeft op eigen initiatief en enkel op basis van openbare informatie een research memo gepubliceerd en een waardering afgegeven. Ook is een aantal banken uit het syndicaat gevraagd om waarderingindicaties.

B. Prijsverwachting

Het is van belang om te benadrukken dat een waardering niet hetzelfde is als een IPO prijs of opbrengst. De prijsrange zal rekening houden met de waarderingrange, 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 zijn te betalen voor het aandeel ASR, met de visie van de equity analisten zoals opgenomen in research rapporten en de adviezen van de JGCs en Rothschild. Tevens wordt rekening gehouden met zaken die specifiek gelden voor ASR. Immers, de waardering wordt onder meer bepaald aan de hand van een gemiddelde (of mediaan) die volgt uit de peergroup, maar ASR heeft unieke kenmerken waarmee ook rekening gehouden moet worden. Gedacht kan worden aan de unieke mix van activiteiten (diversificatie voordeel), de

⁹ Annual dividend rate divided by price. Source: Factset.

behaalde efficiëntie en het specifieke distributienetwerk. NLFI heeft geen indicatie van een prijsverwachting aangegeven in haar exit advies.

Van de adviseurs heeft NLFI verschillende indicaties voor de waardering ontvangen. De uitkomsten van deze waarderingen zijn allen in eenzelfde range. De waardering is vaak anders dan de uiteindelijke prijs, mede dankzij de IPO discount die door de markt ingeprijsd wordt. Daarnaast zal dit vertaald moeten gaan worden naar een IPO prijs range.

Naar aanleiding van de early look investeerder bijeenkomsten heeft een aantal beleggers een indicaties gegeven van hun initiële visie op de waardering van de verzekeraar. 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 of het prospectus en er nog geen competitieve omgeving is waarbinnen beleggers gestimuleerd worden om een goede en hogere prijs te bieden omdat zij anders de kans lopen om geen aandelen te verkrijgen.

Ook heeft NLFI een overzicht laten opstellen van de risico's die de analisten hebben benoemd in hun analistenrapporten. 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, de gegeven 'guidance' en meer algemene ontwikkelingen die alle verzekeraars raken. Daarnaast zijn alle analisten op basis van (interne) regels verplicht om risico's te vermelden. Analisten en beleggers kunnen deze risico's wel meenemen in hun bepaling van de prijs die zij bereid zijn om te betalen. De hoogte daarvan is niet exact te becijferen.

Daarnaast heeft Rothschild een overzicht opgesteld van de belangrijkste factoren die de waarde/prijs kunnen beïnvloeden.

Vlak voor ITF zullen de JGCs en Rothschild kunnen adviseren over hun visie op de prijsrange die zij realistisch achten voor de IPO van ASR. Dat is hun beste inschatting gebaseerd op alle kennis tot dan toe, het is derhalve geen gegarandeerde prijsrange op dat moment. Ook zal dit conditioneel aan onvoorziene omstandigheden zijn (in hoofdstuk IV wordt aandacht besteed aan de risico's en hoe hiermee om kan worden gegaan). In de ITF aankondiging (gepland voor 13 mei 2016) wordt, zoals gebruikelijk, niets over prijs gecommuniceerd. Dit gebeurt pas bij publicatie van het prospectus, die volgens de huidige planning rond 30 mei 2016 zal plaatsvinden.

De weken na ITF kan steeds meer feedback van analisten en beleggers worden meegenomen als input voor de waarderingrange. Daardoor zal de waarderingrange 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 voorspoedige planning op 30 mei 2016 gepubliceerd. De vaststelling van de prijsrange is een zwaarwegende en principiële beslissing die uw voorafgaande goedkeuring behoeft.

Manieren om prijsdruk hoog te houden

Prijs optimalisatie staat hoog op de prioriteitenlijst van NLFI. Derhalve is samen met Rothschild veel aandacht besteed aan de manieren die er zijn om tijdens bookbuilding de prijsdruk maximaal op te voeren. Dit komt overeen met hetgeen bij de IPO van ABN AMRO reeds met u is gedeeld.

Fundamentele waardering 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 ASR, de JGCs en NLFI liggen. In de bijlage geeft NLFI haar visie op de fundamentele waarde van ASR d.w.z. de waarde die niet beïnvloedbaar is door marktbevingen.

In het NLFI advies (in een later stadium) over de prijsrange zal zeer uitgebreid stil worden gestaan bij de diverse afwegingen, opties, risico's en mitigerende maatregelen die genomen kunnen worden. Het is de stellige visie van NLFI dat een IPO niet "at any price" gedaan moeten worden en



dat bij tegenvallende marktomstandigheden of pricing het terugtrekken van de IPO zeer serieus overwogen moet worden.

Deelconclusie

Op dit moment resulteren de diverse waarderingen in een waarderingsrange die straks vergeleken kan worden met de (eerste indicatie van) prijs en prijsrange (door de JGCs voor ITF). Een minimum opbrengst kan op dit moment nog niet worden bepaald.

V. 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 (begin 2016 waren er zorgen over de groei van de Chinese economie), nieuwe regelgeving die een negatieve impact heeft op de financiële sector en mogelijke publieke 'commotie' zoals bijvoorbeeld een uitbreiding van het beleggingsverzekeringen dossier.
2. Idiosyncratische omstandigheden, waaronder een onverwacht grote voorziening die genomen moet worden, een gerechtelijke uitspraak die tegen alle verwachtingen in zeer negatief uitpakt voor de onderneming of een fraudezaak.
3. Bij privatiseringen kunnen ook politieke omstandigheden een rol spelen. Een 'val' van de regering of andere ontwikkelingen zouden de steun voor een IPO kunnen wegnemen.
4. Als laatste is er een categorie "speciale zaken", met als voorbeeld gebeurtenissen waardoor PDIE en Roadshow niet of nauwelijks mogelijk is vanwege beperkingen op vliegverkeer.

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. Tevens is het verstandig om een buffer in te bouwen voor onvoorziene omstandigheden.

De opties om te reageren op onvoorziene negatieve omstandigheden zijn onder meer:

1. gedurende PDIE: verkleinen van de omvang van de IPO;
2. gedurende boekbuilding: verlagen van de prijsrange;
3. te allen tijde: aanhouden van de IPO voor een langere tijd of de timetable van de transactie met enkele weken verlengen (mits boekbuilding nog wel voor 15 juli 2016 plaats heeft).

De eerste twee opties zijn alleen te gebruiken indien het de wens is om de IPO nog wel te laten doorgaan. 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: doordat er een dagkoers is, kan een vervolgranche relatief snel en makkelijk worden geplaatst omdat niet weer een heel IPO traject doorlopen hoeft te worden. Bij vervolgranches is meer duidelijk over de verwachte opbrengst van die deelverkoop.

Indien de hiervoor genoemde omstandigheden dermate ernstig zijn (MAC gebeurtenis) dat serieuze twijfels bestaan of de IPO überhaupt doorgang kan vinden, dan wel alleen tegen een extreem lage prijs, dan is het aan te bevelen om de IPO uit te stellen. Hier zijn mogelijk wel gevolgen aan verbonden:

1. Hiermee krijgt de IPO mogelijk een negatieve associatie;
2. ASR heeft nog geen toegang tot de primaire kapitaalmarkt;
3. Afhankelijk van de reden van uitstel kan dit betekenen dat een volgende poging pas over enkele maanden (of langer) genomen kan worden;
4. Uitvoering van een kabinetsbesluit wordt vertraagd;
5. Het betekent niet automatisch dat een volgende poging wel succesvol zal zijn;
6. Het kan impact hebben op de motivatie van de individuen die hier de afgelopen maanden hard aan hebben gewerkt.

Het aanhouden van de IPO kan uitstel van enkele weken betekenen. Tot en met de tweede week van juli 2016 kan de IPO nog plaatsvinden met gebruik van dezelfde gegevens van ASR. Dit houdt in dat ook nog kort na de Brexit stemming in het VK de boekbuild periode van twee weken kan starten. Indien de IPO langer wordt uitgesteld dan zal het proces na de zomer weer moeten worden opgestart, hetgeen inhoudt dat de IPO pas in oktober 2016 op zijn vroegst kan plaats hebben. Ook dan kunnen er onzekerheden zijn, zoals bijvoorbeeld volatiliteit vanwege de aanstaande presidentsverkiezingen in de VS.

Deelconclusie

Na ITF bestaan er nog een aantal opties om te reageren op onvoorziene omstandigheden. Zo kan voor de start van bookbuilding de omvang van de IPO tranche worden aangepast en daarna de prijsrange worden aangepast. Tenslotte bestaat er de mogelijkheid om in het uiterste geval de IPO uit te stellen tot nader orde, maar dan zou er normaliter sprake moeten zijn van een MAC gebeurtenis. Dit kan enkele weken zijn of enkele maanden.