

**Aan:**  
Ministerie van Financiën

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

[www.nlfi.nl](http://www.nlfi.nl)

**Behandeld door**  
NLFI ASR-team

**Datum**  
26 mei 2016

## memo

ASR: advies publicatie prospectus

**Nummer**  
2016/139

### Inleiding

NLFI adviseert u met dit memo over de aspecten die van belang zijn voor uw besluit over publicatie van het prospectus door ASR met daarin:

- i. prijsbandbreedte (price range)
- ii. omvang van de aanbieding (offer size)

Direct na publicatie (verwacht maandag 30 mei 2016, voorbeurs) zal bookbuilding aanvangen<sup>1</sup>.

In dit memo wordt ingegaan op:

- I. De drie exitvoorwaarden
- II. Prijsbandbreedte
- III. Omvang van de eerste tranche
- IV. Advies NLFI ten aanzien van II en III

### Samenvatting

Dit advies is gebaseerd op de door NLFI opgedane kennis en beschikbare informatie tot en met 26 mei 2016. Op vrijdag 27 mei 2016 wordt dit advies met u (de Minister) besproken. Tot en met de avond van 26 mei 2016 is, in aanwezigheid van afgevaardigden van uw ministerie, gesproken over de optimale aanvang van de bookbuilding en management road shows periode.

Op basis van de adviezen van de JGC's<sup>2</sup>, de opinie van Rothschild (de financieel adviseur van NLFI) en de analyse van NLFI komt NLFI tot het oordeel u te adviseren om het volgende in het prospectus op te nemen:

1. Pricebandbreedte van € 18,00 - € 22,00 per aandeel
  - a. Dit komt overeen met een waardering van € 2,7 miljard - € 3,3 miljard op basis van een totaal van 150 miljoen aandelen ASR
2. Offer size tot 60,0 miljoen aandelen (inclusief Greenshoe van 7,8 miljoen aandelen):
  - a. Incl. greenshoe 40,0% (van het uitgegeven aantal aandelen)
  - b. Excl. greenshoe circa 34,8% (van het uitgegeven aantal aandelen)
3. Er bestaat tijdens de bookbuilding fase een mogelijkheid om de offer size (inclusief greenshoe) met in totaal 6,0 miljoen aandelen (10%) te vergroten, zonder additionele vereisten van de AFM t.a.v. bijvoorbeeld het prospectus. Dit kan tot kort voor de eerste handelsdag. De offer size (incl. greenshoe) kan daarmee tot 66,0 miljoen aandelen toenemen.

Dit advies is in lijn met het advies van de JGC's en sluit ook aan bij de visie van Rothschild.

<sup>1</sup> Aangezien 30 mei 2016 een nationale vrije dag (bank holiday) is in het VK en de VS zullen de road shows zich op maandag 30 mei 2016 richten op Continentaal Europa en zal het orderboek officieel open gaan op 31 mei 2016.

<sup>2</sup> De Joint Global Coordinators: ABN AMRO, Citibank en Deutsche Bank.

Naar het oordeel van NLFi, mede op basis van advies van de JGC's en Rothschild, is ASR gereed voor een beursgenoteerde omgeving. Uit de early look meetings (maart en april 2016) en de PDIE meetings (13 mei 2016 tot heden) is (ruim) voldoende belangstelling van investeerders gebleken. Uiteraard is de uiteindelijke belangstelling onder meer afhankelijk van de prijsstelling. Ook de onderneming geeft aan gereed te zijn en er is vertrouwen van ASR en de JGC's dat de AFM het prospectus tijdig zal goedkeuren. De Ondernemingsraad heeft positief geadviseerd over de voorgenomen IPO.

Op 27 mei 2016 moet het prospectus uiterlijk om 14:00 uur in de finale vorm aan de AFM worden toegezonden. Publicatie van het prospectus is voorzien op 30 mei 2016.

Op verzoek van de JGC's is besloten om reeds direct na het overleg met alle betrokken partijen van 25 mei 2016, in aanwezigheid van de directeur Financiële Markten en haar team, aan te vangen met het boeken van road show bijeenkomsten (zonder expliciet te vermelden om welke transactie het gaat). Dat maakt het mogelijk om direct op 30 mei 2016 zo goed mogelijk met een vol schema uit de startblokken te gaan en boekbuilding zo succesvol mogelijk te maken, gegeven de tijd tot verwachte IPO op 10 juni 2016.

## I. De drie exitvoorwaarden

Onderstaande betreft een vervolg op het advies dat NLFI aan u uitbracht kort voor publicatie van de intention to float (ITF) op 13 mei 2016. De drie exitvoorwaarden zijn:

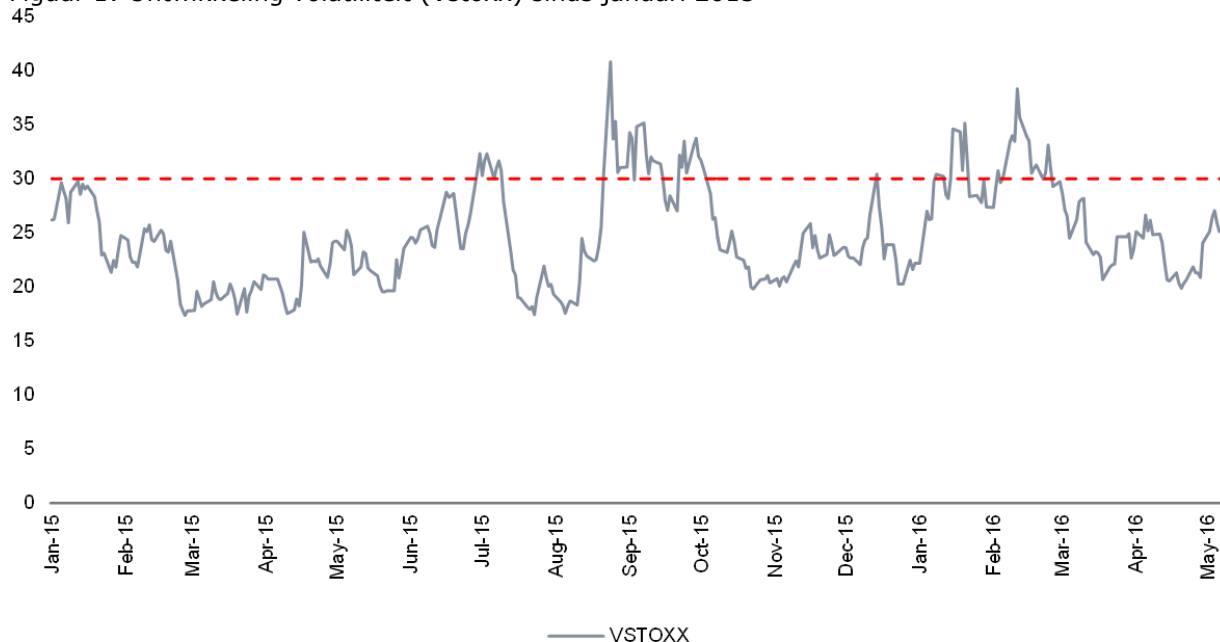
1. de financiële sector is voldoende stabiel
2. er is voldoende interesse in de markt
3. de onderneming is er klaar voor.

In het exitadvies van november 2015 heeft NLFI toegelicht dat aan deze voorwaarden werd voldaan. In het kader van de voorliggende beslissing over publicatie van het prospectus en de daarin op te nemen price range en offer size heeft NLFI onderzocht of dit nog steeds het geval is. NLFI heeft de JGC's en Rothschild gevraagd om hun visie op de drie exitvoorwaarden te geven. NLFI is nog steeds van oordeel dat aan de drie exitvoorwaarden wordt voldaan.

### 1. De financiële sector is voldoende stabiel

In figuur 1 wordt de VSTOXX 30 days index<sup>4</sup> sinds begin 2015 weergegeven. De 'VSTOXX 30 days' geeft de verwachte volatiliteit van aandelenmarkten (impliciet vanuit optiecontracten) weer voor de komende 30 dagen. Uit de figuur blijkt dat de verwachtingen m.b.t. volatiliteit (in de komende 30 dagen) begin 2016 was opgelopen, maar recent relatief stabiel is op voor IPO's meer acceptabele waarden. Idealiter bevindt de index zich onder de 30 gedurende de uitvoerende fase (na ITF) van een IPO. Tot heden is dat het geval.

Figuur 1: Ontwikkeling volatiliteit (Vstoxx) sinds januari 2015



De JGC's hebben ook meer specifiek gekeken naar de stabiliteit van de IPO-markt. De JGC's geven aan dat de markt voor IPO's open is en dat beleggers over het algemeen een positief rendement hebben gemaakt op IPO's. De huidige markt voor IPO's is enigszins uitdagend, maar is anderzijds voldoende stabiel en aantrekkelijk voor de beursintroductie van ASR. Het is onmogelijk om te voorspellen of de markt na de zomer van 2016 beter zal zijn, ook in de tweede helft van 2016 kan er sprake zijn van bijvoorbeeld toenemende volatiliteit door verkiezingen in de VS.

<sup>4</sup> 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.

De afgelopen week hebben IPO's het niet altijd even makkelijk gehad: een beperkt aantal ondernemingen heeft na IPO een dalende koers laten zien. Terwijl dit te herleiden is naar specifieke situaties kan dit ertoe leiden dat investeerders voorzichtiger zijn geworden in hun waardering van ondernemingen. Dit kan ook het geval zijn voor ASR.

Ook moet opgemerkt worden dat het in Nederland relatief druk is op de markt voor IPO's. Vanwege verschillende redenen pogen meerdere partijen voor het referendum in het VK een IPO te realiseren hetgeen leidt tot een samenloop van IPO's. Daar staat tegenover dat de markt voor IPO's een zeer internationale markt is. Circa 80% of meer van de aandelen ASR die verkocht worden komt waarschijnlijk in handen van buitenlandse investeerders. Vanuit internationaal oogpunt valt de drukte mee. Wel kan sentiment een rol spelen. Het succes van bijvoorbeeld de IPO van Philips Lighting eind deze week kan de IPO van ASR beïnvloeden.

Het marktsentiment jegens verzekeraars is nagenoeg ongewijzigd sinds de start van de publicatie van de eerste kwartaalresultaten door branchegeenoten. De publicatie Q1-2016 cijfers door AEGON leek een teleurstelling voor de markt te zijn, maar de publicatie door Delta Lloyd werd over het algemeen positief ontvangen. Vanochtend, 26 mei 2016, werden de cijfers van NN (voorbeurs) gepubliceerd. De respons van de markt daarop is van belang aangezien het een belangrijke peer is voor ASR. De reactie op deze cijfers was in eerste instantie positief vanwege een aangekondigd aandelen-inkoopprogramma. Echter, als snel werd duidelijk dat de resultaten op onderdelen minder positief waren dan vooraf verwacht, zoals onder meer de ontwikkeling van het Schaderesultaat in Nederland. Alhoewel de koersbeweging van vandaag niet direct behulpzaam is kan ASR hier mogelijk ook gebruik van maken doordat zij op 30 mei in het prospectus kwartaalresultaten bekend zullen maken die niet deze negatieve ontwikkelingen laten zien. De uiteindelijke uitwerking hiervan op de IPO valt niet op voorhand te voorspellen.

Alle hiervoor genoemde zaken in overweging nemende, ziet NLFI dat de markt voor IPO's de afgelopen anderhalve week relatief stabiel is gebleken. Financiële markten zijn wellicht enigszins uitdagend, maar er is sprake van voldoende stabiliteit.

## 2. Er is voldoende interesse in de markt

Na de early look meetings van het management in maart en april 2016, is op 13 mei 2016 de zogenoemde Pre Deal Investor Education (PDIE) periode van de analisten (van de syndicaatsbanken) van start gegaan. Deze loopt nog t/m 27 mei 2016 aanstaande.

De analisten van de acht banken hebben per einde dag 25 mei 2016 in totaal 624 bijeenkomsten gehad en daarnaast hebben de verkoopteams van de banken investeerders benaderd. 669 verschillende investeerders hebben terugkoppeling gegeven per einde dag 24 mei 2016. Dit proces loopt tot en met 27 mei 2016 einde dag. Uit de terugkoppeling blijkt dat er ruime interesse is van investeerders in ASR, waarbij voldoende groot aantal<sup>5</sup> investeerders aangeven bij welke prijs zij geïnteresseerd zijn in het aandeel.

In de afgelopen weken heeft NLFI ook bekeken of er investeerders zijn die reeds voor het publiceren van het prospectus zich willen verbinden aan de aankoop van een deel van de te plaatsen aandelen bij IPO, zogenaamde cornerstone investeerders. Mede omdat het onwenselijk was om deze partijen een financieel voordeel te bieden bij de IPO<sup>6</sup> is het niet mogelijk gebleken om dergelijke partijen in het prospectus aan te kondigen. Wel sterkt de interactie met partijen NLFI in de gedachte dat er voldoende en serieuze interesse is van investeerders. NLFI verwacht dat het merendeel van deze partijen tijdens de bookbuilding fase ook interesse zal tonen.

De JGC's geven in algemene zin aan dat de interesse voor de IPO van ASR zeer goed is. Die opinie wordt door Rothschild gedeeld.

<sup>5</sup> Voldoende groot om in te kunnen schatten wat de gemiddelde marktverwachting is.

<sup>6</sup> In lijn met de beantwoording van Tweede Kamervragen in januari 2016.

Het hiervoor genoemde in overweging nemende stelt NLFI dat er voldoende interesse van investeerders is in de IPO van ASR.

### 3. De onderneming is er klaar voor

NLFI is nog immer van oordeel dat ASR gereed is voor verkoop door middel van een beursgang. PDIE verloopt voorspoedig en naar tevredenheid en de analistenrapporten waarmee de analisten van de syndicaatsbanken op pad zijn gegaan zijn positief. De road show meetings van het management na publicatie van het prospectus zijn goed voorbereid. Goedkeuring van het prospectus wordt verwacht tijdig plaats te vinden en de Ondernemingsraad heeft positief over de IPO geadviseerd.

De JGC's 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 omvatte mede interviews met de raad van bestuur, de raad van commissarissen, het management en management presentaties. De JGC's werden daarbij geassisteerd door juridisch adviseurs. Dit geschiedde mede in samenwerking met de externe accountant en juridisch 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. Op 27 mei 2016 wordt de finale versie bij de AFM ingediend.

De JGC's geven aan dat ASR 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 ASR gereed is om naar de beurs te gaan. Rothschild deelt deze visie.

Er zijn NLFI geen feiten bekend die ertoe leiden dat aan de gereedheid van ASR moet worden getwijfeld. De RvB en RvC van ASR hebben de gereedheid van de vennootschap bevestigd.

Gebaseerd op hetgeen hierboven beschreven is en de bevestiging van de genoemde partijen, kan NLFI, alles overwegende, concluderen dat nog steeds wordt voldaan aan de drie exitvoorwaarden.

## II. Prijsbandbreedte

Belangrijke ontwikkelingen sinds publiceren van ITF die impact hebben op de prijs:

1. De terugkoppeling van investeerders die is ontvangen uit de PDIE
2. Veranderende marktomstandigheden en aandelenwaarderingen

Tijdens de PDIE is veel feedback van investeerders ontvangen over hun visie op de waardering<sup>8</sup> van ASR en op de prijs van ASR bij beursintroduktie. Het merendeel refereert daarbij aan het verwachte en gewenste dividendrendement. Een aantal verzekeraars zowel binnen Nederland als daarbuiten wordt genoemd als relevante peers om de waardering op af te stemmen.

Na kennis te hebben genomen van de terugkoppeling uit de PDIE, hebben de JGC's een prijsbandbreedte geadviseerd van € 18,00 - € 21,50 per aandeel. Dit komt overeen met een waardering bij IPO van € 2,7 miljard - € 3,2 miljard. De JGC's geven daarbij aan zich te kunnen voorstellen dat de bovenkant van de bandbreedte hoger wordt neergezet.

Rothschild heeft de volgende prijsbandbreedte geadviseerd: € 18,00 - € 22,50<sup>9</sup> per aandeel (hetgeen overeen komt met een waardering bij IPO van van € 2,7 miljard - € 3,4 miljard). Rothschild geeft aan dat zij om verschillende redenen voor privatiseringen, ook in lijn met het Myners rapport, adviseren om een bandbreedte van meer dan 20% (gemeten vanaf de ondergrens) te hanteren.

De adviezen van de JGC's en Rothschild overwegende en na overleg met de vennootschap adviseert NLFI een prijsbandbreedte van € 18,00 - € 22,00 per aandeel (€ 2,7 miljard - € 3,3 miljard).

De door NLFI geadviseerde bandbreedte is 22% wijd. Daarmee wordt een bandbreedte gekozen die past binnen de geadviseerde kaders in het Myners rapport (20% - 30%) en die naar het idee van NLFI recht doet aan de vennootschap en de ontvangen terugkoppeling van investeerders. Deze bandbreedte houdt naar het oordeel van NLFI ook voldoende rekening met de mogelijke invloed die interne en/of externe ontwikkelingen in de komende weken kunnen hebben op de prijsontdekking. NLFI is ook van oordeel dat een iets hogere bovenkant van de prijsbandbreedte dan door de JGCs geadviseerd, in combinatie met een omvang in het midden van de door NLFI beschreven bandbreedte in het exitadvies (30% - 50%), ook het vertrouwen van de verkoper aantoonst in de propositie. NLFI voelt zich gesteund in de gedachte dat deze propositie tot een goede prijsontdekking in de boekbuilding fase zal leiden.

---

<sup>8</sup> Vaak wordt de *fair value* genoemd of de *fully distributed valuation*.

<sup>9</sup> Top van de bandbreedte in advies Rothschild tot maximaal EUR 23,00 per aandeel.

### III. Omvang van de eerste tranche

In het prospectus moet worden opgenomen wat de omvang van de eerste plaatsing zal zijn. Bij het vaststellen van het advies over de best passende omvang, heeft NLFI rekening gehouden met het marktsentiment, de terugkoppeling zoals is gebleken uit de Early Look en PDIE meetings, de price range en de gewenste opwaartse prijsdruk gedurende de bookbuilding periode (bijvoorbeeld *books are covered* berichten).

Ook speelt het creëren van voldoende liquiditeit een rol. NLFI is van oordeel, na adviezen van de JGC's en Rothschild te hebben ontvangen, dat bij een omvang van circa € 1,0 miljard er sprake is van voldoende liquiditeit in het aandeel. Bij een geringere omvang kan er mogelijk negatieve invloed uitgaan van een gebrek aan liquiditeit op de prijs. Vanaf circa € 1,0 miljard is er nagenoeg geen positieve correlatie tussen verwachte prijs en omvang. Investeerders beoordelen de liquiditeit op basis van de *free float* die ontstaat ongeacht de uitoefening van de greenshoe. Dat houdt in dat indien mogelijk de omvang, excl. greenshoe, circa € 1,0 miljard zou moeten bedragen.

Rekening houdende met onder meer de benodigde liquiditeit, de wens voor opname in de AMX-index<sup>10</sup>, de prijs bandbreedte en verwachte prijsontdekking, adviseert NLFI een omvang tot 60,0 miljoen aandelen (incl. greenshoe), hetgeen 40% van het totale geplaatste kapitaal betreft. Het aantal te plaatsen aandelen excl. greenshoe zou dan tot 52,2 miljoen bedragen, hetgeen bij de geadviseerde bandbreedte EUR 940 miljoen – EUR 1.148 miljoen aan free float inhoudt. Indien de greenshoe, tot 7,8 miljoen aandelen, volledig zou worden uitgeoefend dan ontstaat een free float van EUR 1.080 miljoen – EUR 1.320 miljoen (op basis van de prijs bandbreedte). Indien er stabilisatie van het aandeel nodig blijkt te zijn dan wordt deze greenshoe niet of niet volledig uitgeoefend. In het basisscenario gaat NLFI ervan uit dat er geen stabilisatie nodig is en dat er sprake is van volledige uitoefening van de greenshoe.

De omvang is consistent met eerdere adviezen van NLFI, waarin werd geadviseerd om 30%-50% (incl. greenshoe) bij beursgang te verkopen. Met 40% (incl. greenshoe) is de omvang exact in het midden van die bandbreedte. De Staat houdt na IPO via NLFI minimaal 60% van de aandelen ASR. Met 40% wordt een groter belang verkocht dan bij de IPO van ABN AMRO (ABN AMRO IPO was 23% inclusief greenshoe). Dit vindt zijn oorsprong in de relatieve grootte, verwachte marktkapitalisatie, van ASR en ABN AMRO. Ten einde voldoende liquiditeit in het aandeel te realiseren wordt een groter belang verkocht. Bij ABN AMRO was dit niet of nauwelijks een overweging en werd meer aandacht geschonken aan de mogelijkheid om te kunnen profiteren van de eventuele toename van de aandelenkoers bij vervolgverkoop.

De aandelenplaatsing kan tijdens de bookbuilding periode met 10% worden vergroot (of verkleind) zonder dat daar additionele vereisten vanuit de AFM aan verbonden zijn. Daarmee zouden 6 miljoen extra aandelen kunnen worden verkocht. De Staat zou dan via NLFI nog 56% van de aandelen houden.

De JGC's en Rothschild adviseren een omvang die vergelijkbaar is met het advies van NLFI.

---

<sup>10</sup> Grens ligt op dit moment bij circa EUR 800 mln free float.

#### **IV. Advies NLFI**

Op basis van de adviezen van de JGC's, het advies van Rothschild en de analyse van NLFI komt NLFI tot het oordeel u te adviseren om het volgende in het prospectus op te nemen:

1. Pricebandbreedte van € 18,00 - € 22,00 per aandeel
  - a. Dit komt overeen met een waardering van € 2,7 miljard - € 3,3 miljard op basis van een totaal van 150 miljoen aandelen ASR
2. Offer size tot 60,0 miljoen aandelen (inclusief Greenshoe tot 7,8 miljoen aandelen):
  - a. Incl. greenshoe 40,0% (van het uitgegeven aantal aandelen)
  - b. Excl. greenshoe circa 34,8% (van het uitgegeven aantal aandelen)
3. Er bestaat tijdens de bookbuilding fase een mogelijkheid om de offer size (inclusief greenshoe) met in totaal 6,0 miljoen aandelen (10%) te vergroten (of verkleinen), zonder additionele vereisten van de AFM t.a.v. bijvoorbeeld het prospectus. Dit kan tot kort voor de eerste handelsdag. De offer size (incl. greenshoe) kan daarmee tot 66,0 miljoen aandelen toenemen.