

Minister van Financiën

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

www.nlfi.nl

Behandeld door
NLFI

T +31 (0) 70 20 50 600

Datum
20 november 2015

memo

ABN AMRO: advies prijs, omvang en allocatie

Nummer
2015/432

Bijlagen:

Aanleiding

Vaststelling van de introductieprijs van de certificaten in ABN AMRO en de omvang van de (eerste) plaatsing en de allocatie aan beleggers zijn door u aangemerkt als principiële en zwaarwegende besluiten die uw voorafgaande goedkeuring behoeven. In dit memo treft u het advies van NLFI inzake deze onderwerpen aan. De directeur financieringen en zijn team zijn aanwezig geweest bij de gesprekken op donderdagavond (en -nacht) 19 november 2015 over pricing, allocatie en omvang.

Prijs

Uit de PDIE en de bookbuilding periode is van honderden investoren feedback inzake de prijs(verwachting) ontvangen. In het orderboek zijn alle orders binnen de gecommuniceerde price guidance (€17,50, €17,75 en €18) zichtbaar, waarbij veel investeerders een kleinere order hebben ingelegd naarmate de prijs hoger wordt. Ons prijsadvies is gebaseerd op diverse overwegingen die hierna worden benoemd. NLFI / de Staat houden na de IPO nog minimaal 77% van de aandelen in ABN AMRO en profiteren daarmee ook van een stijgende aandelenkoers. De lange termijn waarde voor de belastingbetalers wordt dus veel meer bepaald door de koers van het aandeel ná IPO (after-market), dan door de IPO prijs zelf. Ook voor ABN AMRO zelf is het goed als de koers na IPO licht positief ontwikkelt, één van de argumenten voor de IPO was immers dat ABN AMRO zelfstandig toegang tot de kapitaalmarkt zou verkrijgen in de toekomst indien nodig. Bij een prijs van €17,75 per certificaat wordt het beste evenwicht bereikt tussen opbrengst en risico's (zoals de after-market performance), waardoor prijsoptimalisatie wordt bereikt.

Elementen die in ogenschouw zijn genomen bij het bepalen van de definitieve prijs:

- 1) gegevens uit het orderboek (mate van overschrijving bij verschillende prijsniveaus, de daarbij behorende verdeling tussen betrokken langere termijn beleggers -'stewardship providers'- en meer op verhandeling gerichte beleggers - 'liquidity providers'-);
- 2) sentiment onder beleggers; en
- 3) aftermarket behaviour.

Daarbij is gezocht naar de juiste balans die de opbrengst voor de Staat optimaliseert. Sentiment en after-market behaviour zijn belangrijke elementen omdat dat iets zegt over de koersontwikkeling na de beursgang. Het is van belang dat de koers in de dagen direct na de beursgang en op de langere termijn zich op een stabiele positieve wijze ontwikkelt. Dit omdat NLFI/de Staat in de toekomst het resterende belang van minimaal 77% nog moeten verkopen tegen een bij voorkeur hogere waarde. Om dit te bereiken moet de prijs *at IPO* niet te laag worden vastgesteld (in welk geval de Staat kennelijk tegen een te lage prijs heeft verkocht, de koers snel omhoog zal gaan, wat op den duur niet houdbaar zal zijn omdat de vraag naar het certificaat dan

zal afnemen). Een te hoge prijs zal leiden tot een minder sterke after-market, wat ertoe kan leiden dat de IPO wordt ervaren als een teleurstelling onder beleggers waardoor de koers zal zakken. Beleggers die niet overtuigd zijn van een aandeel (certificaat) zullen hun beleggingsbeslissing uitstellen en eerst afwachten hoe het aandeel (certificaat) zich ontwikkelt. In algemene zin kan gesteld worden dat het uiterst moeilijk is voor een transactie als de onderhavige om zich bij een teleurstellende after-market in de eerste dagen direct na IPO, vervolgens nog te herstellen. NLFI / de Staat moeten nog meer aandelen verkopen: het resterende belang in ABN AMRO en het gehele belang in ASR. Ook Propertize en SNS Bank moeten nog verkocht worden. Een reputatie van een verantwoorde aandeelhouder (verkoper) is daarbij van belang.

Al deze elementen en factoren tegen elkaar afwegend hebben de JGCs geadviseerd dat een introductieprijs van € 17,75 deze hiervoor omschreven balans kon bereiken. Ook ABN AMRO Group kan zich in deze analyse vinden. NLFI en Rothschild onderschrijven het advies van de JGCs. Gegeven het streven van de Staat naar een duurzame exit tegen een optimale opbrengst luidt het eindadvies van NLFI de introductieprijs vast te stellen op € 17,75. Een prijs van €17,75 is ongeveer 5% hoger dan 1 x TBV (laatst gerapporteerde Tangible Book Value). Bij het bepalen van deze geadviseerde introductieprijs is rekening gehouden met de kwaliteit van de investeerders in het orderbook, alsmede een gepaste allocatie aan deze investeerders.

Alle bovenstaande aspecten in overweging nemende en na kennis te hebben genomen van het advies van de JGC's, de opinie van Rothschild en de visie van ABN AMRO Group, adviseert NLFI een prijs van €17,75 per certificaat.

Omvang

In een eerder stadium zijn de indicatieve omvang van de base size (20% eerste tranche) en overallotment optie (15% van eerste tranche) door u goedgekeurd. Indien rekening wordt gehouden met de benodigde free-float en de wens voor snelle opname in de AEX-index aan de ene kant, en de verwachte prijs aan de andere kant, adviseert NLFI nog steeds een base size van de eerste tranche van 20% van het totale geplaatste kapitaal is. Indien gekeken wordt naar de omvang van het orderbook, waaronder de sterke vraag van retail investeerders, adviseren de JGC's om de base size van 20% en de overallotment optie van 15% te alloceren. Dit sluit ook aan bij het prospectus en daaraan gerelateerde persberichten en kamerbrief¹, waarin de indicatieve omvang werd genoemd. Investeerders hebben hun orders ook gebaseerd op de verwachting van een base size van 20%. Indien dit nu zou veranderen, zou dit een onverwachte (negatieve) verrassing voor investeerders zijn die als een zwakte gepercipieerd kan worden (blijkbaar was er niet genoeg vraag om de volledige 23% te kunnen alloceren).

Allocatie

Om te komen tot een voorgestelde allocatie van 20% base deal en 15% overallotment optie (in totaal 23% van het totale geplaatst kapitaal, hetgeen overeenkomt met 216 miljoen certificaten), is rekening gehouden met diverse overwegingen:

- De wensen van de minister zoals ook opgenomen in de kamerbrief FIN/2015/227 U:

- p. 13: "In het geval van ABN AMRO wil ik het mogelijk maken dat een deel van de aandelen aan particuliere beleggers wordt aangeboden".
- p. 25: "Ik ben van mening dat langetermijnaandeelhouders met name kunnen bijdragen aan de stabiliteit van de onderneming, terwijl kortetermijnaandeelhouders met name kunnen bijdragen aan de liquiditeit van het aandeel. Ik streef dus naar een balans tussen korte- en langetermijninvesteerders".
- p. 25: "Bij een beursgang is er vaak relatief veel vraag van kortetermijnbeleggers. Ik wil daarom bij de plaatsing van de aandelen ABN AMRO zoveel mogelijk de voorkeur geven aan langetermijnaandeelhouders".

- De door de minister goedgekeurde retail allocation van 10% van de base deal van 20%.

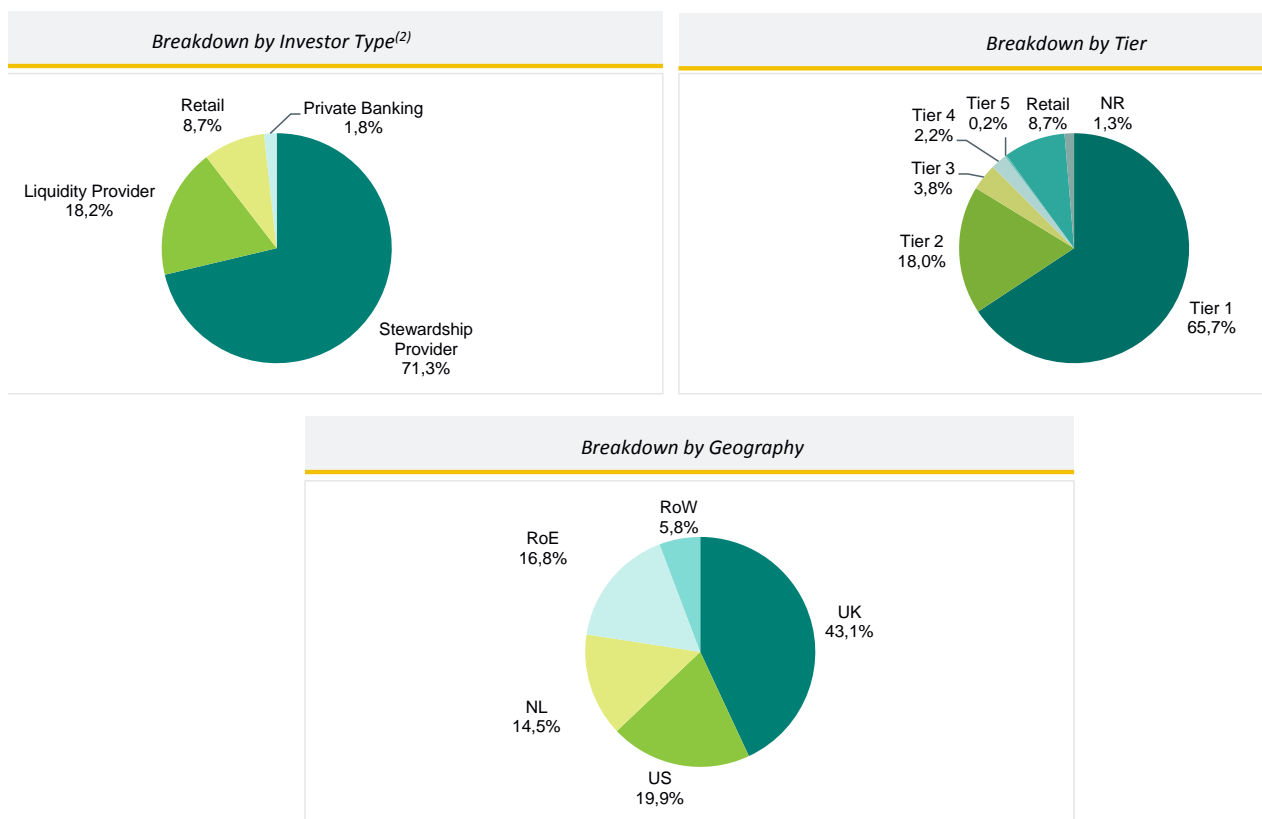
- Verdeling stewardship providers (vergelijkbaar met langetermijnaandeelhouders) vs liquidity providers (kortetermijnaandeelhouders die bijdragen aan de liquiditeit van een aandeel).

¹ FIN/2015/1316U: *De indicatieve omvang bestaat uit de plaatsing van 20% van de certificaten. Met een greenshoe van maximaal 15% kan de omvang van de eerste plaatsing uitkomen op 23%.*

- Verdeling over de diverse Tiering van institutionele investeerders (T1-T5, op basis van kwalitatieve criteria).

- De allocation principles, zoals verwerkt in het allocation framework waarvan de hoofdlijnen in het prospectus zijn opgenomen (inclusief behandeling van retail beleggers), die in een eerder stadium door u zijn goedgekeurd. De hierin genoemde percentages zijn indicaties. Bij de uiteindelijke allocatie is iets meer toegekend aan zogenoemde stewardship investors, omdat het orderboek hier ruimte voor bood en het bijdraagt aan een stabiele after-market performance en tegemoet komt aan de wens van de minister om zoveel mogelijk voorkeur te geven aan langetermijnaandeelhouders.

Besloten is een allocatie te adviseren die resulteert in de onderstaande verdeling:



1. Percentages are based on the full deal size (216.2 MM shares)
2. The retail offering equals to 10.0% of the base deal size

Deze verdeling wordt onderschreven door Rothschild. Ook ABN AMRO Group kan zich hierin vinden. Deze allocatie past binnen de vooraf door de minister goedgekeurde allocation principles, inclusief de behandeling van retail beleggers.

Alles overwegende, adviseert NLF1 de onderstaande allocatie, verdeeld over de doelgroepen zoals hierboven vermeld en de specifieke allocatie zoals opgenomen in bestand dat de directeur Financieringen aan de minister heeft gezonden.