

Schriftelijke visie van Rients Abma, directeur Eumedion¹ op de voorgenomen beursgang van ABN AMRO t.b.v. het rondetafelgesprek in de Tweede Kamer op 16 juni 2015

- Ik zal kort ingaan op de mate waarin banken – vandaag in het bijzonder ABN AMRO – aantrekkelijk zijn als belegging voor institutionele beleggers. Eumedion heeft hierover in 2013 ook een position paper opgesteld.²
- Mijn kernboodschappen zijn:
 1. Als de Tweede Kamer het besluit tot een beursgang van ABN AMRO goedkeurt, zal ABN AMRO de nieuwe beleggers ervan moeten overtuigen dat zij een helder, robuust en duurzaam verdienmodel heeft dat ook op de langere termijn winstgevend is. De bank zal bovendien precies moeten uitleggen hoe zij invulling geeft aan de maatschappelijke rol van de bank. De bank zal in ieder geval tot 2019 er rekening mee moeten houden dat veel nieuwe aandeelhouders relatief hoge verwachtingen van het rendement hebben, gelet op het huidige – hoge – risicoprofiel van banken.
 2. Er moet meer openheid komen over de eventuele afspraken tussen ABN AMRO en de Staat inzake het gedrag van de Staat als aandeelhouder.
 3. Vertrouwen van de nieuwe aandeelhouders in de zittende RvC is cruciaal. Hieraan zal hard moeten worden gewerkt.
 4. Certificaten van aandelen hebben in zowel het binnen- als buitenland onder veel beleggers een slechte naam. Wij kunnen de door het CPB berekende discount van 5 tot 10 procent (overeenkomend met een waardeverlies van €750 miljoen tot €1,5 miljard)³ daarom wel plaatsen. Als de Tweede Kamer het nodig acht om een extra slot op de deur van ABN AMRO te plaatsen, dan heeft het onze voorkeur om een stichting op te richten die tijdelijk beschermingspreferente aandelen kan nemen. Deze beschermingsconstructie is én effectiever én minder duur (in termen van mogelijk waardeverlies van de bank).

¹ Eumedion is het samenwerkingsverband van 70 Nederlandse en buitenlandse institutionele beleggers – pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders – op het terrein van corporate governance en duurzaamheid. Tezamen hebben zij meer dan 4000 miljard euro belegd vermogen onder beheer en vertegenwoordigen zij gemiddeld tussen de 25 en 30 procent van de aandelen van een Nederlandse beursgenoteerde onderneming. Alle deelnemers van Eumedion onderschrijven de door de deelnemers zelf ontwikkelde best practices voor betrokken aandeelhouderschap. Dat betekent – onder meer – dat zij stemmen op alle agendapunten van aandeelhoudersvergaderingen en dat zij open staan voor een constructieve dialoog met de ondernemingen waarin wordt belegd, waaronder de beursgenoteerde banken. Eumedion ondersteunt hen hierbij.

² Zie het Eumedion position paper 'Future investibility of Dutch banks' d.d. 24 juni 2013: http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position_paper_toekomst_banken.pdf.

³ Uitgaand van een marktwaarde van ABN AMRO van €15 miljard, zoals genoemd in de brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer d.d. 22 mei 2015 over de verkoop van ABN AMRO (Kamerstukken II 2014/15, 31 789, nr. 64).

5. Kapitaalverschaffers moeten beter grip krijgen op een mogelijk nieuwe expansiedrift van de bestuurders van ABN AMRO in de toekomst. Het is heel goed dat de Staat ervoor kiest de drempel om acquisities aan de AVA ter goedkeuring voor te leggen te verlagen. Ik zou u in overweging willen geven om obligatiehouders ook een dergelijk goedkeuringsrecht te geven.
- Belangrijke aspecten die de aantrekkelijkheid van een onderneming als lange termijn belegging bepalen zijn de robuustheid en duurzaamheid van het verdienmodel, afgezet tegen het risicoprofiel, waaronder ook de kwaliteit van het bestuur en het interne toezicht en de voorziene beschermingsconstructie.
 - Als we het risicoprofiel als eerste onder de loep nemen, dan kent een bank momenteel een relatief hoog risicoprofiel. Ten eerste kent een bank, in vergelijking met een niet-financiële onderneming, gemiddeld genomen een erg lage solvabiliteitsratio. Ten tweede is het risico op onteigening sinds het debacle rond SNS Reaal niet denkbeeldig meer. Door deze factoren zal het door aandeelhouders verwachte rendement op bank aandelen, ter compensatie van het marktrisico dat wordt gelopen, nu relatief hoog zijn. In ieder geval hoger dan het verwachte rendement dat voor de meer solvabele en daardoor stabielere niet-financiële ondernemingen geldt. Dit spoort met recent onderzoek van DNB: bankbeleggers verwachten een rendement op kapitaal van boven de 10%.⁴ Pas als alle wetgevende maatregelen ter stabilisering van de bankensector zijn geëffectueerd – naar verwachting in 2019 – ligt het in de rede dat het door aandeelhouders verwachte rendement op kapitaal zal dalen.
 - Naast deze marktrisico's spelen er – vanuit aandeelhoudersperspectief – ook nog ondernemings specifieke risico's bij ABN AMRO. Ik wil in dit kader inzoomen op een aantal governancegerelateerde risico's, namelijk het structuurregime, de rol van de Staat als aandeelhouder, de voorziene beschermingsconstructie en het acquisitierisico.
 - ABN AMRO zal straks wettelijk onderworpen zijn aan het structuurregime, waardoor de aandeelhouders geen directe invloed hebben op de samenstelling van het bestuur. De raad van commissarissen (RvC) ontslaat en benoemt de bestuurders. Aandeelhouders moeten geheel leunen op de keuzes van de commissarissen voor de bestuurders. Vertrouwen van de aandeelhouders in de kwaliteit van de RvC is daarom cruciaal. De rol van de RvC in de afgelopen beloningsdiscussie en de uitspraken van de bestuursvoorzitter hierover⁵ zullen bij sommige beleggers tot vragen hebben geleid over de kwaliteit van de huidige RvC.
 - De Staat is voornemens om de aandelen van de bank in tranches naar de markt te brengen. Dat is een verstandige aanpak. Tegelijkertijd leidt dit er toe dat aandeelhouders nog een vrij lange tijd te

⁴ De Nederlandsche Bank, *Overzicht Financiële Stabiliteit*, najaar 2014, p. 22.

⁵ *Het Financieele Dagblad*, "Gerrit Zalm: 'Als iemand heeft gefaald, ben ik het'", 15 mei 2015, p. 15.

maken hebben met de Staat als aandeelhouder die voorlopig een controlerend belang houdt. In die hoedanigheid zal de Staat ook enkele specifieke vetorechten kennen. Het gedrag van de Staat als aandeelhouder kan voor minderheidsaandeelhouders een risico vormen indien dat gedrag onvoorspelbaar is en vooral politiek gedreven. Het zou goed zijn als in het prospectus transparant wordt gemaakt hoe de Staat zich als controlerend aandeelhouder van ABN AMRO zal opstellen en of er specifieke overeenkomsten zijn tussen de Staat en ABN AMRO over bijvoorbeeld de lock-up periode, informatieverschaffing en bepaalde onderwerpen die de goedkeuring behoeven van de Staat.

- Dan de voorziene beschermingsconstructie. De minister kiest via de certificering van aandelen voor een extra slot op de deur van ABN AMRO. Ik denk dat dit extra slot onnodig is en bovendien duur. De combinatie van 1) de wettelijke toepassing van het volledige structuurregime, 2) de jurisprudentie over het agenderingsrecht en de bevoegdheidsverdeling tussen AVA en ondernemingsleiding en 3) de betrokkenheid van de prudentiële toezichthouder zorgt naar mijn idee al voor voldoende veiligheidskleppen tegen een activistische aandeelhouder of vijandige bidder. Het structuurregime zorgt ervoor dat een activistische aandeelhouder of vijandige bidder nooit en te nimmer grip kan krijgen op het bestuur. En dat lukt ook niet ten aanzien van de RvC. Hij kan slechts aanbevelingen doen voor de samenstelling van de RvC, maar de zittende RvC kan deze aanbevelingen naast zich neer leggen. Het enige wat deze 'activist' kan doen is de gehele RvC naar huis sturen. Maar dan zorgt de Ondernemingskamer voor een nieuwe RvC. Die zal de oren niet laten hangen naar de activist, nog afgezien van het feit dat de nieuwe commissarissen op geschiktheid en betrouwbaarheid moeten worden getoetst door de externe toezichthouder. Wenst een activistische aandeelhouder een strategiewijziging, bijvoorbeeld het tegen de zin van het bestuur in de etalage zetten van de bank, dan strandt dit ook. De Hoge Raad heeft al verschillende malen bepaald dat de AVA niet wettig kan besluiten over een strategiewijziging. En een vijandig openbaar bod op de aandelen strandt waarschijnlijk op de niet-afgifte van een verklaring van geen bezwaar door de Europese Centrale Bank (ECB) na advies van De Nederlandsche Bank (DNB).
- Daarbij komt dat certificaten van aandelen te kampen hebben met een ernstig perceptieprobleem onder beleggers, ook al hebben deze certificaten onder normale omstandigheden automatisch stemrecht. Kapitaalverschaffers lopen het risico monddood te worden gemaakt juist op een moment dat de uitoefening van het stemrecht van heel groot belang is, namelijk als de zelfstandigheid en identiteit van de bank in het geding is. Grote beleggers wordt hiermee een belangrijke mogelijkheid ontnomen om zich op te stellen als betrokken aandeelhouder. Zoals blijkt uit een CPB-onderzoek heeft dit een materieel negatief effect op de waarde van de bank en zal dit de belastingbetaler dus geld kosten. Als de Tweede Kamer desalniettemin toch wil kiezen voor een extra slot op de deur, dan zou ik willen aanbevelen om toch nog eens te kijken naar de mogelijkheid van de in Nederland veel gebruikelijkere vorm van bescherming via een stichting continuïteit die tijdelijk

beschermingspreferente aandelen kan nemen. Het zou toch mogelijk moeten zijn dat de ECB en DNB in ieder geval voorwaardelijk een verklaring van geen bezwaar kunnen afgeven aan de beschermingsstichting? Mocht dat niet zo zijn dan hebben andere systeemrelevante Nederlandse beursgenoteerde financiële ondernemingen als ING Groep, Delta Lloyd en NN Group hetzelfde probleem met hun beschermingsconstructie.

- Tot slot het acquisitierisico. In het verleden zijn diverse banken door eigen acquisities in de problemen gekomen: Fortis en Royal Bank of Scotland door de overname van ABN AMRO en SNS Reaal door de overname van achtereenvolgens Bouwfonds Property Finance, Zwitserleven en AXA Nederland. Deze acquisities hebben niet alleen de belastingbetaler, maar ook beleggers veel geld gekost. Beleggers hebben door deze ervaring veel meer oog voor de risico's van acquisities. Het is heel goed dat de Staat beleggers de mogelijkheid biedt om veel eerder dan vroeger een rem te zetten op een eventuele expansiedrift van de bestuurders van ABN AMRO. De drempel voor het ter goedkeuring voorleggen van een acquisitie aan de AVA wordt verlaagd van het wettelijke criterium van een derde van het balanstotaal naar een derde van het eigen vermogen van de bank. Dat scheelt ongeveer een factor 25 (€ 5 miljard in plaats van €129 miljard). Mede omdat aandeelhouders van nature geneigd zijn meer risico te nemen dan maatschappelijk wellicht wenselijk is, lijkt hier een tweede beschermingswal misschien wél gepast. Overwogen zou kunnen worden om ook obligatiehouders instemmingsrecht te geven bij majeure acquisities. Zij hebben 'inherent' immers het meeste baat bij een laag risicoprofiel. Bovendien verschaffen obligatiehouders een fors deel van het kapitaal van banken; in ieder geval veel meer dan aandeelhouders (een factor 6 in het geval van ABN AMRO). En (bepaalde) obligatiehouders lopen sinds de 'bail-in'-mogelijkheid ook meer risico's op hun bankbeleggingen.
- De hiervoor genoemde markt- en ondernemings specifieke risico's zullen zich weerspiegelen in de hoogte van het door aandeelhouders verwachte rendement. De hoogte van dit verwachte rendement hoeft geen probleem te zijn als er sprake is van een duidelijk, overtuigend, duurzaam verdienmodel met een heldere en meetbare strategie en een duidelijk dividendbeleid. Het is van groot belang dat het bestuur van ABN AMRO dat robuuste, duurzame verdienmodel overtuigend uitlegt en waarom dat ook op lange termijn voldoende duurzaam rendement zal genereren. En bovendien ook uitlegt hoe de bank specifiek invulling gaat geven aan de maatschappelijke rol van de bank (via het zgn. Maatschappelijk Statuut). Pas dan kunnen de op lange termijn georiënteerde institutionele beleggers met een geruster hart in ABN AMRO stappen.