

Advies verkoop REAAL en ASR

NL Financial Investments

Inhoud

Voorwoord

[Samenvatting](#)

1. [Inleiding](#)

1.1 Inhoud advies

1.2 Overzicht marktomstandigheden in de verzekeringssector

2. Verkoop REAAL

2.1 Rol NLFI bij verkoop REAAL

2.2 Eisen EC aan verkoopproces REAAL

2.3 Randvoorwaarden voor terugbrengen overheidsbelangen

2.4 Onderhandse verkoop door middel van een controlled auction

2.5 Concretisering verkoopproces

2.6 Verkoopproces in de tijd

2.7 Voldoet het verkoopproces aan de eisen van de Europese Commissie?

2.8 Verzoek

3. Verkoopmogelijkheden ASR met dual track benadering

3.1 Gereedheid ASR

3.2 Is de markt gereed voor een verkoop van ASR?

3.3 Worden de kapitaaluitgaven bij verkoop terugverdiend?

3.4 Conclusie

4. Rol ASR in verkoopproces REAAL

4.1 Bieding op REAAL

4.2 Financiering van het bod op REAAL

4.3 Welke partijen kunnen financier van ASR worden?

4.4 Wat als de overname van REAAL niet lukt?

4.5 Verzoek

5. Interne bedrijfsvoering NLFI

[Bijlage 1: achtergrondinformatie SNS REAAL en REAAL](#)

[Bijlage 2: analyse verkoopmogelijken REAAL](#)

[Bijlage 3: randvoorwaarden voor het afstoten van financiële deelnemingen](#)

[Bijlage 4: achtergrondinformatie ASR](#)

[Bijlage 5: kapitaaluitgaven Staat](#)

[Bijlage 6: reacties SNS REAAL, ASR en medezeggenschapsorganen](#)

Voorwoord

NLFI voert het beheer over de belangen van de Staat in een aantal financiële instellingen, waaronder SNS REAAL en ASR Nederland. Het is de wettelijke taak van NLFI het aandeelhouderschap in de financiële instellingen op een zakelijke en niet-politieke wijze in te vullen. NLFI heeft ook de taak om de minister van Financiën te adviseren over de strategie tot verkoop van de aandelen. In deze brief adviseert NLFI u over de mogelijkheden tot verkoop van de verzekeringsactiviteiten van SNS REAAL en de rol die ASR Nederland daarbij kan spelen. Ook gaat het advies in op het door u verzochte (vervolg)onderzoek naar de verkoopmogelijkheden voor ASR Nederland.

Dit advies is mede tot stand gekomen op basis van intensief contact met SNS REAAL en ASR Nederland. Wij hebben dankbaar gebruik gemaakt van de waardevolle inbreng van de instellingen, en de aan hen verbonden medezeggenschapsorganen.

Voorts zijn wij dank verschuldigd aan het ministerie van Financiën, De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten voor het weergeven van hun zienswijze op eerdere versies van dit advies. Daarnaast hebben gesprekken plaatsgevonden met een aantal investment banks en juridisch en financieel adviseurs, die hun inzichten met ons hebben gedeeld.

Allen die hebben bijgedragen aan de totstandkoming van dit advies zijn wij zeer erkentelijk.

Bestuur NLFI,

Mr. M. Enthoven, voorzitter
Mr. L.Y. Gonçalves-Ho Kang You
Jhr. Drs. D. Laman Trip

Mei 2014

Samenvatting

Het onderhavige advies gaat in op de mogelijkheden die NLFI heeft onderzocht voor een onderhandse verkoop van REAAL N.V. (REAAL), een 100% dochteronderneming van SNS REAAL N.V. (SNS REAAL) waarin alle verzekeringsactiviteiten zijn ondergebracht¹. Dit hangt nauw samen met het besluit van de Europese Commissie d.d. 19 december 2013 om de reddingssteun aan SNS REAAL goed te keuren. Belangrijke voorwaarde voor deze goedkeuring is de verkoop van alle verzekeringsactiviteiten van SNS REAAL binnen de termijnen van het door de Europese Commissie goedgekeurde herstructureringsplan. In dit advies gaat NLFI ook in op de mogelijkheden voor verkoop van ASR aan andere verzekeraars, als vervolg op het advies over de verkoopmogelijkheden van ABN AMRO en ASR d.d. 23 augustus 2013. Dit conform uw verzoek zoals verwoord in een brief aan de Tweede Kamer van 18 december 2013.

Verkoop REAAL

Als houder van 100% van de aandelen van REAAL zal SNS REAAL optreden als verkoper. NLFI zal als enig aandeelhouder van SNS REAAL en als indirect aandeelhouder van REAAL bij een verkoop van REAAL zeer nauw betrokken zijn en een actieve rol vervullen. Dit in lijn met het kader dat de overheid hanteert bij de verkoop van staatsdeelnemingen.

NLFI is van oordeel dat een onderhandse verkoop van REAAL als een *controlled auction* dient te worden ingericht. Op deze wijze kan een open en competitief biedingsproces plaatsvinden, gericht op een optimale verkoopopbrengst. Gegeven het vereiste van transparantie verdient het de voorkeur als voorwaarde te stellen dat alleen biedingen in contanten kunnen worden gedaan. Hiermee kan ook de double leverage binnen SNS REAAL worden verminderd zoals door de Europese Commissie verlangd. Voorts kan daarmee het risico van de Staat als gevolg van het overbruggingskrediet van EUR 1,1 miljard aan SNS REAAL worden verminderd. Bij een optimale verkoopopbrengst kunnen behalve de directe verkoopopbrengst ook andere (risico)factoren relevant zijn. Het gaat daarbij om de zekerheid dat eenieder het bod daadwerkelijk kan financieren, een plan van aanpak met betrekking tot het dossier beleggingsverzekeringen na overname, juridische risico's met betrekking tot de transactie, een onderbouwd businessplan inclusief een eventueel synergie- en integratieplan en de mate van waarschijnlijkheid dat toezichthouders de overname goedkeuren.

NLFI adviseert het verkoopproces gefaseerd in te richten, zodat gedetailleerde informatie alleen wordt gedeeld met geïnteresseerde partijen die niet in een eerdere fase zijn afgevallen. Uitgaande van een behandeling van dit advies in de Tweede Kamer in juni 2014, en een daarop volgende start van het verkoopproces vóór publicatie van de halfjaarcijfers van SNS REAAL, zou op zijn vroegst in december 2014 een definitieve koopovereenkomst kunnen worden ondertekend.

NLFI acht het van groot belang dat de verkoop van REAAL voldoet aan de door de Europese Commissie gestelde specifieke eisen ten aanzien van de verkoop van REAAL en aan de in het algemeen door de Commissie gestelde eisen aan een open en transparant proces. Naar het oordeel van NLFI voldoet het geadviseerde verkoopproces daar op alle punten aan. Een van de eisen van de

¹ In dit advies omvat REAAL ook SNS Asset Management. SNS REAAL is voornemens deze dochtervennootschap voorafgaand aan de verkoop van REAAL hierbij onder te brengen.

Europese Commissie is dat de verkoop geschiedt binnen de termijnen van het herstructureringsplan. Naar het oordeel van NLFI is het ook in het belang van REAAL zelf dat de verkoop op korte termijn en met voortvarendheid wordt aangevangen. Zo zal onder meer langdurige onzekerheid als gevolg van de verplichte splitsing schadelijk zijn voor de commerciële bedrijfsvoering van REAAL. NLFI adviseert u na bespreking van het advies met de Tweede Kamer SNS REAAL te vragen het verkoopproces van REAAL te starten.

Verkoop ASR met een dual track benadering

NLFI is van oordeel dat ASR op dit moment klaar is voor de aanvang van een duaal exitproces dat kan leiden tot een onderhandse verkoop of een beursgang. Het bestuur van ASR heeft succesvol verder gebouwd aan een track record als het gaat om realisatiekracht. NLFI acht ASR gereed voor een beursgang in het najaar van 2014.

NLFI signaleert een aantal algemene marktomstandigheden en meer structurele issues die spelen in de verzekeringsmarkt die leiden tot de conclusie dat het nu evenwel niet de beste tijd lijkt om ASR in zijn geheel te verkopen.

Ook signaleert NLFI twee belangrijke ontwikkelingen die het speelveld binnen de verzekeringssector wezenlijk veranderen: de aangekondigde beursgang van Nationale Nederlanden door ING Group en de verkoop van REAAL door SNS REAAL. Naar het oordeel van NLFI zou het niet wenselijk zijn ASR tegelijk met Nationale Nederlanden naar de beurs te brengen of tijdens de verkoop van REAAL voor een onderhandse verkoop in de markt te plaatsen. NLFI adviseert de verkoop van ASR met een dual track benadering voorlopig aan te houden.

Bieding van ASR op REAAL

Zoals aangegeven in het exitadvies d.d. 23 augustus 2013 wil en kan ASR een actieve rol spelen indien een aantrekkelijke consolidatiemogelijkheid aan de orde is. Met de verkoop van REAAL is dat het geval. NLFI adviseert u toe te staan dat ASR, net als andere geïnteresseerde partijen, deelneemt aan het biedingsproces rond REAAL. NLFI onderschrijft de analyse van ASR dat voor een overname van REAAL een duidelijke economische rationale bestaat. Een combinatie zou een sterke speler opleveren in de verzekeringssector. ASR heeft aangegeven dat kostenreducties kunnen worden behaald, er schaalvoordelen zijn en dat een samengaan met REAAL de distributiekracht versterkt. De te realiseren synergievoordelen van de combinatie zijn opbrengstverhogend voor een latere exit van de combinatie.

Voor het uitbrengen van een adequaat bod op REAAL dient ASR aanvullend kapitaal aan te trekken, ervan uitgaande dat de Staat niet bereid is het benodigde kapitaal te verstrekken. NLFI acht het van belang dat ASR de financiering op marktconforme basis aantrekt en dat hiervoor een open en transparant proces wordt gevolgd, in lijn met de eisen die de Europese Commissie hieraan stelt. Tegen deze achtergrond heeft NLFI er een voorkeur voor dat ASR de financiering merendeels aantrekt in de vorm van eigen vermogen, door de uitgifte van nieuwe aandelen, mits dit tegen acceptabele voorwaarden kan plaatsvinden. Deze voorkeur komt voort uit de markttest die dit oplevert voor een bod van ASR op Reaal en de mederisicodrager die hiermee wordt geïntroduceerd naast de Staat. Uitgifte van nieuwe aandelen leidt tot verwatering van het belang van de Staat in de eventuele combinatie en dat heeft elementen van privatisering. Om te voldoen aan de eisen die de Europese Commissie stelt aan de verkoop van staatsdeelnemingen zal ook het financieringsproces van ASR competitief en voldoende toegankelijk moeten zijn. Dit betekent onder meer dat het voor

iedere partij mogelijk moet zijn om deel te nemen aan het selectieproces van een financier van ASR voor het uitbrengen van een bod op REAAL. Alleen ingeval van een winnende bieding door ASR op de aandelen in REAAL zal de financiering van het bod doorgang vinden en zal de geselecteerde financier een minderheidsbelang in ASR verkrijgen. Indien het bod van ASR niet resulteert in een overname van REAAL dan trekt ASR ook geen financiering aan. Het verkoopproces van ASR als zelfstandige vennootschap met een dual track benadering kan vervolgens worden voortgezet, waarbij het advies is eerst de beursgang van Nationale Nederlanden en de verkoop van REAAL af te wachten.

Omdat NLFI bij een bieding door ASR op REAAL tegelijkertijd optreedt als enig aandeelhouder van de verkopende partij, SNS REAAL, én van de biedende partij, ASR, heeft NLFI een aantal aanvullende interne maatregelen getroffen om eventuele belangenvermenging of oneerlijke concurrentie te voorkomen. NLFI heeft de interne bedrijfsvoering zodanig ingericht dat portefeuille-optimalisering is uitgesloten. Dit om belangenvermenging en mogelijke schending van het vereiste van een open en transparant proces voor de verkoop van REAAL en de bieding – en de financiering daarvan – door ASR, te vermijden.

1. Inleiding

1.1 Inhoud advies

Zoals door u aangekondigd direct na de nationalisatie van SNS REAAL N.V. (hierna: SNS REAAL) zijn op 31 december 2013 alle door de Staat in SNS REAAL gehouden aandelen ten titel van beheer overgedragen aan Stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen² (hierna: NLFI), in ruil voor certificaten. Vanaf dat moment beheert NLFI de deelnemingen van de Staat in onder meer SNS REAAL, ASR Nederland N.V. (hierna: ASR), ABN AMRO Group N.V. en Propertize B.V. (voorheen SNS Property Finance B.V.).

In uw brief aan de Tweede Kamer van 18 december 2013³ verzocht u NLFI om in maart 2014 een onderzoek op te leveren naar de mogelijkheden voor een onderhandse verkoop van REAAL N.V. (hierna: REAAL), een 100% dochteronderneming van SNS REAAL waarin de verzekeringsactiviteiten van het concern zijn ondergebracht⁴. In het onderhavige advies komt NLFI daarop terug. In dit advies wordt niet ingegaan op de mogelijkheden tot privatisering van SNS Bank N.V.. Conform uw verzoek ontvangt u daarover een separaat advies na de zomer 2014. In uw brief van 18 december 2013 verzocht u NLFI ook het vervolgonderzoek naar ASR in het advies mee te nemen, zoals eerder aangekondigd in uw toekomstplannenbrief financiële instellingen⁵ van 23 augustus 2013. In deze toekomstplannenbrief gaf u aan een zogenaamde *dual track* benadering voor ASR te willen hanteren waarbij zowel een onderhandse verkoop als een beursgang tot de mogelijkheden behoren. Na behandeling van de toekomstplannenbrief in de Tweede Kamer heeft u ASR gevraagd zich verder voor te bereiden op een beursgang. Tegelijkertijd heeft u NLFI gevraagd de mogelijkheden voor een verkoop aan andere verzekeraars nader te onderzoeken. Op het door u verzochte (vervolg)onderzoek naar ASR komt NLFI ook terug in dit advies.

Mocht u, in lijn met dit advies, besluiten de verkoop van REAAL op korte termijn aan te laten vangen dan heeft dat grote invloed op de mogelijkheden voor ASR. Dat is de reden waarom het onderhavige advies niet alleen ingaat op de door u gevraagde mogelijkheden tot verkoop van ASR met een *dual track* benadering, maar ook op de rol die ASR zou kunnen spelen in het verkoopproces van REAAL.

Bij het opstellen van dit advies heeft NLFI de statutaire doelomschrijving van NLFI als leidraad genomen. NLFI richt zich bij de uitoefening van zijn wettelijke taak en de rechten die zijn verbonden aan de door NLFI gehouden aandelen, primair naar het financieel-economische belang van de Staat⁶, daarbij rekening houdend met de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden ondernemingen en de daarbij betrokken werknemers. Overeenkomstig de statutaire doelomschrijving heeft NLFI bij het opstellen van dit advies de belangen van de stakeholders van REAAL en ASR zoveel mogelijk meegewogen, waaronder die van de betrokken ondernemingsraden. Dit is ook in lijn met de expliciete aandacht die SNS REAAL en ASR, en de aan

² Stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen, handelt onder de naam NLFI.

³ Kamerstuk nr. 33532-31, 18 december 2013.

⁴ Een deel van de verzekeringsactiviteiten is ondergebracht in dochterondernemingen van REAAL.

⁵ Kamerstuk nr. 32013-36, 23 augustus 2013.

⁶ Het financieel-economisch belang van de Staat is gekoppeld aan de door NLFI (handelsnaam) uitgegeven royeerbare certificaten tegenover het houden van de aandelen in de vennootschappen.

hen verbonden medezeggenschapsorganen, hebben gevraagd voor de belangen van de betrokken stakeholders⁷. Daarnaast bewaakt NLFi dat de vennootschappen een verantwoorde ondernemingsstrategie voeren, in lijn met de geldende regels voor goed ondernemingsbestuur (corporate governance).

Omdat SNS REAAL en ASR kwalificeren als staatsdeelnemingen en dit advies betrekking heeft op de verkoop van REAAL door SNS REAAL en op de rol die ASR daarin kan spelen, heeft NLFi bij het opstellen van dit advies het daarvoor relevante overheidskader in acht genomen. Voor zover het advies ziet op de verkoop van REAAL is het besliskader voor privatisering en verzelfstandiging van overheidsdiensten⁸ d.d. 30 oktober 2012 in acht genomen. Voor zover het ziet op een mogelijke rol van ASR in het verkoopadvies van REAAL is het in de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013 omschreven kader voor (des)investeringen door staatsdeelnemingen gevolgd⁹.

SNS REAAL en ASR zijn bij de totstandkoming van dit advies intensief betrokken geweest. Daarnaast zijn De Nederlandsche Bank N.V. (hierna: DNB) en de stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) gevraagd hun zienswijze ten aanzien van het advies te geven. Ook hebben gesprekken plaatsgevonden met verschillende investment banks en met financieel en juridisch adviseurs.

1.2 Overzicht marktomstandigheden in de verzekeringssector

U bent in uw toekomstplannenbrief financiële instellingen d.d. 23 augustus 2013 ingegaan op de stabiliteit van de financiële sector als geheel en op de verzekeringssector in het bijzonder¹⁰. U gaf aan dat zowel op nationaal als Europees niveau gewerkt wordt aan een verdere versterking van de stabiliteit van de financiële sector. Naar uw oordeel was de acute marktstress afgenomen. Daarnaast zijn maatregelen getroffen die een dreiging van marktstress in de toekomst kunnen helpen voorkomen.

U gaf aan dat de omzet in de individuele levensverzekeringsmarkt duidelijk onder druk staat. Dit wordt veroorzaakt door de opkomst van het banksparen, de verminderde behoefte aan spaar- en beleggingshypotheken, het verminderde vertrouwen van de consument in de sector en door de in het verleden verkochte beleggingsverzekeringen. Bovendien heeft de lage kapitaalmarktrente grote gevolgen voor levensverzekeraars en hun waardering.

NLFi onderschrijft deze conclusie. De lage kapitaalmarktrente maakt het aanbieden van rentegaranties door verzekeraars zeer kostbaar. Tegelijkertijd is het rendement op vastrentende waarden op de actiefzijde van de balans van verzekeraars vanwege de lage rente beperkt. Dit komt tot uitdrukking in een relatief lage waardering van Nederlandse verzekeraars.

Ook andere ontwikkelingen in de verzekeringsmarkt leiden tot een neerwaartse druk op de waardering van Nederlandse verzekeraars. Het prudentieel toezicht op verzekeraars staat in de

⁷

Verwezen wordt naar de reacties van SNS REAAL en ASR en de aan hen verbonden medezeggenschapsorganen, op het exitadvies die als bijlage 6 bij dit advies zijn gevoegd.

⁸Rapport 'Verbinding verbroken?' d.d. 30 oktober 2012 van de Parlementaire Onderzoekscommissie Privatisering/Vzelfstandiging Overheidsdiensten (2012), Eerste Kamer, vergaderjaar 2012-2013, C.A.

⁹Kamerstukken II 2007/08, 28 165, nr. 69 en Ministerie van Financiën, Directie Financieringen, Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013, 18 oktober 2013, p. 69.

¹⁰Kamerstuk nr. 32013-36, 23 augustus 2013.

komende jaren in het teken van het kapitaalraamwerk Solvency II dat naar verwachting op 1 januari 2016 wordt ingevoerd. Vooruitlopend op de invoering van Solvency II heeft DNB het theoretisch solvabiliteitscriterium (TSC) geïntroduceerd. Met de invoering van het TSC worden beleggings- en verzekeringstechnische risico's onderdeel van de bepaling van de kapitaaleisen voor levensverzekeraars.¹¹ DNB hanteert het TSC als risico gebaseerde indicator om vast te stellen of een verzekeraar de komende twaalf maanden onder de vereiste solvabiliteitsmarge komt of dreigt te komen. Indien dit het geval is moet een verzekeraar een verzoek om een verklaring van geen bezwaar (vvgb) indienen bij DNB voor het doen van dividenduitkeringen of andere kapitaalonttrekkingen. Het meer op risico's georiënteerde toezichtregime leidt tot aanpassingen in de beleggingsmix van verzekeraars. Dit leidt tot een daling van de Solvency II-kapitaalvereiste, hetgeen ook gevolgen heeft voor het beleggingsrendement van verzekeraars.

Naast de lage rentetarieven en de aanscherping van kapitaaleisen worden levensverzekeraars in Nederland geconfronteerd met de gevolgen van het dossier beleggingsverzekeringen. DNB heeft onlangs aangegeven¹² dat het van belang is dat verzekeraars op korte termijn een definitieve oplossing vinden voor het dossier beleggingsverzekeringen. Verzekeraars worden ook door de AFM aangespoord om aanpassingen in hun beleid door te voeren zodat klanten de mogelijkheid krijgen om hun positie toekomstgericht te verbeteren. De AFM heeft daartoe een advies opgesteld voor de vaststelling van streefcijfers waar verzekeraars aan dienen te voldoen¹³. Het gaat daarbij om het bieden van oplossingen voor verschillende soorten polishouders. De aanpak van het dossier beleggingsverzekeringen neemt echter geruime tijd in beslag en gedurende die tijd blijft de onzekerheid over de uitkomst van het dossier drukken op de waardering van Nederlandse verzekeraars.

Door de dalende omzet zijn levensverzekeraars gedwongen hun activiteiten in te perken. Verschillende verzekeraars zijn inmiddels volledig gestopt met de verkoop van nieuwe individuele beleggingsverzekeringen. Daarnaast staat ook de verkoop van traditionele levensverzekeringen onder druk, mede door een verandering in de fiscale behandeling die heeft geleid tot de opkomst van banksparen. Bovendien is er sprake van een individuele levensverzekeringenmarkt die niet meer groeit en een verzadigde markt voor schadeverzekeringen. Vanwege deze tendensen verwachten verzekeraars, analisten en investeerders al geruime tijd dat consolidatie zal plaatsvinden in de Nederlandse verzekeringssector. Deze verwachting komt met name voort uit de in een krimpende markt te behalen synergie- en schaalvoordelen. Een verbetering van het rendement wordt dan voornamelijk bereikt door een verlaging van de kostenbasis. Tot dusver is van consolidatie in de verzekeringssector evenwel nog geen sprake geweest. Met de beoogde verkoop van REAAL kan een eerste stap naar consolidatie worden gezet. Het is de verwachting dat verzekeraars die reeds substantiële activiteiten op de Nederlandse markt hebben interesse zullen tonen vanwege de significante synergiën die een integratie met REAAL zouden kunnen opleveren.

Naast de beoogde verkoop van REAAL door SNS REAAL is ook ING Group N.V. (ING) voornemens om een aanvang te maken met de verkoop van Nationale Nederlanden. In het exitadvies van augustus 2013 refereerde NLFI al aan het proces dat zal leiden tot de splitsing van ING in een separate bank, ING Bank, en een separate verzekeraar, Nationale Nederlanden. De Europese Commissie heeft in

¹¹ De Nederlandsche Bank, Jaarverslag 2013, p. 66-67.

¹² De Nederlandsche Bank, Overzicht Financiële Stabiliteit, voorjaar 2014, nr. 19.

¹³ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten-Generaal, vergaderjaar 2013-2014, hoofddossier 29507, nr. 121.

2009, met aanpassingen in 2012, een aantal herstructureringsmaatregelen aan ING opgelegd. Deze verplichten ING ertoe 50% van de Europese verzekeringsactiviteiten voor eind 2015 te hebben verkocht. Uiterlijk eind 2016 dienen de Europese verzekeringsactiviteiten volledig op afstand te staan. Om hieraan te voldoen lijkt inmiddels duidelijk te worden dat de beursintroductie van Nationale Nederlanden nog in 2014 zal plaatsvinden. Na een beursintroductie wordt Nationale Nederlanden op termijn mogelijk een speler in de consolidatie van de sector.

De geschetste ontwikkelingen in de Nederlandse verzekeringssector leiden ertoe dat de waardering van individuele verzekeraars onder druk staat. De individuele levensverzekeringenmarkt groeit niet meer en de markt voor schadeverzekeringen is verzadigd. In de komende tijd dienen SNS REAAL en ING hun verzekeringsactiviteiten op grond van beschikkingen van de Europese Commissie af te stoten. Ondanks de observatie dat consolidatie mogelijk en wenselijk is, impliceren de geschetste ontwikkelingen dat het kopersuniversum voor REAAL en ASR momenteel waarschijnlijk beperkt is.

2. Verkoop REAAL

Dit hoofdstuk gaat in op de verkoopmogelijkheden van REAAL. Voor nadere achtergrondinformatie over SNS REAAL en REAAL wordt verwezen naar bijlage 1. SNS REAAL is voornemens SNS Asset Management (SNS AM) voorafgaand aan de verkoop van REAAL onder te brengen bij REAAL. SNS AM is net zoals REAAL een 100% dochtervennootschap van SNS REAAL. In dit advies worden REAAL en SNS AM gezamenlijk aangeduid als REAAL.

2.1 Rol NLFI bij verkoop REAAL

Als houder van 100% van de aandelen van REAAL zal SNS REAAL optreden als verkoper. Het spreekt voor zich dat NLFI als enig aandeelhouder van SNS REAAL en als uiteindelijk, indirect, aandeelhouder van REAAL, zeer nauw bij een verkoop van REAAL betrokken zal zijn. Zo dient belangrijke besluitvorming ten aanzien van een eventuele verkooptransactie vooraf door SNS REAAL ter goedkeuring aan NLFI te worden voorgelegd¹⁴. Ook rekent NLFI het tot zijn taak als aandeelhouder om toe te zien op de aflossing door SNS REAAL van het door de Staat verstrekte overbruggingskrediet van EUR 1,1 miljard. Daarnaast ziet NLFI erop toe dat het verkoopproces voldoet aan de eisen die de Europese Commissie stelt aan een open en transparant proces. De Staat zal formeel –blijven- toezien op de naleving van het door de Europese Commissie akkoord bevonden herstructureringsplan. NLFI zal erop toezien dat het herstructureringsplan in de praktijk door SNS REAAL wordt uitgevoerd.

Gegeven de hiervoor genoemde taken en verantwoordelijkheden zal NLFI in een eventueel verkoopproces een actieve rol moeten spelen. In een dergelijk proces ligt de regie bij NLFI. Dit in lijn met het uitgangspunt uit de Nota deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013 dat bij verkoopprocessen ten aanzien van staatsdeelnemingen de regie bij de Staat als verkopende aandeelhouder behoort te liggen¹⁵.

2.2 Eisen Europese Commissie aan verkoopproces REAAL

Het belang van de Staat in SNS REAAL is het directe gevolg van de nationalisatie op 1 februari 2013. Bij besluit van 19 december 2013 heeft de Europese Commissie op basis van het door u en SNS REAAL ingediende herstructureringsplan de steunmaatregelen en de herstructurering van SNS REAAL akkoord bevonden. De totale herstructureringsperiode in het besluit van de Europese Commissie beslaat 2014-2017. Belangrijk onderdeel van het herstructureringsplan is de splitsing van de bank- en verzekeringsactiviteiten, zodat REAAL en SNS Bank los van elkaar kunnen worden verkocht. Daarnaast heeft de Europese Commissie aan de verkoop van REAAL vier aanvullende eisen gesteld¹⁶:

1. het verkoopproces dient open en transparant te zijn;
2. alle verzekeringsonderdelen van SNS REAAL moeten door SNS REAAL worden afgestoten;

¹⁴ Dit volgt uit artikel 2: 107a BW en de statuten van SNS REAAL. NLFI dient principiële en zwaarwegende besluiten vervolgens ter goedkeuring voor te leggen aan de minister op grond van artikel 4 van de Wet NLFI.

¹⁵ Nota deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013, blz. 68.

¹⁶ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2010-2011, hoofddossier 28165, nr. 117.

3. de verkoopopbrengst moet in eerste instantie worden gebruikt ter vermindering van de 'double leverage'¹⁷ van SNS REAAL; en

4. de verkoop dient te geschieden binnen de termijnen van het herstructureringsplan.

In dit hoofdstuk wordt ten aanzien van alle vier de eisen toegelicht hoe het door NLFI geadviseerde verkoopproces hieraan voldoet.

De door de Europese Commissie gestelde eis dat het verkoopproces van REAAL open en transparant moet zijn, wordt nader ingevuld door een interne leidraad van de Europese Commissie. In deze leidraad heeft de Europese Commissie uitgewerkt aan welke eisen een open en transparant verkoopproces moet voldoen bij privatisering van staatsdeelnemingen.¹⁸ Uitgangspunt is dat de verkopende lidstaat wordt geacht geen staatssteun aan de koper te verlenen zolang deze een marktconforme prijs betaalt voor de aandelen in de onderneming. Dit is het zogenaamde 'criterium van de particuliere koper'.

Marktconformiteit van de verkoopprijs kan volgens de Europese Commissie op verschillende manieren worden geborgd. Er is in ieder geval géén sprake van staatssteun als wordt voldaan aan de volgende voorwaarden:

- i.* Er is sprake van een open en transparant proces. Een concurrerende aanbesteding die voor iedere partij open staat, transparant is en onafhankelijk is van verplichte handelingen met betrekking tot de verkoop;
- ii.* Het hoogste bod moet worden gehonoreerd indien aan de verkoop gerelateerde marktconforme voorwaarden en criteria is voldaan en de stabiliteit van de sector en de betrokken ondernemingen is gewaarborgd;
- iii.* Bieders krijgen voldoende tijd en informatie om een goede waardering te kunnen maken.

Bij complexe privatiseringstransacties bestaat een zekere mate van flexibiliteit bij de beoordeling of aan genoemde voorwaarden wordt voldaan, althans zolang het verkoopproces met de benodigde waarborgen is omkleed.

2.3 Randvoorwaarden voor terugbrengen overheidsbelangen

Naast de door de Europese Commissie gestelde eisen aan de verkoop van REAAL wordt hieronder kort stilgestaan bij de vier randvoorwaarden die in 2011 door uw ambtsvoorganger zijn geformuleerd voor het terugbrengen van overheidsbelangen in financiële instellingen naar de private sector¹⁹:

- i.* de stabiliteit van de sector;
- ii.* de gereedheid en stabiliteit van de te verkopen financiële instelling;
- iii.* het absorptievermogen van de markt; en
- iv.* het streven om de totale investering van de Staat, vermeerderd met kapitaalkosten zoveel

¹⁷ Double leverage ontstaat indien het eigen vermogen van dochterondernemingen wordt gefinancierd met vreemd vermogen dat wordt aangetrokken door de moederonderneming.

¹⁸ Europese Commissie, 'Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises', Brussel, 10 februari 2012, beschikbaar via: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/swd_guidance_paper_en.pdf.

¹⁹ Tweede Kamer, vergaderjaar 2010-2011, 28165, nr. 117.

mogelijk terug te verdienen.

Het feit dat de Europese Commissie in het geval van REAAL, anders dan bij ABN AMRO en ASR, eist dat REAAL wordt afgestoten, beperkt de relevantie van eerdergenoemde randvoorwaarden voor de verkoop van REAAL. Om die reden wordt in bijlage 3 slechts summier op genoemde randvoorwaarden ingegaan.

2.4 Onderhandse verkoop door middel van een controlled auction

In uw brief aan de Tweede Kamer van 18 december 2013²⁰ heeft u een onderhandse verkoop aangemerkt als de meest logische verkooproute voor REAAL. NLFi ondersteunde deze conclusie op basis van toen bekende publieke informatie. U heeft NLFi gevraagd te toetsen of een onderhandse verkoop nog steeds de voorkeur verdient. Op basis van een analyse die NLFi daartoe heeft gemaakt concludeert NLFi dat een onderhandse verkoop nog steeds de meest logische verkooproute is. De analyse is bijgevoegd als bijlage 2 bij dit advies.

Met een onderhandse verkoop wordt in dit verband bedoeld een verkoop van REAAL aan een strategische marktpartij²¹ of een financiële investeerder uit het binnen- of buitenland. Bij financiële investeerders kan worden gedacht aan *private equity*, institutionele partijen of gespecialiseerde (her)verzekeraars voor een run-off portefeuille. Het verkopen van REAAL als geheel aan een consortium van strategische marktpartijen en/of financiële investeerders die ieder geïnteresseerd zijn in een deel van REAAL, behoort ook tot de mogelijkheden, zolang het consortium één partij in de verkoopovereenkomst vormt (zie ook hoofdstuk 2.7 onder ii) en de feitelijke splitsing ná de formele afronding van de verkoop plaatsvindt.

De onderhandse verkoop kent een aantal varianten, zoals een bilateraal verkoopproces, een 'controlled auction' en een 'public auction'. Bij een controlled auction bepaalt de verkoper vooraf welke partijen worden uitgenodigd tot het uitbrengen van een bod. Dit dient een brede kring van partijen te zijn. Deze partijen zullen een *process letter* ontvangen waarin nauwkeurig staat beschreven aan welke voorwaarden een bieding moet voldoen om voor behandeling in aanmerking te komen. Partijen die geen process letter hebben ontvangen, maar zich wel als geïnteresseerde partij hebben gemeld én die voldoen aan de in de process letter beschreven voorwaarden, worden ook in staat gesteld een bieding uit te brengen. Bij een public auction wordt een ieder in staat gesteld een bieding uit te brengen. In deze variant weet de verkoper niet welke partijen mogelijk reageren en in welke vorm de biedingen worden gedaan.

NLFi is van oordeel dat een brede kring van geïnteresseerden door middel van een controlled auction in staat zou moeten worden gesteld een bod uit te brengen op REAAL. Op deze wijze kan een open en competitief biedingsproces plaatsvinden. De variant van een public auction verdient vanuit het oogpunt van procesbeheersing minder de voorkeur.

²⁰ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2013-2014, hoofddossier 33532, nr. 31.

²¹ Partijen die reeds als verzekeraar actief zijn.

2.5 Concretisering verkoopproces

Met het oog op de vereiste transparantie verdient het de voorkeur om als voorwaarde te stellen dat alleen biedingen in contanten kunnen worden gedaan en bijvoorbeeld niet in aandelen²². Biedingen in contanten kunnen goed met elkaar vergeleken worden. Met een verkoopopbrengst in contanten kan bovendien de double leverage binnen SNS REAAL worden verminderd. Daarmee wordt ook het risico van de Staat als gevolg van het overbruggingskrediet van EUR 1,1 miljard aan SNS REAAL verminderd. Voorts wordt met een verkoopopbrengst in contanten vermeden dat de Staat indirect aandelen in een onderneming verwerft waarin de Staat tot dan toe nog geen belang heeft. Het beleid van u en uw voorgangers is gericht op een geleidelijke exit van de belangen van de Staat in financiële instellingen. Met het accepteren van biedingen in aandelen zou van dit principe worden afgeweken.

Het verkoopproces moet erop gericht zijn de verkoopopbrengst van REAAL als geheel te optimaliseren. Bij het bepalen van de optimale verkoopopbrengst is de directe verkoopopbrengst niet het enige relevante criterium. Ook andere factoren kunnen daarbij naar het oordeel van NLFI relevant zijn. Het gaat daarbij om:

1. de zekerheid waarmee de bidder het bod daadwerkelijk kan financieren

De mate waarin een bieding in contanten kan worden gefinancierd hangt onder meer af van de kapitaalcrachtigheid van de bidder en in hoeverre de bidder eenvoudig extern kapitaal kan aantrekken.

2. een plan van aanpak met betrekking tot het dossier beleggingsverzekeringen na overname

Uitgangspunt is dat SNS REAAL en/of de Staat zo min mogelijk garanties afgeven aan de koper. De werkhypothese van NLFI is dat met betrekking tot het dossier beleggingsverzekeringen geen enkele garantie of vrijwaring door de Staat en/of SNS REAAL wordt afgegeven. Wel zal SNS REAAL als onderdeel van het verkoopproces zoveel mogelijk inzage geven in de stand van zaken ten aanzien van het dossier beleggingsverzekeringen. Dit overeenkomstig het beleid van de AFM op dat punt²³. Op deze wijze kunnen kopers de beleggingsverzekeringen van REAAL adequaat beprijzen. Het is noodzakelijk dat ook de uiteindelijke koper volledige inzage biedt in en duidelijkheid schept over de aanpak van het dossier beleggingsverzekeringen na de transactie. De koper dient zich bewust te zijn van zijn zorgplicht ten aanzien van beleggingsverzekeringen.

3. juridische risico's met betrekking tot de transactie

Bij de beoordeling van een bieding zijn de juridische risico's, in het bijzonder risico's met betrekking tot de transactie, een relevant criterium.

4. een onderbouwd business plan (inclusief eventueel synergie- en integratieplan)

²² Uit eerdere beschikking van de Europese Commissie volgt dat het stellen van voorwaarden aan de wijze waarop biedingen moeten worden uitgebracht is toegestaan, zie Europese Commissie, beschikking inzake ANA – Aeroportos de Portugal, 19 juni 2013, C(2013) 3546.

²³ Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2013-2014, hoofddossier 29507, nr. 121.

Bij de beoordeling van een bieding is de invulling van een business plan (waaronder een eventueel synergie- en integratieplan) een relevant criterium.

5. de mate van waarschijnlijkheid dat externe toezichthouders de overname zullen goedkeuren

Bij de beoordeling van een bieding zal voorts rekening worden gehouden met de mate waarin het waarschijnlijk is dat toezichthouders de transactie tijdig goedkeuren. Zo dient de koper die een belang van ten minste 10% verkrijgt in REAAL een verklaring van geen bezwaar aan te vragen bij DNB. Verder is vanuit mededingingsoogpunt voor de verkoop van de aandelen in REAAL waarschijnlijk de voorafgaande goedkeuring van de Autoriteit Consument & Markt of de Europese Commissie vereist, afhankelijk van de activiteiten van de koper in Nederland respectievelijk in andere lidstaten van de Europese Unie. Indien voorafgaande goedkeuring is vereist, geldt dat afronding van de transactie niet kan plaatsvinden voordat de bevoegde autoriteit daadwerkelijk goedkeuring heeft verleend. De koper dient daartoe een melding van een concentratie te doen.

6. de mate van waarschijnlijkheid dat een bieding de interne governance-procedures van betrokken vennootschappen positief doorloopt

Het wettelijke en het statutaire kader van SNS REAAL bepalen dat een besluit van de raad van bestuur tot overdracht van REAAL de goedkeuring van de raad van commissarissen vereist. Voordat het besluit ter goedkeuring aan NLFI als enig aandeelhouder van SNS REAAL kan worden voorgelegd, dient de ondernemingsraad in de gelegenheid te zijn gesteld een standpunt over de voorgenomen beslissing te bepalen en daarover advies uit te brengen²⁴.

2.6 Verkoopproces in de tijd

Voorafgaand aan de verkoop zal verder worden gewerkt aan het separeren van REAAL van zowel SNS REAAL als SNS Bank. NLFI is van oordeel dat het verkoopproces van REAAL gefaseerd dient te worden ingericht. Gedetailleerde informatie over de onderneming wordt daarbij slechts gedeeld met geïnteresseerde partijen die niet zijn afgevallen in een eerdere fase van het proces. Op deze wijze worden de commerciële belangen van REAAL niet teveel verstoord.

Een verkoopproces dat wordt ingericht als een controlled auction neemt na het afronden van de noodzakelijke voorbereidingen en tot het tekenen van de bindende koopovereenkomst gemiddeld zes tot negen maanden in beslag.

Na behandeling van dit advies in de Tweede Kamer en uw toestemming om te starten met het verkoopproces van REAAL, zal SNS REAAL een vertrouwelijke *process letter* (procesbeschrijving) – met een beschrijving van de verkoopprocedure en de te verkopen onderneming - en een vertrouwelijk information memorandum - met informatie over de onderneming - opstellen. Uitgaande van een behandeling van het advies in de Tweede Kamer in juni 2014 streeft SNS REAAL ernaar de process letter en het information memorandum vóór de publicatie van de halfjaarcijfers 2014²⁵ uit te sturen.

²⁴ Dit volgt uit artikel 2:107a van het Burgerlijk Wetboek en artikel 25 van de Wet op de ondernemingsraden.

²⁵ Gepland op 28 augustus 2014.

Geïnteresseerde partijen worden in de gelegenheid gesteld om op basis van het informatie memorandum een eerste indicatieve bieding uit te brengen. Deze eerste ronde van biedingen kan doorgaans op zijn vroegst vier weken na verzending van het informatie memorandum worden gehouden. Vervolgens zullen de uitgebrachte biedingen worden beoordeeld. Daarna zal een selectie worden gemaakt van de partijen met de meest aantrekkelijke biedingen.

De overgebleven partij(en) word(t)(en) in de gelegenheid gesteld een bindende bieding uit te brengen op basis van vergaarde informatie in de door SNS REAAL beschikbaar gestelde dataroom. Deze informatie zal gedetailleerd van aard zijn zodat geïnteresseerde partijen in staat worden gesteld goed geïnformeerd een bod uit te brengen. Daarvoor is in de regel zes tot acht weken nodig. Vervolgens vindt de selectie van de resterende partij(en) plaats. Volgens SNS REAAL kan dit op zijn vroegst in het najaar geschieden, uitgaande van een start van het proces vóór de publicatie van de halfjaarcijfers 2014. Met de resterende partij(en) worden vervolgens exclusieve onderhandelingen gestart. Dit proces neemt in de regel enkele weken in beslag.

De voorlopige tijdslijn van SNS REAAL gaat ervan uit dat het tekenen van een definitieve bindende koopovereenkomst op zijn vroegst in december 2014 kan plaatsvinden, wederom uitgaande van een start van het proces vóór de publicatie van de halfjaarcijfers 2014.

2.7 Voldoet het verkoopproces aan de eisen van de Europese Commissie?

Zoals eerder opgemerkt acht NLFI het van belang dat het verkoopproces van REAAL voldoet aan eisen en voorwaarden die de Europese Commissie ter zake stelt²⁶. SNS REAAL onderschrijft dit²⁷. Hierna volgt een analyse waaruit volgt dat het door NLFI geadviseerde verkoopproces aan bedoelde eisen en voorwaarden voldoet.

i. Open en transparant proces

Een controlled auction waarbij een brede kring van potentieel geïnteresseerde partijen wordt uitgenodigd tot het uitbrengen van een bod voldoet volgens NLFI aan de eisen die de Europese Commissie stelt aan een open en transparant verkoopproces. Dit hangt samen met het feit dat ook geïnteresseerde partijen die niet zijn uitgenodigd moeten worden toegelaten tot het verkoopproces, mits zij voldoen aan de voorwaarden die vooraf aan eenieder of aan de wijze waarop een bieding wordt uitgebracht zijn gesteld. De eisen van de Europese Commissie bieden de ruimte om dergelijke voorwaarden te stellen, mits deze transparant en non-discriminair zijn²⁸. Het in hoofdstuk 2.5 genoemde criterium dat biedingen in contanten moeten luiden en de overige in dat hoofdstuk genoemde beoordelingsfactoren zijn naar het oordeel van NLFI transparant en non-discriminair.

ii. De verkoop van alle verzekeringsonderdelen van SNS REAAL

Met een onderhandse verkoop kunnen in beginsel alle verzekeringsonderdelen worden verkocht. SNS REAAL en NLFI hebben onderzocht of een verkoop van afzonderlijke verzekeringsonderdelen mogelijk en wenselijk is. Een dergelijk verkoopproces zou potentieel meer geïnteresseerde partijen

²⁶ In dat geval hoeft het gevolgde verkoopproces ook in beginsel niet bij de Europese Commissie te worden gemeld.

²⁷ Verwezen wordt naar de schriftelijke reactie van SNS REAAL op het advies d.d. 16 april 2014, bijgevoegd als bijlage 6.

²⁸ Zie: Europese Commissie, beschikking inzake ANA – Aeroportos de Portugal, 19 juni 2013, C(2013) 3546.

kunnen opleveren dan een proces waarbij REAAL als geheel wordt aangeboden. Daar staat tegenover dat het splitsen van de geïntegreerde verzekeringsonderdelen binnen REAAL complex is, veel tijd in beslag neemt en het operationele risico voor SNS REAAL verhoogt. Ook SNS REAAL wijst daarop in de reactie op het advies (bijlage 6). Daarnaast bestaat het risico dat de markt in bepaalde onderdelen geen interesse heeft. In verband met de procesbewaking verdient het de voorkeur REAAL als geheel te verkopen met één verkoopovereenkomst, in plaats van meerdere verkoopovereenkomsten voor verschillende onderdelen.

Om toch in aanmerking te komen voor afzonderlijke delen van REAAL kunnen potentiële kopers een consortium vormen en de verzekeringsonderdelen als geheel kopen en vervolgens, na de formele afronding van de verkoop, verdelen. Een splitsing op termijn van verzekeringsonderdelen zou mogelijk kunnen zijn voor de afzonderlijke juridische entiteiten van REAAL, te weten SRLEV N.V., REAAL Schadeverzekeringen N.V., Proteq Levensverzekeringen N.V., SNS Verzekeringen B.V. en SNS Asset Management. Zwitserleven is geen aparte juridische entiteit, maar maakt onderdeel uit van SRLEV N.V.. Gelet op de juridische en toezichtrechtelijke vereisten is het zeer gecompliceerd om Zwitserleven als aparte entiteit of portefeuille over te dragen.

iii. Het aanwenden van de verkoopopbrengst voor het verminderen van de double leverage binnen SNS REAAL

Met de verkoopopbrengst dient in eerste instantie de double leverage binnen SNS REAAL te worden gereduceerd. Met het reduceren van de double leverage kan het risico dat de Staat loopt met het aan SNS REAAL verstrekte overbruggingskrediet van EUR 1,1 miljard worden verminderd.

iv. De verkoop binnen de termijnen van het herstructureringsplan afronden

De Europese Commissie eist dat de verkoop van REAAL geschiedt binnen de termijnen van het herstructureringsplan. Daarnaast is het in het belang van REAAL zelf dat de verkoop op korte termijn aanvangt en binnen afzienbare tijd wordt afgerond. Een langdurige onzekerheid als gevolg van de verplichte splitsing is schadelijk voor de commerciële bedrijfsvoering van REAAL. Het is daarom noodzakelijk dat het verkoopproces van REAAL voortvarend wordt opgepakt. Een ander argument voor een verkoop op korte termijn betreft het volgende. Bij de nationalisatie van SNS REAAL werden de door REAAL uitgegeven effecten en vermogensbestanddelen niet genationaliseerd. Het inmiddels definitieve herstructureringsplan brengt echter mee dat de verschuldigde couponrente op bepaalde door SRLEV (100% dochteronderneming van REAAL) uitgegeven hybride instrumenten voorlopig niet mag worden uitbetaald zonder voorafgaande toestemming van de Europese Commissie. Dit betekent dat REAAL een 'default' rating van kredietbeoordelaars heeft op deze instrumenten. Dit zou kunnen leiden tot een lagere rating van de vennootschap zelf. REAAL mag deze instrumenten voorlopig niet terugkopen op of onder de nominale waarde zonder voorafgaande toestemming van de Europese Commissie. Deze voorwaarden vervallen op het moment dat REAAL zou worden afgestoten.

Het tijdsbestek van een onderhandse verkoop hangt onder meer af van de complexiteit van de transactie en het aantal geïnteresseerde partijen. Zoals nader toegelicht in hoofdstuk 2.6 neemt het verkoopproces met een controlled auction, na noodzakelijke voorbereidingen, tot het moment van het tekenen van een bindende verkoopovereenkomst gemiddeld zes tot negen maanden in beslag.

Uitgaande van een start van het proces vóór publicatie van de halfjaarcijfers 2014 voldoet dit naar het oordeel van NLFi aan de eisen van het herstructureringsplan.

2.8 Verzoek

NLFi adviseert u, na bespreking in de Tweede Kamer, SNS REAAL te vragen het verkoopproces van REAAL te starten langs de lijnen zoals beschreven in dit advies. NLFi verzoekt u aan NLFi volmacht te verlenen om namens de Staat de in dit advies beschreven strategie tot verkoop van de aandelen van REAAL uit te voeren en alle daarmee samenhangende werkzaamheden te verrichten als bedoeld in artikel 3, tweede lid, onder b, sub 2^o, van de Wet NLFi²⁹.

²⁹ Artikel 3, tweede lid, onder b, sub 2^o, van de Wet NLFi luidt: 'het namens de Staat uitvoeren van de in onderdeel b, ten eerste, bedoelde strategie en, voor zover daartoe gemachtigd, het verrichten van werkzaamheden met het oog op het beheer van vermogensbestanddelen die verband houden met de aandelen en met het oog op de verkoop van de aandelen'.

3. Verkoopmogelijkheden ASR met dual track benadering

3.1 Gereedheid ASR

In lijn met het exitadvies van NLFI van augustus 2013 heeft u in uw brief aan de Tweede Kamer d.d. 23 augustus 2013 aangegeven dat ASR klaar was om een verkoop met een dual track benadering te gaan voorbereiden. ASR werd in staat geacht een proces te doorlopen dat kan leiden tot een verkoop of fusie. Ook werd ASR in augustus 2013 in staat geacht mogelijk al in het voorjaar 2014 te kunnen voldoen aan de eisen die gelden voor een beursgang. Daarbij heeft NLFI aangetekend dat ASR nog wel voor een aantal strategische uitdagingen stond teneinde de propositie aan investeerders op alle aspecten overtuigend te maken. Met name het rendement van het Schadebedrijf en het segment Overig³⁰ zouden duurzaam verbeterd moeten worden. Ook op het terrein van financieel management, verslaglegging en rapportages was ASR nog niet geheel gereed.

Sindsdien is ruim een half jaar verstreken. In deze periode heeft ASR zich verder klaargemaakt door de laatste openstaande punten op te pakken en de door NLFI gesignaleerde strategische uitdagingen te adresseren.

Het financieel management is in het afgelopen halfjaar verder verbeterd en bevindt zich op een hoog niveau. Dit geldt ook voor de interne en externe verslaglegging en rapportages. Deze zijn zowel versneld als verbeterd. Voor de doorlooptijd van interne rapportages wordt een verdere versnelling nagestreefd. ASR is in een vergevorderd stadium met de voorbereidingen op Solvency II³¹ en is in staat daarvoor adequate rapportages op te stellen. De Solvency II risicometrieken zijn eveneens geïmplementeerd op het niveau van de Onder Toezicht Staande Ondernemingen (OTSO)³². Daarnaast voert ASR al meerdere jaren een Own Risk Solvency Assessment (ORSA) uit. Deze studies geven het inzicht dat ASR zich na extreme situaties weer kan herstellen naar een acceptabel solvabiliteitsniveau. Ook relevant in dit verband is dat ratingbureau Standard & Poor's (S&P) de rating heeft aangepast van een "A"-waardering met een *negative outlook* die tot 2012 gold naar een "A"-waardering met een *stable outlook* voor ASR Leven en ASR Schade. Daarnaast is de operationele risicobeheersing versterkt door de organisatie brede implementatie van het zogenaamde Management-in-Control raamwerk. Op het punt van risicobeheersing ontvangt ASR eveneens een goede beoordeling van S&P. Ook wat betreft het naleven van relevante corporate governance codes is ASR gereed voor een beursgang.

Wat betreft het adresseren van de strategische uitdagingen heeft de aanpak van ASR in het afgelopen jaar zijn vruchten afgeworpen. De combined ratio³³ en het rendement van het segment Schade zijn verbeterd door een continue focus op kostenbeheersing en verdere verbetering van het claims management proces³⁴. In 2013 is de combined ratio exclusief de impact van WGA-ER 96,5%³⁵. Dit is goed ten opzichte van peers. Binnen het segment Overig valt op dat de bankactiviteiten die ASR heeft opgezet inmiddels winstgevend zijn. De spaargeldportefeuille nam

³⁰ Het segment Overig bestaat onder meer uit Ditzo, ASR Bank, SOS International, a.s.r. vastgoedontwikkeling, de eigen pensioenlasten en holding activiteiten.

³¹ Deze tweede solvabiliteitsrichtlijn beoogd bij de invoering ervan, verwacht op 1 januari 2016, het kapitaaltoezichttraamwerk in de Europese Unie te harmoniseren.

³² Juridische entiteiten vallend onder ASR Nederland N.V. die onder toezicht staan, zie figuur 2 in bijlage 4.

³³ De combined ratio is een maatstaf voor de operationele winstgevendheid van een schadeverzekeraar en is een ratio van de premie-inkomsten van schadepolissen en de totale kosten (vergoeding van schades, acquisitiekosten en operationele kosten) gerelateerd aan die polissen.

³⁴ Beheersing van het proces dat leidt tot vergoedingen van geleden schades.

³⁵ WGA-ER: Wet Gedeeltelijke Arbeidsongeschikten-eigen risicoverzekering. In lijn met de Nederlandse WGA-markt is de omvang van uitkeringen en nieuwe schademeldingen bij ASR hoger dan eerder voorzien. Dat heeft in 2013 geleid tot een extra dotatie van EUR 137 mln inzake WGA-ER. Door ASR zijn maatregelen genomen om ook de WGA-ER schadelast te beheersen.

toe door stortingen in de lijfrente opbouwrekening. Tegelijkertijd leidden de afgenomen kosten voor ICT, marketing en personeel tot vermindering van de operationele lasten. Verder is de exposure in het vastgoed ontwikkelingsbedrijf van ASR -ook onderdeel van segment Overig- in de afgelopen periode substantieel afgebouwd. In overleg met gemeenten en beleggers zijn projecten gefaseerd en verkleind en is afscheid genomen van projecten die niet binnen het strategische kader passen.

Zoals toegelicht in hoofdstuk 1.2 staat de markt voor levensverzekeringen al lange tijd onder druk. Met name de vraag naar individuele levensverzekeringsproducten is sterk afgenomen. In 2013 heeft ASR echter aangetoond, ondanks de terugloop van nieuwe productie en geschreven premies, in staat te zijn het rendement van de bestaande portefeuille op peil te houden. Voorts heeft ASR een (pro-)actieve houding aangenomen ten aanzien van het dossier beleggingsverzekeringen, waarbij klanten actief zijn benaderd. Een deel van de klanten is inmiddels gecompenseerd. Daarnaast zijn de benodigde voorzieningen getroffen. In de pensioenmarkt heeft ASR haar marktpositie in collectieve garantieproducten behouden. ASR heeft op succesvolle wijze ook een nieuw (beschikbare premie) product geïntroduceerd. Via een joint venture met Brand New Day speelt ASR in op de snel groeiende markt voor premie pensioen instellingen (PPI). Gegeven de aard van de portefeuille lijkt ASR nog voor een lange periode voldoende rendement te kunnen genereren uit het segment Leven en met nieuwe initiatieven via pensioenproducten en bankactiviteiten kan ASR ook blijven werken aan een duurzame toekomst.

NLFI is derhalve van oordeel dat ASR op dit moment klaar is voor de aanvang van een duaal exitproces dat kan leiden tot een onderhandse verkoop of een beursgang. Het bestuur van ASR heeft succesvol verder gebouwd aan een track record als het gaat om realisatiekracht. NLFI acht ASR gereed voor een beursgang in het najaar van 2014³⁶.

3.2 Is de markt gereed voor een verkoop van ASR?

Hoofdstuk 1.2 bevat een nadere beschrijving van de verzekeringssector in Nederland. Bezien vanuit de geschetste algemene marktomstandigheden en de meer structurele issues die spelen in de Nederlandse verzekeringssector, lijkt dit moment niet de beste tijd om ASR in zijn geheel te verkopen.

Dit laat onverlet dat, zoals gemeld in het exitadvies van augustus 2013, ASR voor verschillende Nederlandse verzekeraars een interessante onderneming kan zijn om een samengaan mee te overwegen. In de afgelopen periode hebben verschillende partijen bij NLFI en ASR interesse getoond maar dit heeft nog niet geleid tot een concreet voorstel.

Tegelijkertijd signaleert NLFI twee belangrijke marktontwikkelingen die het speelveld binnen de verzekeringssector wezenlijk doen veranderen en van grote invloed zijn op de uitvoering en het tijdpad van een duaal exitproces voor ASR. Dit betreft de aangekondigde beursgang van Nationale Nederlanden door ING Group N.V. (ING) en de ontwikkelingen rond de verkoop van REAAL door SNS REAAL.

³⁶ Ook ASR is van oordeel dat de onderneming gereed is voor een beursgang, zo blijkt uit de reactie van ASR op het advies die als bijlage 6 is bijgevoegd.

Zoals toegelicht in hoofdstuk 1.1 lijkt inmiddels duidelijk te worden dat ING voornemens is Nationale Nederlanden nog in 2014 naar de beurs te brengen. De timing van een beursgang van Nationale Nederlanden moet nadrukkelijk worden meegewogen bij de besluitvorming over de timing van een eventuele beursgang van ASR. Een gelijktijdige beursgang van ASR zou onwenselijk zijn omdat het absorptievermogen van de markt daarvoor te beperkt lijkt.

De andere belangrijke ontwikkeling is de verkoop van REAAL. Indien u in lijn met het onderhavige advies mocht besluiten op korte termijn de verkoop van REAAL aan te vangen, dan zou dit een eerste concrete consolidatiebeweging in de verzekeringssector kunnen worden. Naar het oordeel van NLF1 zou het niet wenselijk zijn tegelijkertijd ASR voor een (onderhandse) verkoop in de markt te plaatsen. Het absorptievermogen van de markt lijkt daarvoor te beperkt.

In het exitadvies van augustus 2013 gaf NLF1 al aan dat indien zich een aantrekkelijke consolidatiemogelijkheid voordoet ASR daar een actieve rol in wil en kan spelen. Met de verkoop van REAAL zou zich een dergelijke aantrekkelijke mogelijkheid op korte termijn voordoen. In hoofdstuk 4 zal nader worden ingegaan op de rol die ASR in het verkoopproces van REAAL kan spelen en de wijze waarop ASR hieraan in de praktijk invulling kan geven.

3.3 Worden de kapitaaluitgaven bij verkoop terugverdiend

In de toekomstplannenbrief d.d. 23 augustus 2013 gaf u aan dat ASR betrokken was bij een alternatief scenario dat is onderzocht in de maanden voorafgaande aan de nationalisatie van SNS REAAL. U gaf daarbij aan dat in publieke documenten melding werd gemaakt van een *stand alone mid point* waardering van ASR van EUR 2,15 miljard tot EUR 2,3 miljard in januari 2013. Dit is lager dan de kapitaaluitgaven van de Staat die kunnen worden toegerekend aan ASR ad EUR 3,65 miljard³⁷. Opgemerkt werd dat de waardering een momentopname betrof en dat pas na verkoop van het hele aandelenbelang in ASR kan worden vastgesteld of de kapitaaluitgave van de Staat kan worden terugverdiend.

NLF1 constateert dat de aandelenkoersen van de meeste met ASR vergelijkbare verzekeraars in de periode na het opstellen van deze waardering in januari 2013 zijn gestegen. De eerdere constatering dat ASR belangrijke stappen heeft gezet in de verbetering van het onderliggende resultaat zou positief kunnen zijn voor de ontwikkeling van de waarde. De blijvend lage korte en lange rentes leiden echter tot blijvende neerwaartse druk op de beleggingsrendementen. Er bestaat ruimte voor een positieve waardeontwikkeling van de aandelen ASR zeker wanneer de economische conjunctuur verder verbetert en in het geval rentestanden stijgen. Zekerheid daarover kan evenwel geenszins geboden worden. Ook kunnen zich adverse ontwikkelingen voordoen die de waardering van ASR in negatieve zin beïnvloeden.

NLF1 acht het niet uitgesloten dat in het geval van een beursgang waarbij verschillende tranches van aandelen over een langere termijn via de beurs worden verkocht de totale verkoopopbrengst de kapitaaluitgaven van de Staat kan evenaren.

³⁷ Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar bijlage 5.

3.4 Conclusie

Gegeven de omstandigheid dat REAAL mogelijk op korte termijn wordt verkocht en Nationale Nederlanden naar verwachting op enig moment in 2014 naar de beurs wordt gebracht en gegeven de algemene marktomstandigheden, adviseert NLFi u de verkoop van ASR met een dual track benadering voorlopig aan te houden en eerst de verkoop van REAAL en de beursgang van Nationale Nederlanden af te wachten. Tegelijkertijd kan ASR een rol spelen in het verkoopproces REAAL door een bod uit te brengen. Dit wordt in het volgende hoofdstuk nader toegelicht.

4. Rol ASR in verkoopproces REAAL

4.1 Bieding op REAAL

In het exitadvies van augustus 2013 gaf NLFI aan dat indien zich een aantrekkelijke consolidatiemogelijkheid voordoet, ASR daarin een actieve rol wil spelen. Met een verkoop van REAAL doet zich een mogelijkheid voor. Mocht u besluiten de verkoop van REAAL te laten starten, dan acht het bestuur van ASR het in het belang van de vennootschap een bieding uit te brengen. ASR heeft aangegeven grote strategische en economische voordelen te zien in een eventueel samengaan met REAAL. Verwezen wordt naar de reactie van ASR op het advies die als bijlage 6 is bijgevoegd. De combinatie zou een sterke speler opleveren op verschillende deelgebieden van de Nederlandse verzekeringssector. ASR heeft aangegeven dat kostenreducties kunnen worden behaald, er schaalvoordelen zijn en dat een samengaan met REAAL de distributiekraacht versterkt. De te realiseren synergievoordelen van de combinatie zijn opbrengstverhogend voor een latere exit van de combinatie.

ASR heeft in de kredietcrisis geen staatssteun³⁸ ontvangen en wordt dus niet beperkt door een acquisitieverbod van de Europese Commissie. ASR zal net als andere geïnteresseerde partijen moeten kunnen deelnemen aan het verkoopproces zoals dat door SNS REAAL wordt ingericht overeenkomstig de door de Europese Commissie gestelde eisen aan een open en transparant proces. ASR mag als staatsdeelneming geen voordeel genieten van de verkoop van een andere deelneming van de Staat. Dit betekent ook dat ASR binnen het kader moet handelen dat de Europese Commissie hanteert bij de beoordeling van investeringen door deelnemingen van lidstaten. Relevant criterium in dat kader is dat de bieding van ASR tegen marktconforme voorwaarden dient te geschieden. Hierop wordt nader ingegaan in hoofdstuk 4.2.

NLFI zal als enig aandeelhouder van ASR een bod van ASR op de aandelen REAAL vooraf moeten beoordelen. Hierbij moeten verschillende aspecten worden meegenomen³⁹. Te denken valt aan aandeelhouderswaarde, de invloed van een overname op de toekomstige verkoopmogelijkheden van het resterende aandelenbelang van de Staat in de combinatie, contractuele voorwaarden van het bod waaronder garanties en vrijwaringen, een onderbouwd synergie- en integratieplan, de governance-structuur na de overname, de waarschijnlijkheid dat door DNB een verklaring van geen bezwaar (vvgb) wordt afgegeven, mede op advies van de AFM, en de aanpak van het dossier beleggingsverzekeringen. Ook dient te worden voorkomen dat staatssteun wordt verleend. Hieronder wordt op een aantal aspecten nader ingegaan.

Een belangrijk aspect bij de beoordeling van een bod van ASR betreft de invloed die een overname van REAAL zou hebben op de verkoopmogelijkheden van het resterende belang van de Staat in ASR. NLFI is met ASR van oordeel dat een samengaan van ASR en REAAL de verkoopbaarheid voor ASR kan vergroten. De verwachting is dat ASR bij een beursgang voor investeerders aantrekkelijker wordt in een combinatie met REAAL. De propositie die aan investeerders geboden kan worden bij een

³⁸ Wel valt ASR onder de reikwijdte van de 'Wet aansprakelijkheidsbeperking De Nederlandsche Bank (DNB) en Autoriteit Financiële Markten (AFM) en bonusverbod staatsgesteunde ondernemingen'.

³⁹ Dit volgt mede uit de Nota deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013.

beursgang van de combinatie is sterker dan in de situatie waarin ASR als zelfstandige onderneming naar de beurs zou worden gebracht. Ook ASR stelt in de reactie op het advies (bijlage 6) dat een samengaan met REAAL, ASR in staat zou stellen haar eigen profiel te versterken in het kader van een toekomstige beursgang van de combinatie door realisatie van concrete synergiën en versterking van haar marktpositie.

Een beursgang van de combinatie kan gerealiseerd worden zodra de operationele integratie van beide partijen dit toestaat. Naar verwachting is hiervoor een periode van minimaal een jaar tot anderhalf nodig. De beursgang van Nationale Nederlanden heeft dan waarschijnlijk plaatsgevonden. Het is niet uitgesloten dat op een eerder moment een onderhandse verkoop van de combinatie kan plaatsvinden. Een overname van de combinatie door een Nederlandse verzekeraar ligt vanuit mededingingsperspectief mogelijk complexer. Dit gegeven de omvang van een dergelijke combinatie voor de Nederlandse markt. Uitgesloten is een dergelijk scenario echter niet. Per individuele situatie zal moeten worden bezien welke mogelijke complicaties op het gebied van mededinging spelen en wat de mogelijkheden zijn om mitigerende maatregelen te treffen. Gedacht kan worden aan het separeren van bepaalde onderdelen van de gecreëerde combinatie. Een verkoop van de combinatie aan een buitenlandse verzekeraar of een investeringsmaatschappij blijft onverkort tot de mogelijkheden behoren.

De waarschijnlijkheid dat DNB, mede op advies van de AFM, een vvgb afgeeft aan ASR als koper van REAAL is van groot belang. NLF I hecht grote waarde aan de stabiliteit van het financiële systeem en de stabiliteit van beide vennootschappen zelf. Dit onder meer ten behoeve van de polishouders. Voor de verlening van een vvgb zal in ieder geval sprake moeten zijn van voldoende solvabiliteit van de combinatie, voldoende inzicht in de operationele risico's van het samenvoegen van portefeuilles en de beheersing daarvan, een deskundig en ervaren bestuur en een geloofwaardig verdienmodel voor de toekomst.

Van groot belang is hoe wordt omgegaan met het dossier beleggingsverzekeringen. Bij een samengaan van de twee verzekeraars dient duidelijk in beeld te worden gebracht hoe dit dossier in de combinatie gestalte wordt gegeven. Relevant daarbij is hoe openstaande onderdelen worden aangepakt en welke risico's voor de combinatie en de aandeelhouder(s) daarvan worden gezien.

ASR heeft laten weten dat het vormen van een combinatie naar alle waarschijnlijkheid op geen van de marktsegmenten waarin beide partijen actief zijn tot problemen leidt op het gebied van marktconcentratie en mededinging. Hoewel de marktpositie van een combinatie van ASR en REAAL in vrijwel alle deelmarkten van de verzekeringsmarkt wordt versterkt, blijft het gezamenlijke marktaandeel waarschijnlijk onder grenzen waarbij mededingingsvraagstukken een rol gaan spelen. NLF I kan zich in deze analyse vinden.

Op basis van de analyse die ASR en haar adviseurs hebben gemaakt onderschrijft NLF I het oordeel van ASR dat zich met de verkoop van REAAL een interessante mogelijkheid voordoet waarvoor een duidelijk economische rationale bestaat en dat een integratie van beide verzekeraars de kans dat de Staat haar oorspronkelijke investering in ASR terugverdient aanzienlijk vergroot⁴⁰. Een neveneffect van de deelname van ASR aan een biedingsproces op REAAL is dat de concurrentie voor de aandelen REAAL toeneemt, hetgeen mogelijk tot een hogere verkoopopbrengst voor SNS REAAL leidt.

⁴⁰ Zie de reactie van ASR op het advies die als bijlage 6 is bijgevoegd.

4.2 Financiering van het bod op REAAL

Indicatieve berekeningen van ASR leiden tot de conclusie dat voor het kunnen uitbrengen van een adequaat bod op REAAL waarmee een combinatie ontstaat die voldoende solvabel is, ASR aanvullend kapitaal dient aan te trekken. NLFI is er bij het opstellen van dit advies van uitgegaan dat de Staat niet bereid is het benodigde kapitaal te verstrekken. Dit betekent dat ASR het benodigde kapitaal extern moet aantrekken. NLFI acht het van belang dat ASR deze financiering op marktconforme basis aantrekt en dat hiervoor een open en transparant proces wordt opgezet, in lijn met de eisen die de Europese Commissie hieraan stelt. Vermeden moet worden dat ASR in dit financieringsproces bevoordeeld wordt omdat het een staatsdeelneming is.

Voor ondernemingen bestaan verschillende opties om externe financiering aan te trekken. Dit kan in de vorm van eigen vermogen, waarbij externe financiers bereid worden gevonden kapitaal te verstrekken in ruil voor aandelen en zeggenschap, of vreemd vermogen, waarbij externe financiers bereid worden gevonden kapitaal te verstrekken in ruil voor terugbetaalverplichtingen⁴¹. Ook kan voor een combinatie worden gekozen. NLFI zal de wijze waarop ASR kapitaal wenst aan te trekken en de vorm waarin dit gebeurt, kritisch beoordelen vanuit het perspectief van de aandeelhouder. NLFI acht het van belang dat de Staat een meerderheidsbelang in ASR en in de combinatie behoudt, ongeacht de vorm van het kapitaal dat wordt aangetrokken.

Zoals hiervoor in hoofdstuk 4.1 werd opgemerkt acht NLFI het van belang dat bij de beoordeling van een voorgenomen bieding door ASR ook wordt gezien of binnen het kader wordt gehandeld dat de Europese Commissie hanteert bij de beoordeling van investeringen door deelnemingen van lidstaten. Dit geldt ook voor het aantrekken van financiering door ASR ten behoeve van die bieding⁴². Daarbij is het criterium relevant van de marktdeelnemer in een markteconomie. Als onderdeel hiervan worden investeringen getoetst aan het 'beginsel van de investeerder handelend in de markteconomie'. Een private investeerder die voornemens is een investering te doen zal dit slechts doen tegen marktconforme voorwaarden. Beoordeeld wordt of in vergelijkbare omstandigheden een private investeerder, opererend in normale marktomstandigheden, tot eenzelfde investering zou overgaan als de staatsdeelneming. Is dit het geval dan wordt dit gezien als een sterke aanwijzing dat wordt voldaan aan eerdergenoemd beginsel. Om te voldoen aan de door de Europese Commissie gestelde eisen heeft NLFI er een voorkeur voor dat ASR de financiering van een eventueel bod merendeels aantrekt in de vorm van eigen vermogen, door de uitgifte van nieuwe aandelen, mits dit tegen acceptabele voorwaarden plaats heeft. Deze voorkeur komt voort uit de markttest die dit oplevert van een bod van ASR op Reaal⁴³ en de omstandigheid dat hiermee een mederisicodragers van de combinatie wordt aangetrokken naast de Staat.

Uitgifte van nieuwe aandelen leidt tot verwatering van het belang van de Staat in de eventuele combinatie en dat heeft elementen van privatisering. Dit sluit aan bij het streven van u en uw ambtsvoorganger om het risico van de Staat op de financiële sector, waaronder de verzekeringssector, geleidelijk af te bouwen. Uit de beschrijving van de verzekeringssector in hoofdstuk 1.2 volgt dat het nu niet het beste moment lijkt om ASR in zijn geheel te verkopen. Voor

⁴¹ Het betreft vreemd vermogen dat vanwege de karakteristieken daarvan kwalificeert als eigen vermogen in de solvabiliteitsberekeningen van de vennootschap, hybride kapitaal.

⁴² Ontwerpmededeling van de Commissie betreffende het begrip "staatssteun" in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU (2014).

⁴³ Ook ASR geeft in haar reactie op het advies aan dat indien een bieding door ASR op REAAL wordt medegefinancierd door een derde investeerder, dit een extra toets oplevert op de prestaties van ASR en de marktconformiteit van een eventuele overname (bijlage 6).

de financiering van een bieding zal echter slechts een beperkt deel van het belang van de Staat in ASR verwateren met als rationale dat zich een interessante propositie voordoet die de verkoopbaarheid van ASR kan vergroten en naar verwachting een aanzienlijke waardeverhoging van ASR en de combinatie zal opleveren bij een latere exit.

Uitgangspunt bij privatisering is dat de verkopende lidstaat geen staatssteun verleent aan de koper zolang de koper een marktconforme prijs betaalt voor de aandelen in de onderneming, het zogenaamde 'criterium van de particuliere koper'. In hoofdstuk 2.2 is dit principe nader toegelicht, evenals de voorwaarden waaraan volgens de Europese Commissie moet zijn voldaan om vast te kunnen stellen dat van staatssteun geen sprake is. NLFI is van oordeel dat de combinatie van een competitief en voldoende toegankelijk financieringsproces voldoende waarborg biedt dat de selectiecriteria en overeengekomen voorwaarden - met name de prijs - marktconform zijn en geen elementen van staatssteun bevatten.

Bij de beoordeling van de financiering die ASR wenst aan te trekken zal NLFI ook bezien welke rol de externe financier(s) ambieert in de governance verhoudingen. Het is gebruikelijk dat een financier bepaalde aanvullende zeggenschapsrechten wenst te verbinden aan het verkrijgen van een minderheidsbelang. Beoordeeld zal moeten worden welke bijzondere zeggenschapsrechten de Staat in ieder geval als meerderheidsaandeelhouder wenst te behouden. Te denken valt aan het introduceren van een vetorecht op beslissingen omtrent belangrijke veranderingen van de identiteit of het karakter van de gecombineerde vennootschap en beslissingen omtrent beloningsbeleid.

Bij de beoordeling van een potentiële financier van ASR zal NLFI ook rekening moeten houden met de waarschijnlijkheid dat de Europese Commissie de benodigde goedkeuring zal verlenen en dat van DNB, mede op advies van de AFM, tijdig een benodigde vvgb wordt verkregen. Hierbij zal DNB onder meer kijken naar de beheersbaarheid van de uitvoering van het synergie- en integratieplan met REAAL.

Het is de werkhypothese van NLFI dat SNS REAAL noch de Staat enige vorm van garantie zullen afgeven inzake het dossier beleggingsverzekeringen. Bij de selectie van een financier zal ook daar rekening mee moeten worden gehouden.

4.3 Welke partijen kunnen financier van ASR worden?

Onder meer vanwege de door de Europese Commissie gestelde eisen aan een open en transparant proces dient het voor iedere partij mogelijk te zijn om deel te nemen aan het selectieproces voor het vinden van een financier van ASR voor het uitbrengen van een bod op REAAL. Dit houdt in dat niet alleen financiële investeringsmaatschappijen zoals *private equity*, hedgefondsen, SWF's⁴⁴ en pensioenfondsen, maar ook binnenlandse en buitenlandse strategische partijen moeten kunnen deelnemen. Eventueel zouden dergelijke partijen als consortium de financiering van de overname van REAAL door ASR kunnen realiseren, zolang het consortium één partij in de financieringsovereenkomst vormt. Met strategische partijen wordt bedoeld op partijen die al als (her)verzekeraar actief zijn in Nederland of in het buitenland.

Alleen in het geval een winnende bieding door ASR op de aandelen in REAAL wordt uitgebracht zal de

⁴⁴ Sovereign wealth funds.

financiering voor de bieding door ASR doorgang vinden en zal/zullen de geselecteerde financieringspartij(en) een minderheidsbelang in ASR verkrijgen. In het geval dit een strategische partij is zal meer aandacht moeten worden besteed aan mededinging technische aspecten. Het is ook denkbaar dat een financiële investeringsmaatschappij of een strategische partij een consortium vormt met ASR en dat de consortiumpartners afspraken maken over het splitsen van bestaande juridische entiteiten binnen REAAL. Op voorhand worden dergelijke opties niet uitgesloten.

4.4 Wat als de overname van REAAL niet lukt?

Een deelname van ASR aan het verkoopproces van REAAL heeft twee mogelijke uitkomsten:

1. ASR brengt het winnende bod uit en vormt een combinatie met REAAL. De Staat kan deze combinatie terugbrengen naar de private markt door een beursgang, een onderhandse verkoop of een dual track benadering. Verwezen wordt naar hetgeen hierover is gesteld in hoofdstuk 4.1.
2. Het bod van ASR resulteert niet in een overname van REAAL. In dit geval trekt ASR geen externe financiering aan. Het verkoopproces van ASR als zelfstandige vennootschap met een dual track benadering kan worden voortgezet. Voor het spoor van de beursgang zal, zoals eerder opgemerkt, eerst de beursgang van Nationale Nederlanden moeten worden afgewacht. Voor het spoor van de onderhandse verkoop adviseert NLFI eerst de afloop van de verkoop van REAAL af te wachten.

4.5 Verzoek

Op basis van het voorgaande adviseert NLFI u toe te staan dat ASR net als andere mogelijk geïnteresseerde partijen een bod uitbrengt op de aandelen REAAL en daarvoor externe financiering aantrekt, een en ander langs de lijnen zoals beschreven in dit advies, waarbij NLFI u voorts verzoekt volmacht te verlenen om namens de Staat hieraan uitvoering te geven.

NLFI adviseert u de uitvoering van het in augustus 2013 geadviseerde verkoopproces voor ASR met een duale benadering in afwachting van de afloop van het verkoopproces van REAAL en de beursgang van Nationale Nederlanden aan te houden.

5. Interne bedrijfsvoering NLFI

Omdat NLFI niet alleen de deelneming van de Staat in SNS REAAL beheert maar ook die in andere financiële instellingen, heeft NLFI de nodige interne maatregelen getroffen om eventuele afstemming of bevoordeling vanuit NLFI te voorkomen. Indien u besluit de verkoop van REAAL aan te vangen en ASR toe te staan een bieding op REAAL uit te brengen en daarvoor externe financiering aan te trekken, treedt NLFI tegelijkertijd op als de enig aandeelhouder van de verkopende partij, SNS REAAL, én van de biedende partij ASR. Bovendien zal het belang van de Staat in ASR daardoor mogelijk verwateren ten gunste van een toetredende financieringspartner. Bij een dergelijke samenstel van transacties bestaat in theorie de mogelijkheid tot afstemming en bevoordeling vanuit NLFI. NLFI acht het van groot belang dat portefeuille-optimalisering wordt uitgesloten ter vermijding van belangenvermenging en een mogelijke schending van het vereiste van een open en transparant proces. Om het risico op enige vorm van belangenvermenging te voorkomen moet voor de verkoop van REAAL een open en transparant verkoopproces worden ingericht dat voldoet aan de eisen die de Europese Commissie aan een dergelijk proces stelt. ASR zal net als andere biedende partijen aan dit verkoopproces moeten kunnen deelnemen. De bieding van ASR zal net als andere biedingen worden beoordeeld op dezelfde vooraf bekend gemaakte criteria. Het aantrekken van externe financiering door ASR wordt op dezelfde wijze benaderd. NLFI adviseert ook daarvoor een open en transparant proces in te richten dat voldoet aan de eisen van de Europese Commissie.

Daarnaast heeft NLFI een aantal interne maatregelen getroffen om vermenging van belangen te voorkomen. Zo zijn aanvullende maatregelen getroffen om te voorkomen dat via NLFI ongeoorloofde informatie-uitwisseling plaatsvindt tussen ASR en SNS REAAL. NLFI is onderverdeeld in verschillende teams die elk verantwoordelijk zijn voor één van de instellingen waarvan NLFI de aandelen beheert. Zo opereert het team dat werkt aan de uitvoering van het verkoopproces van REAAL strikt gescheiden van het team dat werkt aan de bieding van ASR en de financiering daarvan. De teams zullen op afzonderlijke locaties werkzaam zijn. Het principe van collegiaal bestuur binnen NLFI wordt ten aanzien van deze transacties tijdelijk doorbroken. Interne afstemming binnen NLFI zal tussen deze teams niet plaatsvinden. Beide teams rapporteren onafhankelijk van elkaar direct aan u en leggen, vertegenwoordigd door de primair verantwoordelijk bestuurder, principiële en zwaarwegende besluiten rechtstreeks aan u voor. Gezamenlijke besluitvorming binnen NLFI wordt daarmee ten aanzien van deze transacties tijdelijk buiten werking gesteld. De overwegingen van het SNS REAAL team bij de beoordeling van een eventuele bieding door ASR worden onafhankelijk gemaakt van de invloed die de bieding heeft op de waarde en de eventuele verkoopopbrengst van beide vennootschappen op termijn.

Bijlage 1: achtergrondinformatie SNS REAAL en REAAL

SNS REAAL

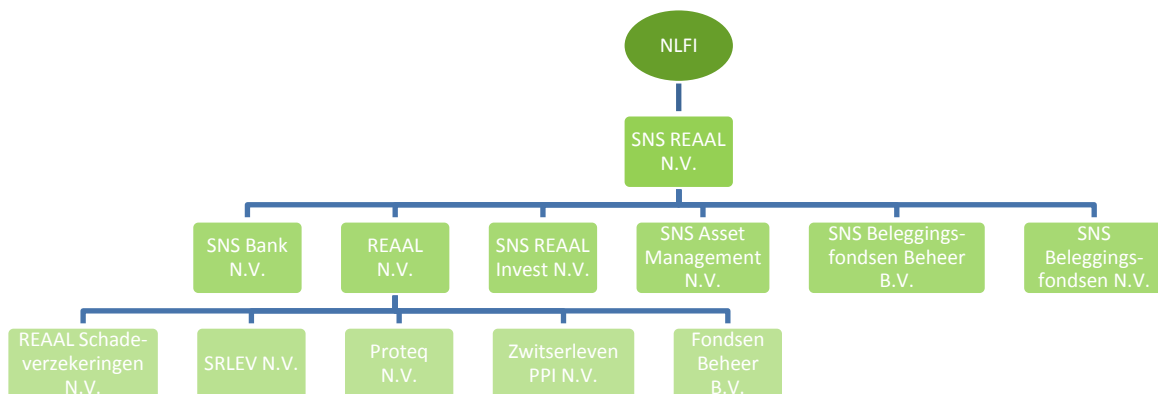
REAAL is in 1997 met SNS Bank gefuseerd tot SNS REAAL. Deze fusie leidde tot een fundamentele wijziging in de groepsstructuur waarbij SNS REAAL een bank-verzekeraar werd, net als bijvoorbeeld ING Groep. De gedachte achter deze combinatie is dat banken en verzekeraars een verschillend risicoprofiel hebben en dat het combineren van deze onderdelen binnen een groep de onderneming stabielier maakt. Dit is tevens de reden dat de combinatie van banken en verzekeraars door de financiële toezichthouder werd toegestaan. Daarnaast biedt de combinatie bank - verzekeraar

mogelijkheden voor *cross selling*. Ander voordeel is de mogelijkheid het eigen vermogen van dochterondernemingen gedeeltelijk te financieren met vreemd vermogen dat wordt aangetrokken door de moederonderneming, de zogenaamde ‘double leverage’. Hierdoor hoeft de holding minder kapitaal aan te houden dan de som van de afzonderlijke delen. Per ultimo 2013 bedroeg de double leverage van SNS REAAL EUR 704 miljoen (pro forma).

De financiële crisis liet zien dat banken en verzekeraars toch tegelijkertijd in de problemen kunnen komen. De double leverage in de holding maakt het zelfs moeilijker om verliezen op te vangen. Ook tegenpartijen van de bank en de verzekeraar zijn zich bewust geworden van de kwetsbaarheden hiervan, hetgeen de toegang tot financieringsmarkten mogelijkermijns bemoeilijkt. Dit heeft geleid tot de bewustwording bij toezichthouders en investeerders dat teveel double leverage riskant is en derhalve dient te worden afgebouwd.

Naast de financiële vervingting is de holding van SNS REAAL ook operationeel sterk verweven met de bank en de verzekeringsonderdelen. Zo zijn bepaalde groepsfuncties, waaronder risicomangement, treasury, IT en het personeelsbestand bij de holding ondergebracht.

Figuur 2: Organogram SNS REAAL



De raad van bestuur van SNS REAAL bestaat uit vier leden en staat onder voorzitterschap van de heer Van Olphen. De aandelen in SNS REAAL waren vóór de nationalisatie beursgenoteerd. Uit dien hoofde heeft SNS REAAL de Nederlandse Corporate Governance Code geïmplementeerd. Als gevolg van de nationalisatie is de Code formeel niet meer van toepassing, maar het concern blijft de principes en best practices van de Code naleven.

REAAL

REAAL komt voort uit twee verzekeringsmaatschappijen die aan het begin van de twintigste eeuw werden opgericht en onderdeel waren van de vakbeweging. In 1997 werd REAAL samengevoegd met SNS Bank tot SNS REAAL. De beursgang van SNS REAAL in 2006 luidde een nieuwe periode van overnames in, waarbij onder meer AXA Nederland, Winterthur, DBV Verzekeringen en Zwitserleven

werden overgenomen. Daarmee is REAAL uitgegroeid tot de tweede levensverzekeraar en zesde schadeverzekeraar van Nederland.

REAAL verkoopt onder meer individuele levensverzekeringen, schadeverzekeringen, pensioenen, arbeidsongeschiktheidsverzekeringen en beleggingsfondsen onder de merken REAAL, Zwitserleven, Proteq en Zelf.nl. De verzekeringen worden voornamelijk via gevolmachtigde agenten, assurantietussenpersonen en het distributiekanaal van SNS Retail Bank afgezet aan particulieren en klanten uit het midden- en kleinbedrijf. REAAL streeft ernaar zich verder te ontwikkelen als een efficiënte organisatie, waarin het klantbelang centraal staat. Het beleggingsbeleid van de verzekeringsonderdelen is over het algemeen relatief conservatief.

De statutaire directie van REAAL bestaat momenteel uit drie leden, maar zal voor de separatie worden uitgebreid. De Code Verzekeraars is van toepassing op alle verzekeringsactiviteiten van SNS REAAL.

SNS Asset Management

SNS Asset Management (SNS AM) vormt een apart onderdeel van SNS REAAL maar is sterk verbonden met de verzekeringsactiviteiten van het concern. SNS AM beheert voornamelijk vermogen voor REAAL, Zwitserleven, ASN Bank, ASN Beleggingsfondsen Beheer, SNS Beleggingsfondsen Beheer en de Zwitserleven Beleggingsfondsen. Het beheerd vermogen bedraagt ongeveer EUR 44 miljard. SNS REAAL beoogt SNS AM tezamen met SNS Beleggingsfondsen Beheer onder te brengen bij REAAL voorafgaand aan de verkoop van REAAL. REAAL omvat dan alle verzekerings- en vermogensbeheeractiviteiten van het concern. SNS AM en SNS Beleggingsfondsen Beheer blijven echter afzonderlijke juridische entiteiten van REAAL.

Bijlage 2: analyse verkoopvarianten REAAL

NLFI heeft naast de onderhandse verkoop ook twee andere verkoopvarianten voor REAAL onderzocht: een beursgang en een verkoop aan klanten.

a. Beursgang

Een beursgang is een plaatsing van (een deel van) de aandelen op een effectenbeurs zodat deze vrij verhandelbaar (*free float*) zijn. Bij een eerste plaatsing op de effectenbeurs, een *initial public offering* (IPO), wordt doorgaans een relatief klein deel (10% tot 30%) van de aandelen op een beurs genoteerd. Bij een beursgang is normaliter sprake van een korting op de waarde om de eerste aandelenplaatsing tot een succes te maken. In de daaropvolgende periode worden door gebruik te maken van *block trades* (< 10%) en *marketed offerings* (> 10%) enkele aandelen tranches via diezelfde beurs verkocht, mogelijk totdat alle aandelen van een vennootschap vrij verhandelbaar zijn op de beurs. De periode tussen een IPO en 100% *free float* neemt normaliter meerdere jaren in beslag, mede afhankelijk van de grootte van de onderneming.

Voldoet een beursgang aan de eisen van de Europese Commissie?

Bij een beursgang worden de aandelen gewaardeerd op basis van het marktmechanisme. Deze verkoopvariant is in lijn met het 'criterium van de particuliere koper' van de Europese Commissie⁴⁵. Het plaatsen van aandelen wordt aangemerkt als een open en transparant proces.

Met een beursgang kunnen alle verzekeringsonderdelen en de asset managementactiviteiten worden afgestoten. Bovendien luidt de opbrengst in contanten waarmee de double leverage van SNS REAAL gereduceerd kan worden.

Een beursgang heeft echter nadelen. De externe rapportage binnen SNS REAAL is momenteel gecentraliseerd. Omdat REAAL geen externe rapportagefuncties zijn toebedeeld neemt het inrichten en operationaliseren van dergelijke functies in een beursgenoteerde onderneming veel tijd in beslag. Een eventuele beursgang van REAAL zou daardoor pas op lange termijn kunnen worden gerealiseerd. Bovendien wordt bij een IPO in de regel slechts een deel van de aandelen geplaatst. De periode tussen een IPO en 100% *free float* via de verkoop van opeenvolgende tranches van aandelen neemt normaliter meerdere jaren in beslag. Daarmee ontstaat het risico dat de door de Europese Commissie opgelegde herstructureringsmaatregelen niet tijdig worden ingewilligd.

b. Verkoop aan klanten

In de Nederlandse financiële sector zijn meerdere voorbeelden te vinden waarbij het (economisch) houderschap van een onderneming mede bij de klanten ligt. Zo zijn Achmea en Rabobank bekende voorbeelden van een coöperatie.

Voldoet een verkoop aan klanten aan de eisen van de Europese Commissie?

Een coöperatieve structuur kan leiden tot een versterkte betrokkenheid van klanten, mits de bedrijfscultuur van de onderneming daarop ingericht is. In Nederland bestaan enkele voorbeelden

⁴⁵ Europese Commissie, 'Guidance Paper on state aid-compliant financing, restructuring and privatisation of State-owned enterprises', Brussel, 10 februari 2012, beschikbaar via: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/swd_guidance_paper_en.pdf.

van verzekeraars met een coöperatieve structuur (waaronder ook onderlinge waarborgmaatschappijen), zoals Achmea, VGZ en een aantal middelgrote en kleine verzekeraars. De wortels van REAAL en haar strategische doelen, met inbegrip van het streven naar een efficiëntere organisatie waarin het klantbelang centraal staat, sluiten op zichzelf genomen goed aan bij een coöperatieve vorm.

Een verkoop aan klanten zou, evenals een onderhandse verkoop, zodanig kunnen worden ingericht dat sprake is van een open en transparant proces waarbij de verkoopopbrengst kan worden aangewend ter reducering van de double leverage van SNS REAAL. Aan het uitgeven van certificaten aan klanten kleven echter grote nadelen. Het tijdpad van een plaatsing van certificaten beslaat in de regel meerdere jaren. Dit hangt samen met een gering absorptievermogen voor ledencertificaten. De verkoopopbrengst is in dit scenario aan vele onzekerheden onderhevig en kan laag uitvallen. Het is hoogst aannemelijk dat de present value (netto contante waarde) van toekomstige kasstromen aanmerkelijk lager zal zijn dan de present value bij een andere vorm van verkoop. Dit vanwege het lange tijdpad van een verkoop bij de introductie van een coöperatieve vorm. Een verkoop aan klanten kan derhalve niet binnen de door de Europese Commissie gestelde termijnen van het herstructureringsplan worden afgerond. Daarnaast is een dergelijk verkoopproces uiterst complex en leidt mogelijk tot een lage verwachte verkoopopbrengst.

Conclusie alternatieve verkoopmogelijkheden REAAL

NLFI is van oordeel dat de onderzochte verkoopvarianten niet voldoen aan de eisen van de Europese Commissie omdat deze niet binnen de door de Europese Commissie getelde termijnen kunnen plaatsvinden.

Bijlage 3: randvoorwaarden voor het afstoten van financiële deelnemingen

Volledigheidshalve wordt hieronder nog kort ingegaan op de randvoorwaarden die in 2011 door uw ambtsvoorganger zijn geformuleerd voor het afstoten van de financiële deelnemingen naar de private sector⁴⁶. Zoals eerder opgemerkt is de relevantie van deze randvoorwaarden voor het verkoopproces van REAAL beperkt, gegeven het verplichte karakter van de afstoting.

Is de sector stabiel?

Verwezen wordt naar de beschrijving van de marktomstandigheden opgenomen in de inleiding van het exitadvies (hoofdstuk 1.2).

Is REAAL gereed voor een verkoop?

REAAL is naar het oordeel van SNS REAAL gereed voor verkoop. Sinds de nationalisatie werkt SNS REAAL aan het splitsen van de bank- en verzekeringsactiviteiten. Verwevenheden tussen de bank- en verzekeringsonderdelen worden zoveel mogelijk opgeheven. REAAL werkt ook aan de separatie van de holding. De separatie van REAAL is zodanig vergevorderd dat deze een verkoop niet in de weg staat. Te lang wachten met een verkoop zou zelfs negatieve gevolgen voor de commerciële bedrijfsvoering kunnen hebben. Voor een toelichting wordt verwezen naar hoofdstuk 2.7 (toelichting bij onderdeel iv).

Zijn er geïnteresseerde partijen in de aankoop van REAAL?

REAAL kan voor een aantal Nederlandse verzekeraars interessant zijn om mee samen te gaan. REAAL ontplooit vooral activiteiten die relatief veel baat hebben bij meer schaal, zoals individuele levensverzekeringen, pensioenen en schadeverzekeringen. REAAL is daarmee aantrekkelijk voor strategische marktpartijen vanwege te behalen synergiën. REAAL beschikt over sterke merken die aantrekkelijk kunnen zijn voor strategische marktpartijen. De omvang van REAAL in de Nederlandse markt brengt wel het risico mee dat een overname door een of meerdere Nederlandse verzekeraars op deelmarkten op mededingingsgrenzen zou kunnen stuiten.

Met het oog op de splitsing van de bank- en verzekeringsactiviteiten zal REAAL een distributieovereenkomst met SNS Retail Bank aangaan voor de verkoop van verzekeringen. Bieders in het verkoopproces van REAAL zal de mogelijkheid worden geboden een bod uit te brengen met inbegrip van deze overeenkomst.

Een overname door een strategische partij die nog niet actief is op de Nederlandse markt ligt minder voor de hand. De Nederlandse markt is een relatief verzadigde markt, terwijl buitenlandse partijen eerder op zoek zijn naar mogelijkheden in sterk groeiende markten. Ook de Nederlandse discussie over beleggingsverzekeringen is een aspect dat mogelijk lastig is te doorgronden voor met name buitenlandse partijen en kan daarom een belemmering vormen. Hoewel minder voor de hand liggend kan een buitenlandse strategische partij ook niet worden uitgesloten.

⁴⁶ Tweede Kamer, vergaderjaar 2010-2011, 28165, nr. 117.

Naast strategische marktpartijen kunnen ook financiële investeerders mogelijk geïnteresseerd zijn in (delen van) REAAL. Gedacht kan worden aan *private equity*, institutionele partijen en gespecialiseerde (her)verzekeraars voor een run-off portefeuille. Een verkoop aan een consortium van marktpartijen en/of financiële investeerders behoort tot de mogelijkheden. Op deze wijze kan de kring van geïnteresseerde partijen worden verbreed, hetgeen de competitie ten goede kan komen.

Streven de totale investering van de Staat zoveel mogelijk terug te verdienen

De totale kapitaaluitgave van de Staat ten behoeve van SNS REAAL bedraagt EUR 2,865 miljard. Dit is weergegeven in de tabel die is opgenomen in bijlage 5. De tabel geeft ook de kapitaaluitgaven van de Staat ten behoeve van de overige gesteunde financiële instellingen weer. In de bedragen zijn de kapitaalkosten van de Staat niet meegenomen en is geen rekening gehouden met dividenduitkeringen en andere ontvangen vergoedingen en (bank)belastingen.

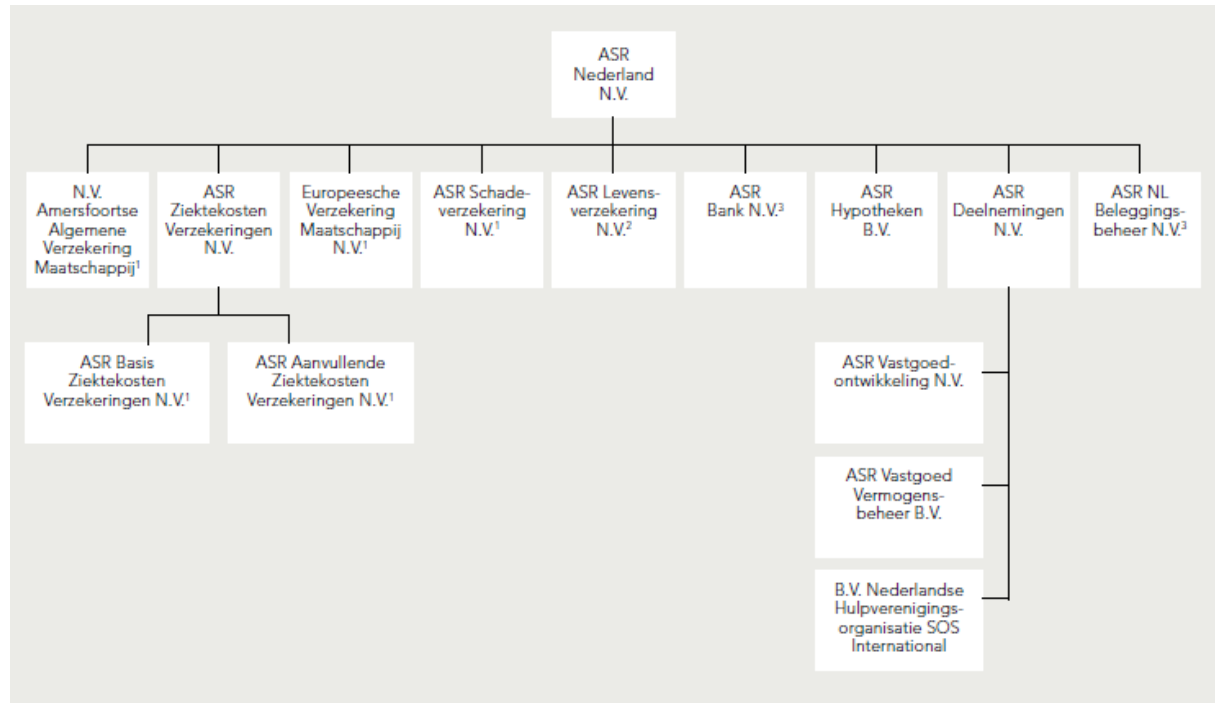
Het verkoopproces van REAAL dient erop te zijn gericht de verkoopopbrengst te optimaliseren en daarmee de investering van de Staat zoveel mogelijk terug te verdienen. Bij het bepalen van de optimale verkoopopbrengst zijn naast de directe verkoopopbrengst ook andere factoren relevant, zoals contractuele voorwaarden en de zekerheid waarmee de bidder het bod daadwerkelijk kan financieren. Deze factoren dienen tegen elkaar te worden afgewogen.

Bijlage 4: achtergrondinformatie ASR

NLFI houdt 100% van de aandelen in ASR en heeft het stemrecht op alle aandelen in ASR. Het belang in ASR is het directe gevolg van de nationalisatie van de Nederlandse onderdelen van het voormalige Fortis S.A./N.V. op 3 oktober 2008. Tot 2008 maakte ASR als Fortis Verzekeringen Nederland N.V. integraal onderdeel uit van Fortis S.A./N.V. Door het uiteenvallen van Fortis S.A./N.V. moest in zeer korte tijd de verzekeraar worden ontvlochten uit het voormalige moederbedrijf. Een volledig nieuw ICT platform, een nieuwe governance-structuur en een zelfstandige risicomanagement functie moesten worden ingericht. De opbouw van belangrijke functies met name gericht op de financiële soliditeit en het versterken van de balans stonden en staan hoog op de agenda. ASR heeft geen kapitaalsteun van de Staat ontvangen. De balans is versterkt en de solvabiliteit is verbeterd. Mede daardoor is ASR in staat om sinds 2011 dividend uit te keren.

ASR is een generalistische verzekeraar vertegenwoordigd in meerdere productsegmenten: schade, arbeidsongeschiktheid, ziektekosten, vermogensopbouw individueel, pensioenopbouw, uitvaart en bancaire. ASR richt zich op particulieren, zzp-ers en het midden- en kleinbedrijf (MKB). Distributie vindt plaats via verzekeringsadviseurs en door gebruik te maken van directe kanalen zoals verkoop online. ASR kiest nadrukkelijk voor een duurzame aanpak gericht op het bieden van zekerheid aan klanten. De onderneming boekt naar het oordeel van de AFM belangrijke voortgang bij het centraal stellen van het klantbelang.

Figuur 2: Organogram ASR



1 Registered non-life insurance companies

2 Registered life insurance companies

3 Other wft registered companies (included in segment Other)

De raad van bestuur van ASR bestaat uit vier leden en staat onder voorzitterschap van de heer J.P.M. Baeten. De leden hebben allen ruime (bestuurs)ervaring in het bank- en

verzekeringswezen. Recent heeft ASR het vertrek van de CFO, de heer R.Th. Wijmenga, aangekondigd en de benoeming van de heer H.C. Figuee, zijn opvolger per 1 mei 2014, bekend gemaakt. ASR is een transparante onderneming en hecht waarde aan een hoog niveau van corporate governance. De aandelen van ASR zijn niet beursgenoteerd en daarom is ASR niet verplicht de Nederlandse Corporate Governance Code toe te passen. Toch hecht ASR groot belang aan een transparante bestuursstructuur en past ASR de Nederlandse Corporate Governance Code, de Code Verzekeraars en de Code Banken (voor ASR Bank) toe. ASR spant zich in om de principes van de codes te vertalen naar beleid en dit beleid vervolgens in de praktijk te brengen. Daarnaast is de medezeggenschap van de ondernemingsraad sterk ontwikkeld.

Bijlage 5: kapitaaluitgaven Staat

Onderstaande tabel vermeldt de kapitaaluitgaven die door de Staat zijn gedaan. Van het totale nog uitstaande bedrag van EUR 31,32 miljard is naar het oordeel van NLFI circa EUR 2,865 miljard aan SNS REAAL toe te wijzen en EUR 3,65 miljard⁴⁷ aan ASR⁴⁸. In deze berekening zijn de kapitaalkosten van de Staat niet meegenomen en is geen rekening gehouden met dividenduitkeringen en andere ontvangen vergoedingen⁴⁹ en (bank)belastingen⁵⁰.

Beschrijving	Datum	ABN AMRO	a.s.r.	RFS	SNS REAAL	Propertize	Totaal
Nationalisatie Fortis Nederland	okt-2008	€ 12.800 mln	€ 4.000 mln				€ 16.800 mln
Verstrekking kernkapitaal SNS REAAL	nov-2008				€ 750 mln		€ 750 mln
Herkapitalisatie ABN AMRO	dec-2008	€ 4.320 mln		€ 2.220 mln			€ 6.540 mln
Verkoop Fortis Corporate Insurance	jul-2009		€ (350) mln				€ (350) mln
Mandatory Convertible Note (MCN) I	jul-2009	€ 800 mln					€ 800 mln
Terugbetaling deel kernkapitaal	nov-2009				€ (185) mln		€ (185) mln
MCN II en omzetting leningen in EV	dec-2009	€ 3.150 mln					€ 3.150 mln
Verrekening en kapitalisatie RFS	mrt-2010			€ 438 mln			€ 438 mln
Niet ontvangen couponbetaling MCN	apr-2010	€ 103 mln					€ 103 mln
Resterende herkapitalisatie ABN AMRO	jun-2010	€ 490 mln					€ 490 mln
Repatriatie deel RFS kapitaal	dec-2011			€ (16) mln			€ (16) mln
Ontelging SNS REAAL	mrt-2013				€ 2.200 mln		€ 2.200 mln
Verstrekking overbruggingskrediet	mrt-2013				€ 1.100 mln		€ 1.100 mln
Kapitalisatie Propertize	dec-2013					€ 500 mln	€ 500 mln
Resolutieheffing SNS REAAL	mrt-jul 2014				€ (1.000) mln		€ (1.000) mln
Totaal uitgaven		€ 21.663 mln	€ 3.650 mln	€ 2.642 mln	€ 2.865 mln	€ 500 mln	€ 31.320 mln

⁴⁷ Een bedrag van EUR 4 miljard is toegewezen aan de overname van de verzekeringsentiteiten bij de partiële nationalisatie van Fortis N.V./S.A. op 3 oktober 2008. Geen nadere onderverdeling is gemaakt van de overnameprijs van Fortis Verzekeringen Nederland (nu ASR) en Fortis Corporate Insurance (FCI). FCI is in 2009 verkocht voor EUR 350 miljoen.

⁴⁸ De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel kwam op 11 april 2012 tot een gelijke onderverdeling.

⁴⁹ Wel is de expliciet aan de nationalisatie van SNS REAAL gerelateerde eenmalige resolutieheffing SNS REAAL als ontvangst opgenomen in figuur 1. Tijdelijke wet resolutieheffing 2014, d.d. 4 december 2013.

⁵⁰ Een uitgebreide rapportage van de kapitaaluitgaven kan ook worden gevonden op de website van de Algemene Rekenkamer.