



Aan de voorzitter en de leden
van de Vaste Commissie voor Financiën
van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA DEN HAAG

Den Haag, 9 oktober 2013

Kenmerk: B13.47
Betreft: Eumedion-reactie op kabinetsvisie Nederlandse bankensector en exitstrategie ABN AMRO en ASR (kamerstukken 32 013)

Geachte voorzitter en leden,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid te reageren op de kabinetsvisie op de toekomst van de Nederlandse bankensector, die op 23 augustus 2013 naar de Tweede Kamer is gezonden (hierna: de kabinetsvisie)¹. Wij zullen dat doen vanuit het gezichtspunt van de deelnemers van Eumedion, institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon. Institutionele beleggers onderhouden vaak complexe en verschillende relaties met banken. Niet alleen maken zij als zakelijke klanten gebruik van door de Nederlandse banken aangeboden diensten, ook voorzien zij banken van kapitaal door te investeren in door banken uitgegeven aandelen of obligaties of daaraan gerelateerde financiële instrumenten. Met name vanuit het perspectief als kapitaalverschaffer zullen wij in onze reactie ook ingaan op onderdelen van de separate kabinetsbrief 'Toekomstplannen financiële instellingen ABN AMRO, ASR en SNS REAAL'².

Een algemene visie op de toekomst van banken heeft Eumedion gegeven in haar eind juni gepubliceerde (Engelstalige) paper met de titel '*Future investibility of Dutch banks*'³. In onze reactie zullen wij de indeling van de kabinetsvisie aanhouden.

¹ Kamerstukken II, 2012-13, 32013, nr. 35.

² Kamerstukken II, 2012-13, 32013, nr. 36.

³ Het paper is terug te vinden via http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position_paper_toekomst_banken.pdf.

1. Samenvatting opmerkingen

Onze belangrijkste opmerkingen zijn:

- Banken zullen duurzame verdienmodellen moeten ontwikkelen teneinde aantrekkelijk te zijn voor institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon. Duurzame winstgevendheid is niet alleen essentieel voor de aantrekkelijkheid van banken voor institutionele beleggers, maar ook voor de groei van de economie als geheel. Uitstekende transparantie, significante kostenreductie en een robuust en duurzaam dividendbeleid zijn hierin centrale elementen. Lagere rendementsverwachtingen bij banken, bijvoorbeeld door hogere kapitaaleisen zullen gecompenseerd moeten worden door, gerechtvaardigde, lagere risicoverwachtingen.
- Voor het vertrouwen van institutionele beleggers in banken is het essentieel dat de boekhoudkundige waardering van activa op de balans de reële waarde van die activa in voldoende mate reflecteert en goed te analyseren is door beleggers. Voorkomen moet worden dat er een ongewenste vrijheid voor banken bestaat om verliezen te lang te verbergen of juist te vroeg te nemen. Banken dienen meer waardevolle en beter vergelijkbare informatie over hun belangrijkste risico's en over hun systemen van risicobeheersing te geven. De aanbevelingen van de Enhanced Disclosure Task Force, opgezet door de Financial Stability Board, bieden hiervoor een zeer adequaat kader.
- Voor institutionele beleggers is het erg belangrijk dat de criteria en omstandigheden waaronder resolutie-instrumenten (zoals de *bail-in*) bij falende banken kunnen worden toegepast vooraf *glashelder* zijn. Het Europese richtlijnvoorstel voor herstel en afwikkeling van banken en de Nederlandse interventiewet zijn op dat punt nog onvoldoende.
- Banken zouden in plaats van zelf leningen te verstrekken en daarmee kredietrisico op zich te nemen, zich veel meer kunnen en moeten richten op het begeleiden van bedrijven om direct bij institutionele beleggers vreemd vermogen op te halen ('disintermediatie'). Dit kan door verhandelbare obligaties door bedrijven uit te laten geven aan institutionele beleggers. In de huidige Europese markt hebben alleen de grootste ondernemingen die mogelijkheid. Ondershands geplaatste zogenoemde *leveraged loans* en *private placements* zijn kleiner van omvang en daarmee ook geschikt voor minder grote bedrijven. Deze ondershands geplaatste instrumenten kunnen in de Verenigde Staten al jaren rekenen op de warme belangstelling van zowel bedrijven als beleggers. Het wordt tijd dat (Nederlandse) banken het bewezen succes in Europa repliceren.
- De introductie van een stichting continuïteit bij een beursgang van ABN AMRO is minder bezwaarlijk dan andere opties voor beschermingsmaatregelen. Een stichting continuïteit is niet ongebruikelijk bij Nederlandse beursvennootschappen en heeft als relatief voordeel ten opzichte van eerdergenoemde constructies dat de (beschermings)preferente aandelen alleen dan gehouden zullen worden door de stichting wanneer de continuïteit van de vennootschap werkelijk in gevaar is. Onder alle andere, normalere omstandigheden zal er derhalve evenwicht bestaan tussen de zeggenschap van minderheidsaandeelhouders en het risicodragend kapitaal dat zij hebben geïnvesteerd (*one share, one vote*).

- Eumedion begrijpt dat de Staat gedurende de periode dat de Staat een aanzienlijk belang houdt een doorslaggevende invloed wil hebben op de uitkomsten van de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering. Wel vinden wij dat de belangen van minderheidsaandeelhouders goed moeten zijn beschermd tegen bepaalde wensen die de Staat als grootaandeelhouder zou kunnen hebben, maar die niet in het belang van de vennootschap en haar minderheidsaandeelhouders behoeven te zijn. Daarom dienen de voorstellen die op verzoek van de Staat op de agenda van de aandeelhoudersvergadering zijn geplaatst (en niet worden gesteund door de ondernemingsleiding van ABN AMRO) onderworpen te worden aan zowel een stemvereiste van twee derde, als aan een quorumeis die hoger ligt dan het aandelenbelang dat door de Staat op dat moment wordt gehouden.

Hieronder wordt onze zienswijze nader toegelicht.

2. Solide en stabiele bankensector

In de kabinetsvisie wordt geconstateerd dat de Nederlandse bankensector in 2012 zijn kapitaalpositie heeft verbeterd, maar dat verdere stappen nodig zijn om de bankensector meer solide te maken.⁴ Eumedion is het daarmee eens. Soms wordt beweerd dat banken door het verplicht aanhouden van hogere kapitaalbuffers minder aantrekkelijke beleggingsobjecten zouden worden voor institutionele beleggers en andere kapitaalverschaffers vanwege lagere rendementsverwachtingen. Tot op zekere hoogte klopt dit ook. Minstens even relevant is echter dat de hogere kapitaaleisen banken meer solide kunnen maken, waardoor het investeren in banken voor institutionele beleggers ook op langere termijn minder risicovol wordt. De lagere rendementsverwachtingen die het gevolg kunnen zijn van de in de kabinetsvisie voorgestelde hogere ongewogen *leverage ratio* van $\geq 4\%$ (boven de 'Basel III eisen') zullen derhalve (deels) gecompenseerd kunnen worden door lagere risicoverwachtingen.⁵ Het in de toekomst veel verder verhogen van de *leverage ratio* zou echter tot een averechts effect kunnen leiden: banken kunnen zich gedwongen voelen om bepaalde ondernemingsactiviteiten en activa met een laag risico profiel af te stoten en zich juist te richten op minder activiteiten met een hoger risico. Dit zou een gediversificeerd en concurrerend Nederlandse bankenlandschap in de weg kunnen staan.

Institutionele beleggers zullen banken beoordelen op de duurzaamheid van hun verdienmodellen. Het lagere rendement zullen zij daarbij afwegen tegen het in de toekomst wellicht ook wat lagere risiconiveau. In haar paper inzake de *future investibility of banks* heeft Eumedion voorstellen gedaan voor duurzame verdienmodellen voor banken teneinde aantrekkelijker te zijn voor institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon. Essentieel voor het vertrouwen van beleggers is hierbij dat financiële instellingen klip en klaar rapporteren over hun verdienmodel, governance, strategie, financiële positie, resultaten en risico's. Uitstekende transparantie, significante kostenreductie en een robuust en duurzaam dividendbeleid zijn hierin centrale elementen.

⁴ P. 8 van de kabinetsvisie.

⁵ P. 9 van de kabinetsvisie.

Eumedion begrijpt de aandacht van het kabinet omtrent de stapeling van specifieke heffingen en belastingen waarmee banken geconfronteerd worden, zoals de bankenbelasting, de tijdelijke resolutieheffing en een mogelijke *financial transaction tax*.⁶ Deze stapeling zal niet bijdragen aan een solide en stabiele bankensector, kan een negatief effect hebben op de kredietverlening door banken en zal, vanwege lagere rendementsverwachtingen, banken ook minder aantrekkelijk kunnen maken voor institutionele beleggers en andere kapitaalverschaffers.

De ook in de kabinetsvisie genoemde heffingen ten behoeve van (i) het ex ante gefinancierde depositogarantiestelsel en (ii) het nog op te richten Europese resolutiefonds zijn wat Eumedion betreft echter van een andere orde. Het depositogarantiestelsel, het Europees resolutiefonds en de in verband daarmee op te leggen heffingen, strekken er direct toe de bankensector sterker en meer solide te maken. Dit is, ondanks het mogelijke negatieve effect op rendementsverwachtingen, ook in het belang van de kapitaalverschaffers van banken. Overigens zijn het niet alleen banken die met een stapeling van belastende regels geconfronteerd worden. Andere financiële marktpartijen, waaronder institutionele beleggers, hebben ook een enorme hoeveelheid nieuwe regelgeving te verhapstukken.

Eumedion kan zich verder vinden in het standpunt van het kabinet dat het ter voorbereiding van het directe banktoezicht door de Europese Centrale Bank (ECB) uit te voeren 'Balance Sheet Assessment' streng, diepgaand en kwantitatief dient te zijn.⁷ Er zijn belangrijke aanwijzingen dat sommige banken bepaalde risicogewogen activa te rooskleurig weergeven op hun balansen. Zo heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) eind 2012 gewaarschuwd voor de waardering van vastgoedleningen op de balansen van Nederlandse financiële instellingen.⁸ Daarenboven heeft de voorzitter van de European Securities and Markets Authority (ESMA), begin januari 2013, zelfs aanleiding gezien om Europese banken in het algemeen op te roepen afboekingen te doen op slechte leningen.⁹

Eumedion wijst erop dat het voor het vertrouwen van institutionele beleggers in banken essentieel is dat de boekhoudkundige waardering van activa op de balans de reële waarde van die activa in voldoende mate reflecteert en goed te analyseren is door beleggers. Voorkomen moet worden dat er een ongewenste vrijheid voor banken bestaat om verliezen te lang te verbergen of juist te vroeg te nemen.

Eumedion is van opvatting dat de aanbevelingen van de Enhanced Disclosure Taks Force (hierna: EDTF), opgezet door de Financial Stability Board, een goed raamwerk vormen voor meer waardevolle en beter vergelijkbare informatie door banken over risico's en risicobeheersing.¹⁰ Ook het Basel Committee on Banking Supervision heeft zich in een recent paper positief over het EDTF-raamwerk

⁶ P. 10 van de kabinetsvisie.

⁷ Op 12 september 2013 heeft het Europese Parlement ingestemd met het door de Europese Commissie voorgestelde 'Single Supervisory Mechanism'.

⁸ <http://www.afm.nl/~media/files/fin-verslag/2012/themaonderzoek-ias40.ashx>.

⁹ Het Financieele Dagblad van 3 januari 2013.

¹⁰ https://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121029.pdf.

uitgelaten.¹¹ Betekenisvolle transparantie kan institutionele beleggers helpen om relevante risico's en het risicomanagement van banken te doorgronden en zal daarmee de risicopremie die institutionele beleggers verlangen voor onzekerheden bij beleggingen in banken kunnen verlagen. Dit kan eraan bijdragen dat banken eenvoudiger kapitaal kunnen aantrekken tegen een lagere risicopremie. Het zou daarom wenselijk zijn als het kabinet en het parlement expliciet zouden bevorderen dat banken in hun verslaggeving betekenisvol toepassing geven aan het EDTF-raamwerk.

3. Versterking en uitbreiding van toezicht en resolutie

Eumedion deelt de opvatting van het kabinet dat bankdeconfitures niet langer een gevaar mogen vormen voor de overheidsfinanciën en voor de reële economie.¹² Het omgekeerde geldt overigens ook. De Europese bankenunie lijkt een adequaat model te bieden om onderlinge besmetting van bancaire en overheidsfinanciën in de toekomst te voorkomen en om de coördinatie te verbeteren tussen nationale toezichthouders. De Europese bankenunie omvat een gemeenschappelijk banktoezicht onder verantwoordelijkheid van de Europese Centrale Bank (ECB), een Europees resolutiemechanisme en een gezamenlijk depositogarantiestelsel.¹³ Mogelijk nadeel van de bankenunie is dat de risico's van buitenlandse banken Nederlandse banken en de Nederlandse economie kunnen gaan raken. Om dit te voorkomen is het van groot belang, zoals ook de Commissie Structuur Nederlandse banken aangeeft, dat alvorens een bank wordt toegelaten tot het ECB-toezicht een strenge beoordeling van de activa plaatsvindt (in het kader van de eerder genoemde 'Balance Sheet Assessment') en zo nodig, als verborgen verliezen aan het licht komen, een gedwongen herkapitalisatie dan wel afwikkeling dient plaats te vinden voorafgaand aan en als voorwaarde voor toelating tot het ECB-toezicht.¹⁴ Het Europees Parlement heeft op 12 september 2013 ingestemd met de wetgeving die het gemeenschappelijk Europese banktoezicht mogelijk maakt.

Samen met het Europese resolutiemechanisme dient het Europese richtlijnvoorstel voor herstel en afwikkeling van banken het kader te vormen dat het mogelijk moet maken om problemen bij banken geheel of grotendeels langs private weg op te lossen.¹⁵ Een belangrijk onderdeel van het richtlijnvoorstel betreft het *bail-in* instrument. Eumedion vindt, zoals aangegeven in haar paper over de toekomst van banken, dat de *bail-in* betrekking zou moeten hebben op in beginsel alle ongedekte crediteuren te einde voldoende omvangrijke verliesopvangmogelijkheden te creëren en de *bail-in* instrumenten aantrekkelijk te houden voor institutionele beleggers.¹⁶ Voor institutionele beleggers is het verder erg belangrijk dat de omstandigheden waaronder en de criteria op basis waarvan de *bail-in* kan worden toegepast en de processtappen die doorlopen moeten worden vooraf *glashelder* zijn. Het richtlijnvoorstel en de Nederlandse Interventiewet zijn op dat punt nog onvoldoende.

¹¹ Basel Committee on Banking Supervision, 'The regulatory framework: balancing risk sensitivity, simplicity and comparability - discussion paper', juli 2012, p. 14 e.v.

¹² P. 12 van de kabinetsvisie.

¹³ Zie het memo van de Europese Commissie van 13 juni 2013 (http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-679_en.htm?locale=en).

¹⁴ P. 21 van het rapport van de Commissie Structuur Nederlandse banken.

¹⁵ Richtlijn van het Europese Parlement en de Europese Raad van 6 juni 2012 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (COM (2012) 280 final). De Raad van de Europese Unie heeft op 27 juni 2013 een gemeenschappelijk standpunt ingenomen over het richtlijnvoorstel.

¹⁶ P. 12 van het Eumedion paper *The future investibility of Dutch Banks*.

Eumedion kan zich de voorkeur van het kabinet goed voorstellen om, in lijn met de voorstellen van de Commissie Liikanen en het advies van de Commissie Structuur Nederlandse banken, een scheidingsverplichting in te voeren (afschermen depositobedrijf) wanneer de handelsactiviteiten een bepaalde limiet te boven gaan.¹⁷

4. Open en diverse banken sector

Waar het volgens Eumedion om gaat is dat banken duurzame verdienmodellen ontwikkelen. Duurzame winstgevendheid is niet alleen essentieel voor de aantrekkelijkheid van banken voor institutionele beleggers, maar ook voor de groei van de economie op de lange termijn. Wij denken niet dat er één superieur verdienmodel bestaat dat deze lange termijn winstgevendheid zal garanderen, maar hebben juist een voorkeur voor verscheidenheid in grootte, cultuur en verdienmodellen onder Nederlandse banken. Deze diversiteit is niet alleen voor het rendement van institutionele beleggers van belang, maar ook voor de stabiliteit van het systeem, zoals wij hebben aangegeven in ons paper inzake de *future investibility of Dutch Banks*.¹⁸

Diversiteit kan ook worden bevorderd door zorg te dragen voor voldoende concurrentie onder Nederlandse banken en het slechten van onnodige toetredingsbarrières. Concurrentie bevordert ook de dienstbaarheid en productinnovatie bij banken en kan helpen het kostenniveau bij banken binnen de perken te houden.¹⁹ Het door de Staat op termijn verkopen van zijn aandelen in ABN AMRO en in SNS REAAL lijkt noodzakelijk voor gezonde concurrentieverhoudingen. Wij delen tevens de opvatting in de kabinetsvisie dat de invoering van de Europese bankenunie op termijn zal bijdragen aan een versterking van de interne markt en daarmee aan de concurrentie tussen banken.²⁰

Eumedion kan zich vinden in de opvatting dat alternatieve financieringsvormen een aanvulling kunnen zijn op het bancaire financieringskanaal.²¹ Het kabinet noemt onder meer kredietunies, *crowd funding* en het wegnemen van belemmeringen in de regelgeving als mogelijke instrumenten. Eumedion heeft in haar paper over de *future investibility of Dutch banks* aangegeven disintermediatie als belangrijk instrument te zien voor alternatieve financiering en uiteindelijk ook voor duurzame verdienmodellen bij banken. Banken zouden, in plaats van zelf leningen te verstrekken en daarmee kredietrisico op zich te nemen, zich meer moeten richten op het begeleiden van het direct bij institutionele beleggers aantrekken van kapitaal door ondernemingen. Dit kan door verhandelbare obligaties uit te geven aan institutionele beleggers. Zo blijkt uit het statistisch nieuwsbericht van DNB van 6 augustus 2013 dat in de eerste helft van dit jaar slechts acht niet-financiële bedrijven de obligatiemarkt betraden.²²

¹⁷ De commissie-Liikanen gebruikt een tweevoudige toets. Eerst moet worden bepaald of de *activa available for sale en held for trading* de grens van 15 tot 25% van het balanstotaal of € 100 miljard overschrijden. Voor de banken die deze grenzen overschrijden, volgt een tweede toets. Daarin zal op basis van een maximum voor de verhouding tussen handelsactiva en het balanstotaal worden vastgesteld of banken hun activiteiten moeten afscheiden (p. 101 van het Liikanen rapport).

¹⁸ P. 5 van het Eumedion-paper.

¹⁹ P. 19 van het rapport van de Commissie Structuur Nederlandse banken.

²⁰ P. 17 van de kabinetsvisie.

²¹ P. 17 van de kabinetsvisie.

²² <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/statistisch-nieuwsbericht/dnb294971.jsp>.

Undershands geplaatste zogenaamde *leveraged loans* en *private placements* zijn kleiner van omvang en daarmee ook geschikt voor minder grote bedrijven. Deze ondershands geplaatste instrumenten kunnen in de Verenigde Staten al jaren rekenen op de warme belangstelling van zowel bedrijven als beleggers.²³ Het wordt tijd dat (Nederlandse) banken het bewezen succes in Europa repliceren.

De Europese obligatiemarkten dienen zich zodanig te ontwikkelen dat ook middelgrote ondernemingen realistische mogelijkheden krijgen om obligaties uit te geven. Voor institutionele beleggers ontstaan dan meer investeringsmogelijkheden en diversificatiekansen. Dit biedt ook kansen voor de banken zelf. Zij krijgen niet alleen meer mogelijkheden in de sfeer van het begeleiden van obligatieplaatsingen. Door niet meer zelf het kredietrisico van middelgrote ondernemingen op zich te nemen met een zeker kapitaalbeslag als gevolg, kan er ook meer ruimte voor banken ontstaan om krediet te verstrekken aan kleinere ondernemingen die geen obligaties (kunnen) uitgeven.

5. Integere banksector

In de kabinetsvisie wordt aangegeven dat banken het geschonden vertrouwen dienen te herwinnen. Bankers zouden dit moeten doen door hun dienstbaarheid aan bedrijven en burgers te vergroten. Eumedion kan zich vinden in dit streven. Dienstbaarheid is uiteindelijk ook in het belang van institutionele beleggers en andere kapitaalverschaffers aan banken, die als gezegd gebaat zijn bij een duurzame winstgevendheid. In de huidige verslechterde economische omstandigheden kunnen banken, kort gezegd, alleen duurzaam groeien als zij het beter doen dan hun concurrenten en daarmee hun marktaandeel vergroten. Dit kunnen zij doen door hun producten beter te laten aansluiten op de behoeften van klanten, waaronder ook kwetsbare groepen van klanten. Het besluit van Deutsche Bank om de klantrelaties met vele MKB-ondernemingen te beëindigen en de problemen die vele van deze ondernemingen vervolgens ervaren om met een andere bank een verbintenis aan te gaan, roepen in dat opzicht vragen op. Door werkelijk meerwaarde te creëren voor klanten, zal de winstgevendheid van een bank op de lange termijn kunnen worden bevorderd, hetgeen ook aantrekkelijk is voor institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon.

Terecht wijst het kabinet op het belang dat banken verantwoord en integer worden geleid. Op dit vlak zijn al vele initiatieven genomen. Zo is de betrouwbaarheids- en geschiktheidstoets aangescherpt en is de reikwijdte ervan verbreed tot raden van commissarissen.²⁴ Ook is een bankierseed ingevoerd en heeft de bancaire sector, onder druk van de politiek, aangegeven te overwegen om tuchtrecht te introduceren. Dan is er nog het maatschappelijk statuut, voorgesteld door Commissie Structuur Nederlandse banken, waarin banken hun rol in de samenleving dienen te expliciteren. Ten slotte zijn er de afgelopen jaren vele maatregelen genomen om het bezoldigingsbeleid te versoberen, waarbij de voorgenoemde Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen het volgende hoofdstuk zal vormen.

²³ Voorbeelden hiervan zijn de Sligro Food Group N.V. private placement (<http://www.sligrofoodgroup.nl/pers/persberichten/Pages/SligroFoodGroupversterktlangetermijn-financiering.aspx>) en de SBM Offshore N.V. private placement (<http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2012/08/PR-2012.10.11-USPP.pdf>).

²⁴ Artikel 3:8, eerste lid, en artikel 3:9, eerste lid, Wft.

Eumedion begrijpt op zich de doelstelling van deze maatregelen. Zij sluit aan bij het streven dat de governance van banken evenwichtig dient te zijn. Goede governance is evenwel primair een aangelegenheid die binnen de onderneming zelf moet worden gerealiseerd. Zoals de Commissie Structuur Nederlandse banken aangeeft, staat een verantwoorde omgang met risico's centraal in de governance van banken en is dit ook de eigen verantwoordelijkheid van banken.²⁵ Het is niet denkbeeldig dat het samenstel van de genoemde maatregelen in hoge mate tot een verhevigde en extern gedreven compliancecultuur zal leiden. Met als gevolg dat binnen bankorganisaties weinig ruimte meer is om kleuring te geven aan de eigen verantwoordelijkheid ten aanzien van het waarborgen van adequaat risicomanagement en het klantbelang.

Want zoals de Commissie Structuur Nederlandse banken terecht aangeeft, zal voor een verbetering van de governancestructuur binnen banken moeten worden ingezet op meer risico-expertise in bankdirecties en meer specifieke kennis en ervaring in raden van commissarissen; interne factoren dus. Daarnaast zullen, zeker bij beursgenoteerde banken, ook institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon een constructief-kritische rol kunnen spelen bij het waarborgen van een verantwoord en integer geleide bank door zich als betrokken aandeelhouder op te stellen. Betrokken aandeelhouders kunnen het door het bestuur gevoerde beleid ondersteunen en waar wenselijk helpen verbeteren. Het kan ook leiden tot meer begrip en vertrouwen van lange termijn beleggers in de strategie van de bank en in degenen die verantwoordelijk zijn voor de uitvoering ervan.

De mogelijkheid die institutionele beleggers hebben om banken werkelijk te monitoren en een constructief-kritische betrokkenheid te tonen is echter afhankelijk van (i) openbaarmaking van relevante informatie door de banken, (ii) de houding en bereidwilligheid van het bestuur en de raad van commissarissen om zich met aandeelhouders te onderhouden en (iii) betekenisvolle rechten ter bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders.

De introductie van permanente beschermingsmaatregelen (beschermingsmaatregelen die ook uitstaan in niet-vijandige overnamesituaties) bij banken kan de positie van minderheidsaandeelhouders onder druk zetten en zou tevens de bereidwilligheid van het bestuur en de raad van commissarissen om een dialoog met lange termijn aandeelhouders te voeren, kunnen beïnvloeden. Beschermingsmaatregelen die bedoeld zijn om tegenwicht te bieden tegen korte termijngerichtheid, zullen in gelijke mate de positie van betrokken, op de lange termijn gerichte beleggers in banken verzwakken. Dit wordt in de praktijk wel eens over het hoofd gezien. Eumedion is daarom in beginsel geen voorstander van het introduceren van *permanente* beschermingsmaatregelen bij banken.

Juist bij banken zijn permanente beschermingsmaatregelen overbodig, omdat een aanmerkelijk aandelenbelang (>10% van het geplaatst kapitaal) niet kan worden verkregen zonder toestemming

²⁵ P. 21 van het rapport van de Commissie Structuur Nederlandse banken.

van de prudentiële toezichhouder (DNB).²⁶ Dit kader volgt uit de zogeheten Antonveneta-richtlijn. Wanneer er toch wordt voorzien in beschermingsmaatregelen bij banken zouden die in elk geval proportioneel dienen te zijn en alleen tijdelijk moeten worden geoperationaliseerd, in zeer uitzonderlijke omstandigheden (bijvoorbeeld een vijandige overnamepoging), waarbij de continuïteit van de onderneming in gevaar kan zijn.

6. Verkoop ABN AMRO

Eumedion ondersteunt in beginsel het voornemen van het kabinet om de bank aandelen die door de Staat worden gehouden en door stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen ('NLF1') worden beheerd via een beursgang over te dragen aan private investeerders. Het is ook verstandig de aandelenuitgifte niet in één keer, maar in tranches te laten plaatsvinden. Het voordeel van een beursgang is dat de aandelen vrij verhandelbaar zijn, wat aantrekkelijk is voor institutionele beleggers. Bovendien stellen beursgenoteerde ondernemingen vanwege versterkte wettelijke informatieverplichtingen relatief veel relevante informatie beschikbaar aan beleggers.

De interesse van institutionele beleggers in aandelen ABN AMRO zal, naast de marktomstandigheden, afhangen van het vermogen van ABN om duurzame winstgevendheid te realiseren. In het paper over de *future investibility of Dutch banks* heeft Eumedion zeven elementen geïdentificeerd die daarbij belangrijk zijn.²⁷ Institutionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon zullen naar verwachting in het bijzonder letten op de mate van transparantie (waaronder toepassing van het eerder genoemde EDTF-raamwerk), kostenreductie, en een helder en bestendig dividendbeleid. Het belang van deze aspecten heeft NLF1 in haar advies aan de minister van Financiën over de verkoop van ABN AMRO ook expliciet benadrukt. Zij onderkent expliciet het belang van een robuust dividendbeleid:

'Het is van belang dat investeerders voldoende vertrouwen hebben in de verwachting dat in de toekomst een hoger dividend wordt uitgekeerd. Voor ABN AMRO is het dan ook essentieel dat zij zich bij een beursintroductie geloofwaardig kan committeren aan een relatief hoge en bestendige dividend payout ratio in de toekomst. Teneinde dit mogelijk te maken zal de bank voldoende gekapitaliseerd moeten zijn. DNB zal ABN AMRO nog in 2013 als één van de vier Nederlandse systeembanken informeren over de SIFI buffer die voor de bank wordt vastgesteld. Wanneer er nog een periode van opbouw van kapitaalratio's plaats heeft, dient het groeipad naar een hoge en bestendige dividend payout ratio duidelijk te worden gecommuniceerd naar investeerders.

Aandelen met een hoog en bestendig dividendrendement (rendementsaandelen) zijn interessant voor langetermijninvesteerders zoals institutionele (fonds)beleggers. Daarmee wordt ook een type investeerder aangetrokken die stuurt op de lange termijn en interesse heeft voor de

²⁶ Artikel 1:1 en 3:95 Wft

²⁷ P. 6 e.v. van het Eumedion paper.

*langetermijnverwachtingen en langetermijninvesteringen van de bank. ABN AMRO zal bij de presentatie van strategische doelstellingen en investeringen de lange termijn voor ogen moeten hebben.*²⁸

Eumedion vindt het verder verstandig dat het kabinet niet voornemens is de moties Groot-Bashir en Van Hijum-Nijboer²⁹ te volgen en instrumenten als gouden aandelen, loyaliteitsinstrumenten of prioriteitsaandelen te introduceren. Dit zou kunnen leiden tot vergaande zeggenschap voor de Staat, terwijl institutionele beleggers en andere gewone aandeelhouders niet over bedoelde privileges kunnen beschikken en in hun rechtmatige zeggenschapsrechten worden aangetast. Het zal ABN AMRO minder aantrekkelijk maken voor institutionele beleggers.

De gekozen optie van de introductie van een stichting continuïteit die geëffectueerd wordt zodra de Staat minder dan een derde van de aandelen houdt, is minder bezwaarlijk. Deze beschermingsconstructie is niet ongebruikelijk bij Nederlandse beursvennootschappen en heeft als relatief voordeel ten opzichte van eerdergenoemde constructies dat de (beschermings)preferente aandelen alleen dan gehouden zullen worden door een onafhankelijke stichting wanneer de continuïteit van de vennootschap werkelijk in gevaar is (onder die omstandigheden kan de calloptie worden uitgeoefend). Onder alle andere, normalere omstandigheden zal er derhalve evenwicht bestaan tussen de zeggenschap van minderheidsaandeelhouders en het risicodragend kapitaal dat zij hebben geïnvesteerd ('one share, one vote'). Wij zouden er overigens geen bezwaar tegen hebben als de stichting al direct bij de beursgang effectief wordt gemaakt, zoals het bestuur van ABN AMRO voorstaat.³⁰ In theorie zou het namelijk kunnen gebeuren dat de Staat zijn resterend aandelenbelang tegen een bepaalde (hoge) prijs onder een openbaar bod aan een partij wil aanbieden, terwijl het openbaar bod volgens het bestuur van ABN AMRO niet in het belang van de onderneming en de andere stakeholders is, waaronder minderheidsaandeelhouders, bijvoorbeeld vanwege de governance- en andere niet-financiële aspecten van het betreffende bod.

Wij kunnen begrijpen dat de Staat zo lang de Staat een aanzienlijk belang heeft een doorslaggevende invloed wil hebben op de uitkomsten van de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering. Met de introductie van het vereiste van een gekwalificeerde (twee derde) meerderheid bij belangrijke besluiten, krijgt de Staat de facto een vetorecht zolang zijn belang niet minder bedraagt dan een derde van de stemmen.³¹ Wel vinden wij dat de belangen van minderheidsaandeelhouders goed moeten zijn beschermd tegen bepaalde wensen die de Staat als aandeelhouder zou kunnen hebben, maar die niet in het belang van de vennootschap en haar minderheidsaandeelhouders behoeven te zijn. Wij zouden daarom willen adviseren om voorstellen die op verzoek van de Staat op de agenda van een aandeelhoudersvergadering zijn geplaatst te onderwerpen aan zowel een stemvereiste van twee derde, als aan een quorumeis die hoger ligt dan het aandelenbelang dat op dat moment door de Staat

²⁸ P. 37 van het advies van NLF1

²⁹ Kamerstukken II, 2010/2011, 28165, nr. 127 en kamerstukken II, 2012/2013, 33 532, nr. 17.

³⁰ Bijlage bij het advies van NLF1, p. 74 e.v.

³¹ P. 17 van de kabinetsvisie.

wordt gehouden. Op die manier worden de belangen van minderheidsaandeelhouders beter geborgd, aangezien voor het nemen van dergelijke (aandeelhouders)besluiten, die (waarschijnlijk) niet worden gesteund door het bestuur en de raad van commissarissen van ABN AMRO, dan in ieder geval een (substantieel) deel van de minderheidsaandeelhouders benodigd is. Voorts dient, ook ter bescherming van de positie van de minderheidsaandeelhouders, best practice bepaling III.2.1 van de Nederlandse corporate governance code in de statuten te worden verankerd, namelijk dat de raad van commissarissen maximaal één niet-onafhankelijke commissaris mag bevatten.

Eumedion verwacht verder dat de Staat na de beursgang gedurende de periode dat de Staat nog aandelen houdt zich nadrukkelijk rekenschap geeft van de belangen van andere minderheidsaandeelhouders (overeenkomstig de maatstaven van redelijkheid en billijkheid) en bij voorkeur ook toepassing geeft aan de normen die voor institutionele beleggers gelden op basis van artikel 5:86 Wft en hoofdstuk IV van de Nederlandse corporate governance code ten aanzien van verantwoord aandeelhouderschap. Dit betekent onder meer dat de Staat transparant zal moeten zijn over zijn stembelid en stemgedrag ten aanzien van ABN AMRO. Dergelijke transparantie zal bijdragen aan het onderlinge vertrouwen tussen de Staat en andere aandeelhouders alsmede tussen de aandeelhouders en ABN AMRO.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers (wouter.kuijpers@eumedion.nl, tel. 070 20 40 302).

Met vriendelijke groet,



Rients Abma
Directeur Eumedion

Zuid Hollandlaan 7
2596 AL DEN HAAG