

Vertrouwelijk - bevat mogelijk voorwetenschap

De minister van Financiën

Lange Houtstraat 26
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.nlfi.nl

Datum 18 juni 2025

memo

Windowadvies ABN AMRO voor window 6 augustus -
15 oktober 2025

Nummer 2025/040

Aanleiding

Het derde dribble-out programma (DO3) ten behoeve van de verkoop van het belang in ABN AMRO zal naar verwachting in augustus 2025 afgerond zijn. Het volgende window (open periode, waarin NLFI een verkoopbesluit mag nemen, mits er bij de relevante partijen geen sprake is van koersgevoelige informatie) loopt van 6 augustus tot 15 oktober 2025.

Advies

NLFI verzoekt u ermee in te stemmen dat NLFI voorbereidingen treft voor een vierde dribble-out programma (DO4) dat in het volgende window zou kunnen aanvangen. De concrete, vertrouwelijke uitwerking van het dribble-out programma (zoals de omvang en de minimumprijs) wordt te zijner tijd met een 'T=nu'-advies ter formele instemming aan u voorgelegd. In de vertrouwelijke bijlage bij dit windowadvies worden de beoogde parameters uiteengezet.

Kernpunten

- Op dit moment loopt DO3 nog. Deze zal naar verwachting vóór 6 augustus 2025 afgerond zijn, maar geheel zeker is dit niet. Op 6 augustus publiceert ABN AMRO haar Q2-cijfers en start een nieuwe open periode die duurt tot 15 oktober 2025.
- NLFI heeft getoetst of op dit moment aan de drie afbouwcriteria is voldaan. Samengevat is de uitkomst dat een dribble-out programma (DO) in principe mogelijk is, omdat ABN AMRO nog altijd gereed is voor verdere afbouw, dat er voldoende vraag naar het certificaat in de markt is om een DO te kunnen doen en dat de financiële sector stabiel genoeg is. Dit wordt hieronder toegelicht.
- Indien het huidige beurskoersniveau van circa € 22,88 per certificaat¹ acceptabel voor u is om afbouw van het belang van ABN AMRO via een nieuwe DO voort te zetten tegen actuele beurskoersen tijdens de DO met een vertrouwelijke minimumprijs, en u voorts kunt instemmen met dit windowadvies, dan zal NLFI voorbereidingen treffen en op het geëigende moment een 'T=nu'-advies aan u uitbrengen gericht op een concrete DO4, mits dan nog steeds aan de drie criteria wordt voldaan en de marktomstandigheden niet in de weg staan aan een DO. In het 'T=nu'-advies worden enkele principiële en zwaarwegende besluiten aan u voorgelegd.
- Indien de omstandigheden na het uitbrengen van dit windowadvies, voorafgaand aan het uitbrengen van een 'T=nu'-advies, onverhoopt materieel verslechteren, zoals een sterke daling van de beurskoers, dan zal dat aanleiding zijn om te heroverwegen. NLFI zal u op dat moment daarover adviseren.
- Het starten van DO4, kort na afronding van DO3, en een eventuele door ABN AMRO aan te kondigen aandeleninkoopprogramma ('SBB'), aannemende dat NLFI op een dagelijkse basis meedoet aan die SBB om haar relatieve belang niet te laten stijgen, zou tot gevolg kunnen hebben dat NLFI (en de Staat der Nederlanden) alleen melding hoeft te doen bij de AFM van het

¹ Slotkoers op 17 juni 2025.

bereiken of onderschrijden van 30% van het door NLFI gehouden relatief kapitaalbelang en relatief stemrecht (zie nader onder 5). Zonder DO4 zal het door NLFI gehouden relatief kapitaalbelang en relatief stemrecht als gevolg van de inkoop van (certificaten van) aandelen door ABN AMRO eerst de 30% bereiken of onderschrijden (melding bij AFM) en vervolgens de 30% weer bereiken of overschrijden wanneer ABN AMRO de ingekochte aandelen intrekt (wederom een melding bij AFM).

1. Toets aan de afbouwcriteria

NLFI toetst voor de beoordeling van de vraag of een afbouwtransactie van een deel van het belang in ABN AMRO kan worden geadviseerd, aan de drie gebruikelijke criteria, samengevat: is de onderneming er klaar voor, is er vraag naar het certificaat in de markt (appetite) en is de financiële sector stabiel.

- *Gereedheid van ABN AMRO voor verdere afbouw.* ABN AMRO is sinds de beursgang van 2015 gereed voor verdere afbouw. Zoals NLFI al eerder heeft toegelicht: er is onder andere een professionele investor relations-afdeling en de bank gedraagt zich zoals verwacht kan worden van een beursgenoteerde onderneming. De afgelopen jaren werd de bank geconfronteerd met grote (macro-economische) ontwikkelingen en veel onzekerheden die impact hebben op de financiële markten. Dit heeft evenwel niet geleid tot beperkingen in de verkoopgereedheid van ABN AMRO.
- *Appetite in de markt voor (certificaten van) aandelen ABN AMRO.* Er is op dit moment voldoende vraag in de markt naar certificaten van aandelen ABN AMRO om in een DO dagelijks kleine hoeveelheden te verkopen. De afgelopen twee en nu lopende DO hebben dit ook aangetoond.
- *Financiële stabiliteit.* De stabiliteit van de financiële sector is vanuit het perspectief van NLFI thans voldoende voor afbouw. In het Overzicht Financiële Stabiliteit van 20 mei 2025 signaleert DNB dat de vooruitzichten voor de Nederlandse financiële stabiliteit zijn verslechterd als gevolg van geopolitieke spanningen en grote economische (beleids)onzekerheid. Vooral de onzekerheid rondom handel, internationale samenwerking en overheidsbegrotingen is de afgelopen maanden sterk toegenomen. Tegen deze achtergrond is Europese en internationale samenwerking eens te meer van cruciaal belang. DNB ziet dat Nederlandse financiële instellingen stevige buffers hebben om een onzekere toekomst het hoofd te bieden.² De recent gepubliceerde kwartaalcijfers van Europese banken waren goed en ook de beurskoersen hebben – gemiddeld genomen – een positieve trend laten zien.

2. Perspectief op de beurskoers

2.1. Verkoop tot op heden

Afbouw van het belang in ABN AMRO

- Bij de IPO op 20 november 2015 is ca 23% van het belang van NLFI in ABN AMRO verkocht voor € 17,75 per aandeel (ongeveer de boekwaarde op dat moment). Daarna zijn drie vervolgplaatsingen via ABB's uitgevoerd.
 - In de ABB op 16 november 2016 zijn 65 mln. (certificaten van) aandelen verkocht voor € 20,40 per aandeel.
 - In de ABB op 27 juni 2017 zijn 65 mln. (certificaten van) aandelen verkocht voor € 22,75 per aandeel.
 - In de ABB op 19 september 2017 zijn wederom 65 mln. (certificaten van) aandelen verkocht voor € 23,50 per aandeel.

² [Overzicht Financiële Stabiliteit - voorjaar 2025 | De Nederlandsche Bank](#)

- In juni 2022 en vervolgens in september 2024 is, na enkele adviezen van NLFI, een herziene afbouwstrategie voor ABN AMRO vastgesteld.

Fin. eco. belang van de staat
Financiële en economische belangen van de staat
- In de DO die liep van 10 februari 2023 tot en met 9 oktober 2023, is het belang van NLFI in ABN AMRO teruggebracht van 56,3 % naar 49,5% door de verkoop van certificaten tegen de actuele beurskoers gedurende die periode, met een gemiddelde opbrengst van € 14,41 per certificaat.
- In de DO die liep van 30 november 2023 tot en met 11 september, is het belang van NLFI in ABN AMRO teruggebracht van 49,5 % naar 40,5% door de verkoop van certificaten tegen de actuele beurskoers gedurende die periode, met een gemiddelde opbrengst van € 15,03 per certificaat.
- De nu lopende DO is gestart op 15 oktober 2024.

Fin. eco. belang van de staat
Financiële en economische belangen van de staat
Financiële en economische belangen van de staat

 Na afronding van DO3 kunnen de finale cijfers worden opgesteld.

Pro rata deelname in aandeleninkoopprogramma's

- NLFI heeft pro rata geparticipeerd in drie aandeleninkoopprogramma's (share buyback, SBB) om te voorkomen dat het relatieve belang van NLFI in ABN AMRO zou stijgen.
 - In het aandeleninkoopprogramma van ABN AMRO dat liep van 9 februari 2022 tot en met 11 mei 2022, heeft ABN AMRO certificaten van onder andere NLFI en aandelen van NLFI ingekocht met een gemiddelde prijs van € 11,77.
 - In het aandeleninkoopprogramma van ABN AMRO dat liep van 9 februari 2023 tot en met 11 april 2023, heeft ABN AMRO certificaten van onder andere NLFI en aandelen van NLFI ingekocht met een gemiddelde prijs van € 15,65.
 - In het aandeleninkoopprogramma van ABN AMRO dat liep van 15 februari 2024 tot en met 6 mei 2024, heeft ABN AMRO certificaten van onder andere NLFI en aandelen van NLFI ingekocht met een gemiddelde prijs van € 15,37.

2.2. Financiële kengetallen en actuele beurskoers

De meest recente gepubliceerde boekwaarde van ABN AMRO per aandeel op 31 maart 2025 is € 27,96. De verhouding van de actuele beurskoers ten opzichte van de boekwaarde is 0,82.⁴

- De in de bijlage gevoegde grafiek geeft de beurskoersontwikkeling sinds de IPO weer.
- De slotkoers van het (certificaat van het) aandeel op 17 juni was € 22,88.
- De gemiddelde target price afgegeven door equity-analisten bedraagt per medio mei 2025 (na publicatie van de Q1 cijfers): € 20,92.

3. Dribble-out (DO4)

NLFI adviseert een DO4 vergelijkbaar met de eerste drie DO's, met de volgende kenmerken:

- uitvoering door een door NLFI te benoemen manager (investment bank). Deze wordt benoemd na een selectieprocedure (die naar verwachting maximaal circa 2 weken in beslag neemt);
- verkoop van een kleine hoeveelheid certificaten per dag

Fin. eco. belang van de staat
Financiële en economische belangen van de staat
- dagelijkse verkoop tegen de actuele beurskoers;
- levering en betaling van de verkochte certificaten die dagelijks plaatsvindt;

Fin. eco. belang van de staat

⁴ Gerekend met de slotkoers op 17 juni 2025 van € 22,88.

- wekelijkse doorstorting van de verkoopopbrengst door de manager namens NLFI aan het ministerie van Financiën;
- een minimumprijs waaronder de manager geen certificaten verkoopt;
- de mogelijkheid dat DO4 wordt gepauzeerd, afgebroken of aangepast (mits er geen sprake is van voorwetenschap bij NLFI, ABN AMRO en/of FIN).

Een DO kent de volgende principiële en zwaarwegende beslissingen die voorafgaand en gedurende het proces aan de minister van Financiën worden voorgelegd:

- starten met de voorbereidingen voor een DO (middels dit advies); en
- een DO in gang zetten tegen de dan geldende beurskoers en de voorwaarden (hoeveelheid certificaten, minimumprijs) die daaraan verbonden zijn. Hierover zal NLFI een 'T=nu' advies uitbrengen.

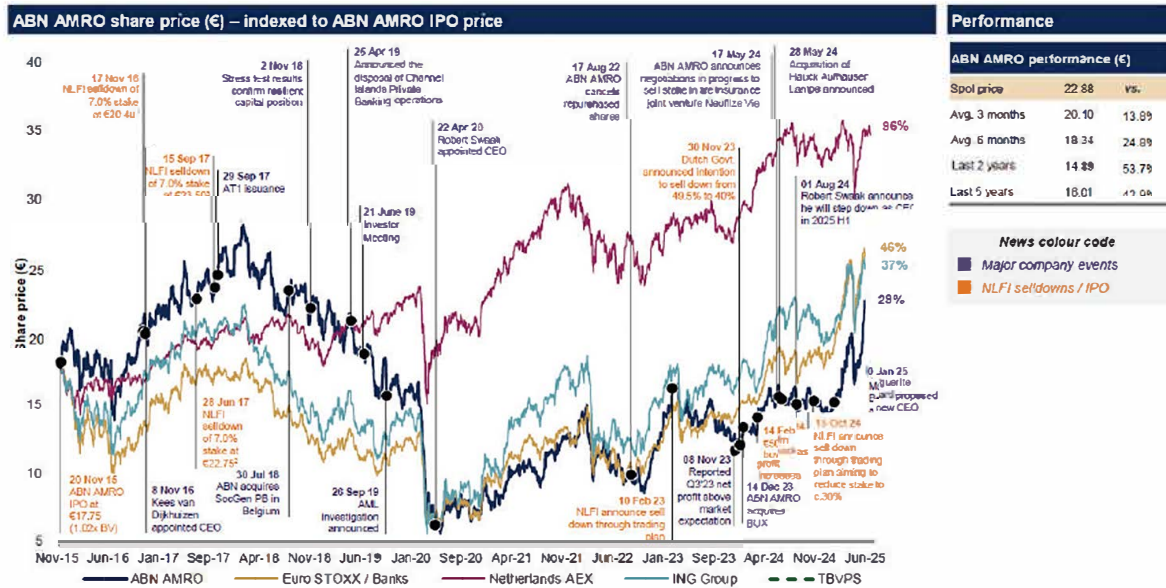
4. Tijdlijn

Een DO4 kan na uw instemming met dit windowadvies worden voorbereid. Na uw instemming met een 'T=nu'-advies zal een DO4 naar verwachting na 6 augustus a.s. kunnen starten, mits dit valt binnen een open periode (die eindigt op 15 oktober a.s.) en mits er bij de relevante partijen geen sprake is van koersgevoelige informatie.

5. Melding zeggenschap en kapitaalbelang bij de AFM

- Op grond van artikel 5:38 Wft dienen NLFI (en de Staat der Nederlanden) bij het bereiken, onderschrijden of overschrijden van een van de drempelwaardes (i.c. relevante drempel 30%) melding bij de AFM doen van (1) het absoluut en relatief kapitaalbelang in ABN AMRO en (2) het absoluut en relatief stemrecht dat kan worden uitgeoefend.
- Voor de melding van het relatief stemrecht geeft de AFM Leidraad voor aandeelhouders aan dat "hoewel op de door de uitgevende instelling zelf ingekochte aandelen geen stemrecht kan worden uitgeoefend, de daarop van toepassing zijnde stemmen wel meetellen voor de berekening van de noemer van de stemrechten".
- Wanneer NLFI op een dagelijkse basis meedoet aan een eventuele SBB zal het door NLFI gehouden relatief kapitaalbelang en relatief stemrecht gedurende de looptijd van de SBB dalen. Wanneer ABN AMRO vervolgens de door haar ingekochte (certificaten van) aandelen intrekt, stijgt het door NLFI gehouden relatief kapitaalbelang en relatief stemrecht.
- Door het starten van DO4 tegelijk met een eventuele SBB of kort daarna, kan (afhankelijk van het afbouwtempo) voorkomen worden dat het relatief kapitaalbelang en het relatief stemrecht van NLFI (en indirect de Staat der Nederlanden) na intrekking van ingekochte aandelen door ABN AMRO de 30% weer bereikt of overschrijdt.

Bijlage: beurskoersontwikkeling van het certificaat ABN AMRO



Source: Company, FactSet (17 June 2025)

Notes

1. The transaction was priced at €20.40 per share, a discount of 2.4% to the previous closing price of €20.90 and a 14.9% premium to the IPO price of €17.75
2. The transaction was priced at €22.75 per share, a discount of 2.1% to the previous closing price of €23.24 and a 28.2% premium to the IPO price of €17.75
3. The transaction was priced at €23.50 per share, a discount of 1.9% to the previous closing price of €20.90 and a 32.4% premium to the IPO price of €17.75