

discretie van het bestuur van de Rabobank”, zo is te lezen in het prospectus. Daarin wordt ook niet over een rente of een coupon gesproken, maar over distributie-vergoedingen. In maart 2020 besloot Rabobank, na een dringend verzoek van de Europese Centrale Bank, geen vergoeding uit te keren op de certificaten. Later werd wel een vergoeding in nieuwe certificaten voldaan.

Nu we een risicolabel aan een Rabobank-certificaat hebben gehangen, is een vergelijkend warenonderzoek mogelijk.

GEEN OPWAARTS POTENTIEEL

Als een certificaat eigenlijk een (mooi verpakt) aandeel is, waarom zou een belegger dan niet direct in beursgenoteerde banken, die vergelijkbaar zijn met de Rabobank, beleggen?

Twee zaken zullen opvallen voor wie Rabobank vergelijkt met beursgenoteerde collega's. Eén: over de gehele linie ligt het rendement op eigen vermogen – de winst gedeeld door het bufferkapitaal – van Europese banken hoger dan van Rabobank.

Twee: ondanks dat wat hogere rendement, noteren de aandelen van banken als ABN Amro (40 procent), ING (20 procent) en BNP Paribas (40 procent) substantieel onder de boekwaarde van het eigen vermogen.

Het (verwachte) rendement voor beleggers – dus de winst afgezet tegen de marktwaarde in plaats van de boekwaarde van het eigen vermogen – krijgt hierdoor een extra zetje.

En hier zit een saillant verschil tussen certificaten en aandelen. Hoeveel winst de Rabobank ook realiseert, de uitkering aan certificaathouders zal niet snel boven de beoogde 6,5 procent uitstijgen (tenzij de rente extreem stijgt, zie kader *Vier scenario's*). Een certificaathouder kan ook geen hogere uitkering afdwingen, omdat hij geen enkele zeggenschap heeft. Het bestuursmodel van de



Rabobank is complex, maar het komt erop neer dat het bestuur en de 2 miljoen leden de touwtjes in handen hebben. Het is een zogeheten coöperatieve bank.

Hoewel de financiële sector streng gereguleerd is, en de zeggenschapsrechten van aandeelhouders bij veel beursgenoteerde banken ook worden beknot, is de situatie daar wezenlijk anders. In theorie zijn aandeelhouders eigenaar van de bank en maken zij aanspraak op alle winsten, en die kunnen – mits de buffers voldoende zijn – worden uitgekeerd als dividend.

VEEL ROYALER

In een slecht scenario (onverhoopt faillissement) zijn certificaten dus gelijk aan aandelen, maar naar boven is de vergoeding in de huidige praktijk gemaximeerd op die 6,5 procent – wat bij een koers van circa 93 euro resulteert in een effectief rendement van bijna 7

DE
UITKERING OP
CERTIFICATEN
VAN
RABOBANK
ZAL NIET SNEL
BOVEN DE
6,5 PROCENT
UITSTIJGEN

procent. Het valt op dat de uitkeringen aan aandeelhouders (dividendrendement plus inkopen) bij veel Europese banken vorig jaar boven de 7 procent lagen. Zo bedroeg dit uitkeringspercentage voor ING, ABN en KBC meer dan 10 op de koersen van halverwege maart. Dit heeft ook te maken met de relatief lage waardering – de beurskoersen liggen ver onder boekwaarde.

Dat de uitkeringen van Europese banken veel royaler ogen dan die van de Rabobank, heeft er ook mee te maken dat zij bijna de hele winst uitkeren. Neem ABN Amro. De bank retourneerde vorig jaar circa 70 procent van de winst van 1,9 miljard euro aan beleggers via dividenden en inkopen.

Voor het perspectief: bij Rabobank was de betaling op certificaten nog geen kwart van de winst – circa 500 miljoen euro aan uitkeringen op een winst van 2,8 miljard euro. Valt de winst volgend