

Welgeteld 3,1 miljard euro. Zoveel vermogen hebben particuliere beleggers geïnvesteerd in Rabobank-certificaten. Dat blijkt uit recente data van De Nederlandsche Bank. Daarmee zijn de certificaten, die van oudsher verhandeld werden onder leden van de bank, maar inmiddels alweer tien jaar beursgenoteerd zijn, na Shell de grootste belegging van Nederlandse huishouders.

Het is veel meer geld dan in andere Nederlandse banken ABN Amro (593 miljoen euro) en ING (2,1 miljard euro) is belegd, maar ook flink meer dan beleggers hebben gestoken in verzekeraars als Aegon, NN en ASR.

De op het oog hoge (en ogenschijnlijk vaste) cashuitkering van 6,5 procent op de nominale waarde is ongetwijfeld een verklaring voor de populariteit van de certificaten. Door de recente koersdaling als gevolg van de problemen bij Silicon Valley Bank en Credit Suisse is het rendement in de tweede helft van maart zelfs iets verder opgelopen tot bijna 7 procent op jaarbasis (op de koers van 93 procent).

Maar rendement kan alleen in samenhang met de risico's worden beoordeeld. En dan rijst de vraag of het wel verstandig is dat zo veel particulier geld in één bank wordt belegd?

LABEL: HOOG-RISICO

Ze heten anders (certificaten) en de uitkering heeft iets weg van de coupon van een obligatie, maar vanuit risicoperspectief zijn certificaten het best vergelijkbaar met aandelen.

Er is sprake van een diep achtergesteld product. "Dit betekent dat certificaathouders bij een eventueel faillissement van de Rabobank als laatste worden uitbetaald, na alle schuldeisers", zo verduidelijkt Rabobank op de eigen website.

De uitkering van de certificaten is, net zoals dividend bij aandelen, ook "volledig ter

VIER SCENARIO'S WAAR CERTIFICAATHOUDERS REKENING MEE MOETEN HOUDEN

Het bankmodel is broos. De balanstotalen zijn al snel een factor twintig groter dan de buffers die banken aanhouden. Een beperkt verlies, bijvoorbeeld op obligaties die minder waard zijn geworden door hogere rente, kan de buffers flink aantasten. Een complicerende factor is bovendien dat alleen al de angst voor grote verliezen kan leiden tot liquiditeitsproblemen als klanten hun gelden weghalen. Ziehier het script voor de film die Silicon Valley Bank heet, naar de bank in Californië die begin maart gered moest worden nadat spaarders massaal vertrokken.

Een belegger in banken doet er goed aan om rekening te houden met meerdere – ook extreme – scenario's. We beschrijven er vier voor de certificaathouders van de Rabobank.

Scenario 1 SILICON VALLEY BANK

De bankrun bij de Silicon Valley Bank ontstond doordat klanten doorkregen dat de buffers veel lager waren dan uit de rapportages zou blijken. Verliezen bleven uit het zicht omdat obligaties tegen kostprijs in de boeken werden gezet, terwijl de marktwaarde door de hogere rente aanzienlijk was gedaald.

Bij Rabobank lijkt dit risico niet zo groot. De bank stalde overtollige liquiditeiten in de laatste jaren – net als de meeste Europese collega's – bij de Europese Centrale Bank (ECB). De hogere rente doet dus een stuk minder pijn. Integendeel: de vergoeding op de tegoeden die in Frankfurt werden aangehouden, nam

juist toe. De post met effecten bedroeg 16,5 miljard euro eind 2022 – nog geen 3 procent van het balanstotaal – en wordt op *fair value* (marktwaarde) gewaardeerd.

Scenario 2 ZWARTE ZWAAN

Het is altijd een andere externe schok die een bank in de problemen brengt. Denk aan de rommelhypotheken, een dodelijk virus of nu dus een rappe stijging van de rente. In dat opzicht is de balans van Rabobank niet optimaal gespreid. Driekwart van de uitstaande schulden van in totaal 432 miljard euro bestaat uit hypotheek en leningen aan de agrarische sector.

Rabobank is ook zeer gevoelig voor de Nederlandse huizenmarkt. Een scenario met een recessie, hoge werkloosheid en dalende huizenprijzen kan tot wanbetaling op hypotheek leiden, al is dat historisch gezien niet zo'n waarschijnlijk scenario. Ook is denkbaar dat externe druk en nieuwe wetgeving de verdien-capaciteit van boeren (intensieve veeteelt en zuivel) zal aantasten, waardoor moet worden afgeschreven op leningen.

Scenario 3 HOGERE RENTES DOEN PIJN

De uitkering aan certificaathouders is al jaren stabiel. Maar als de rente stijgt, kan de beoogde vergoeding oplopen omdat deze gekoppeld is aan de tienjaars staatsrente plus een opslag van 1,5 procentpunt. De 6,5 procent is een minimumuitkering. Bij een rente boven de 5 procent zal de vergoeding de 6,5 procent

overstijgen.

We zijn nog niet zo ver, en gelukkig maar. Want eigenlijk is de risico-opslag van 1,5 procent veel te laag voor het risicoprofiel van de certificaten. Coco's bieden nu bijvoorbeeld rendementen die al snel 4 tot 5 procentpunten boven de staatsrente liggen. De implicatie is dat in een scenario van (fors) hogere rentes de koers van certificaten zal moeten dalen om een marktconform rendement te kunnen bieden.

Scenario 4 RENTE DAALT FORS EN BELEGERS WORDEN UITGEKOCHT

Een ander scenario is dat de rente juist fors daalt. Dat maakt de certificaten (relatief) aantrekkelijk door de hoge beoogde vergoeding van 6,5 procent op de nominale waarde. De koers zal dan stijgen. In de nazomer van 2021, toen rentes extreem laag stonden, werden de certificaten verhandeld op 140 procent van de nominale waarde.

Dat lijkt aanlokkelijk, maar ook dit scenario heeft risico's. In het prospectus is beschreven dat Rabobank onder bepaalde voorwaarden, waaronder goedkeuring van de toezichthouder, alle certificaten tegelijk mag terugkopen tegen nominale waarde. In theorie zou de bank certificaathouders dus kunnen uitkopen, waardoor zij een flink verlies moeten incasseren. In de praktijk zal Rabobank uitkijken met de uitoefening van deze optie, omdat het de relatie met de kapitaalmarkt zou schaden. Daardoor zou de bank in de toekomst moeilijker aan kapitaal kunnen komen.