



RUPSJE-NOOIT-GENOEG OF TERECHT VERZOEK?

ABN Amro gaf de afgelopen jaren miljarden uit aan dividend en aandeleninkopen, maar beleggers lijken elke kwartaalcijferpresentatie om meer te vragen. Het uitkeringsverzoek valt goed te begrijpen. Dit heeft alles te maken met het (te) lage rendement op eigen vermogen (ROE). Het oordeel is hard, maar ABN Amro is het kapitaal van aandeelhouders niet waard. De bank behaalde vorig jaar een ROE van 12 procent, maar dat kwam met name door de buitengewoon gunstige rentecondities. Het kan dit rendementsniveau niet vasthouden, zo blijkt wel uit het feit dat nu wordt gestreefd naar een rentabiliteit van 9 tot 10 procent in 2026.

Nu rentes weer beginnen te dalen, valt veruit de belangrijkste winstgroeimotor (rentemarge) stil. De ruimte om commissie-inkomsten te verhogen, is beperkt. Onder tussen blijft ABN Amro worstelen met de kostenstructuur. Het doel de kosten te verlagen tot 4,7 miljard euro per jaar werd losgelaten (5,3 miljard euro in 2023). De bank moest de laatste jaren veel extra werknemers aantrekken om anti-witwassystemen op orde te krijgen. Dat is nu voorbij, maar de kosten blijven voorlopig hoog omdat de bank moet investeren in de IT-omgeving, duurzaamheid(rapportages) en data-analyse. ABN Amro streeft naar een efficiency-ratio (de kosten afgezet tegen de inkomsten) van 60 procent in 2026 (in 2023: 60,7 procent).

Analisten denken dat een ROE van 9-10 procent te hoog gegrepen is, en hebben een rendementsgetal van 8,4 procent voor 2026 in hun modellen staan (analistenconsensus Bloomberg). Dat is veel te laag voor een bank met het risicoprofiel van ABN Amro, zeker bij de hogere rentes van de afgelopen twee jaar. Analisten van Deutsche Bank rekenen bijvoorbeeld met een kostenvoet van eigen vermogen (*cost of equity*, COE) van 13 procent. Dat hoge percentage hangt samen met het faillissementsrisico en het feit dat politiek en toezichhouder de ruimte inperken om structureel hoge winsten te realiseren. Denk bijvoorbeeld aan de extra bankbelastingen.

De lage ROE is de reden dat ABN Amro's beurswaarde (13,5 miljard euro) ver onder de boekwaarde van het eigen vermogen (24,2 miljard euro) ligt. De koers-boekwaardeverhouding (k/b) bedraagt circa 55 procent. De kloof tussen de ROE en het rendement dat beleggers minimaal willen zien, rechtvaardigt de vraag waarom de bank niet meer kapitaal uitkeert.

De koers-boekwaardeverhouding van een bank is afhankelijk van het rendement op en de kosten van eigen vermogen, en de toekomstige winstgroei. De toekomstige winstgroei bestaat uit de ROE maal het deel (percentage) van de winst dat de bank herinvesteert. Voor de fijnproever kan de theoretische koers-boekwaarde worden benaderd met de volgende formule:

$$\frac{\text{beurswaarde}}{\text{boekwaarde EV}} = \frac{\text{ROE} - \text{groei}}{\text{COE} - \text{groei}}$$

Stel dat ABN Amro op de lange termijn een ROE weet te behalen van 8,4 procent (analistentaxatie), en de bank een COE heeft van 13 procent. Vervolgens gaan we ervan uit dat elk jaar 33 procent van de winst wordt geherinvesteerd in de bank (dit was het percentage in 2023). Dat zou – in theorie – tot een winstgroei moeten leiden van circa 2,8 procent per jaar in de toekomst (33 procent herinvesteringen x 8,4 procent ROE).

Bij deze aannames rolt een k/b uit de formule van 55 procent. Dat is nagenoeg precies gelijk aan de daadwerkelijke k/b. De markt – alle beleggers bij elkaar – lijkt dus in te prijzen dat groei geen waarde creëert bij ABN Amro zolang de ROE onder de COE ligt. Anders gesteld: de bank zou meer waard zijn als alle winsten zouden worden uitgekeerd aan aandeelhouders (dus herinvesteringspercentage = 0 procent). Om precies te zijn zou in dat theoretische scenario de k/b 10 procentpunt hoger uitvallen, op 65 procent.

	herinvesteren: 33%	herinvesteren: 0%	opmerking
ROE	8%	8%	taxatie analisten voor 2026
g	3%	0%	33% herinvesteringsratio x 8,4% ROE
COE	13%	13%	percentage waar analisten mee rekenen
k/b	55%	65%	

De casus ABN Amro laat zien dat winstgroei niet gelijkstaat aan waardecreatie als niet aan de rendementseis van aandeelhouders wordt voldaan. Nu gaat het wellicht te ver om te stellen dat de bank 100 procent van de winst moet uitkeren. Daardoor zou ABN Amro ook kwetsbaarder worden voor tegenvallers. Maar beleggers mogen wel verwachten dat de bank een indicatie geeft van het rendement op iedere euro winst die wordt ingehouden. Dat gebeurt nu niet.