

## Rabobank (leden)certificaten

### Investment case Jaap Koelewijn

De Rabobank verhoogt haar kapitaalbuffers door voor nominaal €1,5 miljard nieuwe certificaten Rabobank uit te geven. Niet geheel toevallig valt dit samen met een afschrijving van €700 miljoen op het belang van de Rabobank in Achmea. De uitgiftekoers van de certificaten komt een stuk lager te liggen dan door mij verwacht. Namelijk een uitgifteprijs van 108% tegen een slotkoers van voor de emissie van 115%. De certificaten geeft de Rabobank dus uit op een 6% lagere koers dan de koers voor de aankondiging. De prijs en de toewijzing heeft inmiddels plaatsgevonden. De afwikkel datum (betaling en levering) zal plaatsvinden op 24 januari. Zie het schema hieronder.

#### Aankoop

Juli 2014: **€109.79**

#### Verkoop

September 2018: **€118.22**

#### Gerealiseerd rendement:

**+35% (incl coupons)**



Vervelende voor de particuliere belegger in deze is dat er alleen bestens ingeschreven kon worden. Dit betekent dat er geen limiet kon worden meegegeven en je dus geen idee had of de koers interessant zou zijn. Op een koers van 108% wil ik de certificaten wel (tijdelijk) opnemen in mijn portefeuille. Vaak daalt een koers



initieel wel enigszins richting de uitgiftekoers. Ik ga dus proberen de certificaten nog op een interessante koers aan te kopen. Geen garantie dat het gaat lukken!

In het verleden heb ik de certificaten succesvol in portefeuille opgenomen. Nu komt er een nieuwe kans om de certificaten op een interessante koers op te nemen in mijn portefeuille. Nu eerst wat achtergrond over de certificaten en de werking ervan.

### **Wat is een Rabobank Certificaat?**

Een Rabobank Certificaat is het meest achtergesteld kapitaal van de Rabobank. Je zou het kunnen bestempelen als 'aandelen' Rabobank. In het extreme geval van een faillissement van Rabobank staat de certificaathouder als schuldeiser aan het einde van de rij.

### **Even opfrissen hoe werkt een obligatie / Rabobank certificaat?**

Een obligatie wordt uitgeven door overheden of bedrijven en is eigenlijk niets anders dan een lening. De koper van een obligatie verschaft dus feitelijk financiering aan de uitgevende partij en in ruil daarvoor ontvangt hij een rentevergoeding. De hoogte van deze vergoeding is primair van drie componenten afhankelijk:

1. de looptijd van de lening (normaliter, hoe langer, hoe hoger de rente);
2. de huidige marktrente;
3. de kredietwaardigheid van de uitgevende instelling

De rente die op een obligatie vergoed wordt noemen we de couponrente. Die is meestal vast. De koers van de obligatie zal echter bewegen indien de marktrente stijgt of daalt. Een standaard obligatie wordt uitgegeven op een koers van 100% (de koers noteert in procenten).

Stel dat de couponrente 5% is en de rente op een spaarrekening zakt van 3 naar 2 procent, dan is men bereid meer te betalen voor deze obligatie met die interessante couponrente. De koers zal dan oplopen. Uiteindelijk zal de koers weer 100 zijn wanneer de obligatie afgelost wordt (op einddatum). Kijk bij aankoop van een obligatie dus niet alleen naar de couponrente maar ook naar de koers. Aan de hand van de couponrente en de aankoopkoers kan het zogenaamde 'effectief rendement' berekend worden. Dit is de daadwerkelijke rentevergoeding op een obligatie. De certificaten van de Rabobank zijn niet een standaardobligatie. Het is een



eeuwigdurende lening die achtergesteld is ten opzichte van alle andere schuldeisers in het geval van een faillissement.

Belangrijk bij een obligatie zijn dus: looptijd, kredietwaardigheid, uitgifte koers (in procenten), couponrente, couponrendement, effectief rendement.

### Kenmerken Rabobank Ledencertificaten

Hoewel de Rabobank haar AAA-status verloor in 2011 is de bank nog altijd een kredietwaardige bank. Sinds 2011 daalt de kredietwaardigheid van de Rabobank gestaag. De regels voor banken zijn anders geworden sinds de financiële crisis. S&P hanteert momenteel een A+ rating en Moody's beoordeelt de Rabo met Aa2. Nog steeds een prima kredietwaardigheid volgens deze specialisten. De obligatie is een zogenaamde achtergestelde lening en kent daarmee een andere werking dan een reguliere obligatie, de potentiële rente is echter aantrekkelijk. Op de uitgiftekoers van 108% zijn de kenmerken als volgt:

- Looptijd: eeuwigdurend
- Couponrente: hoogste van 6,5% of het driemaands (rekenkundig) gemiddelde van het effectieve rendement op de meest recente 10-jarige Nederlandse staatslening plus 1,5%. Op dit moment dus 6,5% op een koers van 107%.
- Effectieve rendement op de uitgiftekoers  $6,5\%$  gedeeld door  $108\%$  =  $6\%$
- Uitbetaling rente per kwartaal
- Nominale waarde uitstaande certificaten circa €6 miljard + nieuw €1,5 miljard = €7,5 miljard.
- Uitgiftekoers 108%.
- Coupure €1000,- (bij 108% = €1080)

### Risico's

Uiteindelijk is het de vraag of de risico opslag voldoende is gezien de achtergestelde niet cumulatieve status van de lening

Op de website van de Rabobank noemt met de onderstaande voorname risico's

- het risico van koersfluctuaties
- het risico van moeilijk kopen en verkopen (liquiditeitsrisico)
- het risico dat vergoedingen niet worden uitbetaald



- het risico op verlies van inleg
- het risico van een belegging zonder einddatum

Dit zijn zeker risico's maar een op dit moment belangrijk risico voor mij benoemt men niet separaat. Het risico van een (eventueel) oplopende rente. Dit soort producten zijn namelijk uiterst gevoelig voor hogere rentestanden. Toen de rente nog een stuk hoger stond wilden beleggers zeker wel 7% effectieve rentevergoeding voor dusdanig achtergesteld kapitaal. Wat zou dit betekenen voor de koers van de Rabobank certificaten? Dan delen we de coupon van 6,5% door 7%. De koers ligt dan op circa 93% versus de uitgiftekoers van nu van 108%.

Om in deze nog even een oude koeien uit de sloot te halen. Ik herinner me nog goed dat ik in de jaren na het herstel van de kredietcrisis lang genoten heb van een perpetuele lening van ING met coupon 8% en begin 2009 zelfs een koers van 40%. De jaren erna handelde de lening tussen de 80% en 90%. Op een effectieve rentevergoeding van >8%. Beleggen in dit soort papier is dus zeker niet zonder risico.

Ook is het goed te beseffen dat er scenario's mogelijk zijn dat de Rabobank de vergoeding niet gaat uitbetalen. Niet aan de orde voor nu, maar goed om in het achterhoofd te houden voor de toekomst. Zie hieronder een samenvatting uit de brochure van de certificaten.

### Scenario 3

De Rabobank heeft onvoldoende vrij uitkeerbare reserves, voldoet niet langer aan de minimum gecombineerde buffervereisten of het wordt door een toezichthouder verboden om een vergoeding uit te keren

In dit scenario heeft de Rabobank geen of onvoldoende vrij uitkeerbare bestanddelen (reserves) of voldoet de Rabobank niet aan de minimum kapitaalvereisten gesteld door de toezichthouders (DNB/ECB). Of het is de Rabobank door de toezichthouders niet toegestaan een vergoeding uit te betalen. Informatie over de minimale kapitaalvereisten en vrij uitkeerbare reserves in relatie tot het kunnen uitkeren van vergoedingen kunt u vinden via [rabobank.nl/certificaten](http://rabobank.nl/certificaten).

Ook in andere situaties kan de raad van bestuur besluiten geen of een gedeeltelijke vergoeding uit te keren. Bij elk voorstel tot uitkering van een vergoeding wordt rekening gehouden met de relevante omstandigheden, waaronder kapitaal- en liquiditeitsvereisten en overige vereisten of beperkingen op grond van regelgeving, toekomstige baten, winsten, voor uitkering beschikbare middelen, financiële omstandigheden, groeimogelijkheden, de vooruitzichten voor de bedrijfsactiviteiten, levensvatbaarheid op de korte en lange termijn, algemene economische omstandigheden en alle overige omstandigheden die de raad van bestuur van belang of passend vindt.



## Conclusie

Met een effectieve rentevergoeding van 6% denk ik dat de risico's voldoende verdisconteerd zijn rond de uitgiftekoers. De Rabobank Certificaten bieden in verhouding tot het dividendrendement op ander banken (na de sterke stijging van de laatste tijd) een mooi aanvangsrendement. De koers beweegt sinds de introductie op de beurs tussen 104% en 117%. Rond de 108% denk ik dat het een interessante kans is voor de kortere termijn. De komende periode komt in ieder geval de coupon van 6,5% 'gewoon' binnen aangezien de bank niet van de ene op de andere dag failliet gaat. Ik neem de certificaten dus op in mijn portefeuille.

Met vriendelijke groet,

Albert Jellema

