

Investeren, consolideren of een coöperatie worden?

Sinds de hernieuwde beursnotering van ABN AMRO in 2015 is de prijs van het aandeel nauwelijks veranderd. Ook als het dividend wordt meegenomen, blijft het aandeel ver achter ten opzichte van de AEX én de Euro Stoxx Banks. Hoe kan dit doorbroken worden?

Door *Mahsun Dogan* en *Kiemthin Tjong Tjin Joe*, geschreven op persoonlijke titel

Zelfs nu de bank profiteert van een hogere kortetermijnrente, lijkt de aandelenprijs van ABN AMRO niet echt van de grond te komen. Aandelenkoersen kijken vooruit en zien blijkbaar weinig groeipotentie. Dat is ook op te maken uit de lage koerswinst en koersboekwaardeverhouding. Wat is er aan de hand en wat zijn de mogelijke strategieën om aantrekkelijker te worden?

‘Totdat een concretere samenwerking of overname aan de orde is, is het wellicht beter voor de aandeelhouder als ABN AMRO eigen aandelen inkoop.’



Waar het misging

Laten we het eerst hebben over waarom beursgenoteerde banken niet meer zo winstgevend zijn als een aantal decennia geleden.

Na de kredietcrisis in 2008 grepen de financiële autoriteiten in, waardoor banken hun verdienmodel moesten aanpassen. Dit hield onder andere in dat ze grotere kapitaalbuffers moesten aanhouden, waardoor er relatief minder kapitaal beschikbaar was om te investeren. Ook mocht er minder op eigen boek worden gehandeld. Daarnaast werden de banken door de financiële autoriteiten in Nederland gestimuleerd om te vertrekken uit het buitenland om een saaie en voorspelbare binnenlandse bank te worden. Voor ABN

AMRO waren de gevolgen nog ingrijpender, omdat ze in 2008 werd genationaliseerd en pas in 2015 weer naar de beurs werd gebracht.

Eenmaal op de beurs was de bank nog maar een schim van de hoogtijdagen vlak na 2000, toen het een van de grootste financiële instellingen ter wereld was. Na de hernieuwde beursgang in 2015 was het bedrijf weliswaar beter gekapitaliseerd, maar belangrijke winstgevende onderdelen, waaronder de dochterbedrijven in Zuid-Amerika, waren er niet meer. Door de hogere kapitaalbuffers was er verder minder kapitaal beschikbaar voor leningen. Deze gingen bovendien voornamelijk naar de Nederlandse markt, waar de afgelopen decennia een

lagerenteomgeving heerste en de bank dus relatief weinig rendeerde. Vandaag de dag is ze dus sterk verweven met de Nederlandse economie en met een vergrijzende bevolking worden de mogelijkheden om te groeien er niet beter op.

In tegenstelling tot de aandeelhouders, zijn de obligatiehouders wel tevreden. Het afgelopen decennium hebben zij profijt gehad van de herstructurering. Een beter gekapitaliseerde bank, die gedeeltelijk in handen van de overheid is en een saaiere en voorspelbaardere balans heeft, is goed nieuws voor obligatiehouders.

Welke strategieën kan de bank gebruiken om de status quo te veranderen? Hieronder noemen we er drie. De eerste twee zijn aandeelhoudersvriendelijk, terwijl de derde – hoewel radicaal – op de lange termijn potentie heeft voor andere stakeholders.

Strategie 1: Investeringsmogelijkheden zoeken in het buitenland

Grensoverschrijdende investeringen of overnames vormen een intuïtieve strategie om te groeien. Zo hebben de grotere Japanse banken de afgelopen decennia hun investeringsportefeuille en leningenboek steeds verder uitgebreid met buitenlandse investeringen. Deze strategie is voor de Japanse banken redelijk succesvol geweest.

Een andere mogelijkheid is het overnemen van een buitenlandse bank. Echter, bij een overname dienen

toezichthouders toestemming te geven. Bovendien is ABN AMRO met een beurswaarde van zo'n € 14 miljard een van de kleinere spelers in Europa, waardoor overnames over de grens niet opportuun zijn. Ze heeft zich daarom gericht op kleinere overnames in Nederland, zoals die van de online broker BUX in december 2023. Het zal bij deze strategie dus eerder om grensoverschrijdende investeringen gaan dan om overnames.

Strategie 2: Samengaan met andere banken

Consolidatie zorgt voor synergie-effecten en kostenbesparingen. Als een overname niet lukt, ligt een samenwerking met andere banken voor de hand. Daarbij is het waarschijnlijker dat ABN AMRO (koers-boekwaarde 0,6) een prooi is dan een jager. De Finse bank Nordea is bijvoorbeeld al vaker genoemd in discussies over samenwerking, maar is met een beurswaarde van circa € 39 miljard bijna drie keer zo groot en kan met een koers-boekwaarde van 1,3 wél makkelijker overnames met aandelen financieren. Begin 2024 werd Deutsche Bank genoemd in de media. Ook bij Deutsche Bank (koers-boekwaarde 0,5) zal het financieren met aandelen lastiger worden. Totdat een concretere samenwerking of overname aan de orde is, is het wellicht beter voor de aandeelhouder als ABN AMRO eigen aandelen inkoop.

Bij een overname wordt vaak een premie geboden op de huidige aandelenkoers, zodat er voor de aandeelhouders opwaarts koerspotentieel in zit.

Strategie 3: Een coöperatieve bank worden

Een coöperatieve bank worden lijkt een radicaal idee. De bank accepteert dan dat aandeelhouders niet meer voldoende beloofd kunnen worden en koopt ze uit. De rekeninghouders worden vervolgens eigenaar. De bank krijgt dan een maatschappelijke doelstelling in plaats van een winstdoelstelling. Op het moment van schrijven zal het uitkopen van de aandeelhouders tientallen miljarden kosten. Bij een coöperatieve bank gaat de volledige winst naar de stakeholders, zoals de klanten die een rekening hebben. De winst kan ook worden gebruikt om de service van de bank te verbeteren, bijvoorbeeld door investeringen in IT. Het lijkt een radicaal idee, maar is in Finland al in praktijk gebracht door OP, wat goed heeft uitgekapt. Winst wordt daar voor een groot deel weer terug geïnvesteerd in de bank om de service te verbeteren. Als je kijkt naar de succesvolste banken in Europa, zijn dat vaak coöperatieve banken, zoals Crédit Mutuel in Frankrijk en Rabobank in Nederland.

Er zijn berichten dat Rabobank haar coöperatieve karakter aan het verliezen is, omdat het steeds centraler wordt bestuurd. Ofschoon de aansturing van de coöperatie verandert, blijft het een coöperatieve bank, zoals ze zelf ook benadrukt heeft. De lokale commissarissen en de ledenraden houden ook in het nieuwe model invloed op de maatschappelijke doelstellingen van de bank. ■



Mahsun Dogan

Senior Portfoliomanager
Credit Investments,
PGB Pensioendiensten



Kiemthin Tjong Tjin Joe

Senior Investment Manager,
Stichting Nedlloyd
Pensioenfonds

IN HET KORT

In tien jaar tijd is het aandeel ABN AMRO nauwelijks gestegen.

Die status quo kan de bank doorbreken door in het buitenland te investeren, samen te gaan met of overgenomen te worden door een andere bank of een coöperatieve bank te worden.

Alle drie de scenario's zijn plausibel en met succes door andere banken gebruikt.