

“De rol van aandelen binnen de coöperatieve Rabobank”

door prof.dr.ir. Bert Bruggink

1. Inleiding

Rabobank Nederland wordt in het spraakgebruik wel een “topcoöperatie op aandelen” genoemd. Topcoöperatie omdat haar leden, de lokale Rabobanken, op zich ook weer coöperaties zijn. Op aandelen, omdat haar leden ook aandeelhouders zijn. Een en ander is al het geval vanaf het begin van haar bestaan, meegerekend haar rechtsvoorgangers Boerenleenbank en Raiffeisenbank.

Op het eerste gezicht wordt de combinatie van coöperatie en aandelen wel als een contradictio in terminis gezien. Bij de coöperatie is de winst immers niet meer maar ook niet minder dan voorwaarde om op continuïteitsbasis waarde te kunnen creëren ten behoeve van de leden. In een aandeelhoudersrelatie staat in de regel het maximaliseren van winst of aandeelhouderswaarde voorop, vaak ook nog binnen zo’n kort mogelijke termijn. De coöperatie past bij uitstek in het “Rijnlandse model”, aandelen hebben veeleer een Anglo Saksische achtergrond.

Het ligt dan ook voor de hand dat aandelen in een coöperatie een specifieke rol vervullen. Deze bijdrage beoogt die rol nader te verhelderen. Daartoe is des te meer aanleiding nu in het kader van de kortgeleden overeengekomen Herziening Interne Financiële Verhoudingen binnen de Rabobank Groep de rol van aandelen nieuw leven is ingeblazen en ze een duidelijk prominentere plaats innemen dan voorheen.

Deze bijdrage is als volgt opgebouwd. Allereerst wordt het historisch perspectief geschilderd. Vervolgens wordt ingegaan op de juridische aspecten van aandelen in een coöperatie als de Rabobank. Daarbij wordt met name de samenhang met het lidmaatschap van de coöperatie belicht.

Tenslotte komen de financieel-economische aspecten van de aandeelhoudersrelatie aan de orde.

Ten einde mogelijke misverstanden uit te sluiten: de aandelenverhouding betreft de interne relaties binnen de Rabobank Groep. De Rabobank Groep als geheel kent geen aandelen, de aandelenrelatie tussen lokale banken en Rabobank Nederland valt weg in de consolidatie.

2. Het historisch perspectief

In de loop van de tijd wijzigden de maatstaven op basis waarvan lokale banken werden geacht in Rabobank Nederland te participeren. Analoog daaraan wijzigde ook de rol die aan de aandelen werd toegekend. Op dit vlak zijn per eind 2007 tussen lokale banken en Rabobank Nederland fundamentele wijzigingen overeengekomen.

In deze notitie wordt eerst kort de historie van de aandelenverhouding lokale banken – centrale beschreven, alsmede de achterliggende motieven.

Daartoe worden verschillende perioden onderscheiden:

- vanaf 1898 (de oprichting van de bank) tot de fusie in 1972
- van 1972 – 1994
- van 1994 – 2007
- vanaf 2008

2.1 Van 1898 - 1972

In de eerste statuten (1898) van de *Coöperatieve Centrale Raiffeisenbank* stond dat ieder lid (zijnde een lokale Raiffeisenbank) ten minste één aandeel in het kapitaal van de Centrale Bank moest nemen. De aandelen waren f 500 groot, 10 procent moest direct worden gestort.

In 1903 werd de *bepaalde aansprakelijkheid* aanvaard. De leden zouden voortaan aansprakelijk zijn naar verhouding van het aantal aandelen in het kapitaal van de Centrale Bank. Ieders aansprakelijkheid zou zich evenwel niet verder uitstrekken dan tot een bedrag van f 2.000,- voor elk aandeel boven het bedrag van het aandeel zelf. Ieder lid moest ten minste één aandeel en mocht ten hoogste tien aandelen bezitten. Op de aandelen van f 500 moest f 50 worden gestort voor het eerste aandeel en f 10 voor het volgende aandeel. De aangesloten banken mochten ten hoogste voor viermaal het bedrag van hun aansprakelijkheid bij de Centrale Bank in het krijt staan. Een bank kon dus voor elk aandeel f 8.000 krediet van de Centrale Bank krijgen.

In 1912 werd dat maximum f 10.000.

In 1940 werd geconcludeerd dat de kredietverlening door de Centrale Bank een ongeschikte grondslag voor het aandelenbezit was geworden. De grootte van de bank bepaalde in welke mate zij van de diensten van de Centrale Bank profiteerde en werd daarmee de grondslag voor de verdeling van het aandelenbezit; voor elke f 100.000 van het vijfjarig gemiddelde van het balanstotaal moest het lid één aandeel nemen. Bovendien moesten de leden die krediet genoten, voor elke f 20.000 krediet er nog een aandeel bijnemen.

In 1957 werd (met het oog op de gestegen omvang van de Centrale Bank en

de solvabiliteitsbewaking door de toezichthouder de Nederlandsche Bank besloten tot verdubbeling (één aandeel per f 50.000 balanstotaal) en volstorting van het aandelenkapitaal.

Volgens de eerste statuten van de *Coöperatieve Centrale Boerenleenbank* waren de aangesloten boerenleenbanken slechts verplicht tot het nemen van één aandeel van f 1.000 waarvan dan nog slechts één procent hoefde te worden gestort. Na de wijzigingen in de statuten in 1914 zouden de aangesloten banken voortaan drie aandelen van f 1.000 nemen en daarop 10 procent storten. Per 1922 werd besloten aan elk aandeel van f 1.000 een aansprakelijkheid van eveneens f 1.000 te verbinden. Bovendien werden de plaatselijke banken verplicht voor iedere kredietverlening door de Centrale Bank aan een Boerenleenbank van f 20.000 één extra aandeel van f 1.000 (met de daaraan verbonden aansprakelijkheid) te nemen. Uiteindelijk werden ook bij de CRB de lokale banken verplicht evenveel aandelen te nemen als haar balanstotaal veelvoudens uitmaakte van f 50.000.

2.2 Van 1972-1994

Bij de fusie in 1972 tot de *Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank (Rabobank)* werd besloten tot de verplichting voor lokale banken om voor elke f 100.000 van het balanstotaal een aandeel te nemen (en vol te storten). Over deze aandelen werd standaard een dividend van 8% vergoed. Die verplichting tot het nemen van aandelen analoog aan de groei van het balanstotaal is in 1994 opgeheven. Het aandelenkapitaal was inmiddels gegroeid tot f 1.400 (€ 638) miljoen.

2.3 Van 1994-2007

In deze periode was sprake van een bevroren aandelenkapitaal, dat daarmee in procenten van het balanstotaal geleidelijk terugliep van 1% tot circa 0,3%. Er werd geen dividend over deze aandelen vergoed.

2.4 Vanaf 2008

Bij de per eind 2007 geaccordeerde herziening van de Interne Financiële Verhoudingen is overeengekomen de aandelenverhoudingen tussen aangesloten banken en Rabobank Nederland weer te reactiveren. Waar in het verleden (van 1972 – 1994) de groei in de omvang van het aandelenkapitaal de resultante was van de groei van het balanstotaal van lokale banken, wordt vanaf 2008 eerst een wenselijke omvang van het aandelenkapitaal vastgesteld, waarna via een verdeelsleutel de allocatie over de lokale banken plaatsvindt.

De verdeelsleutel bepaalt de aandelenverhouding tussen lokale banken, waarbij een derde wordt bepaald door het balanstotaal, een derde door het vermogen en een derde door het commercieel resultaat. Deze verdeelsleutel wordt iedere 3 jaar geactualiseerd op basis van het gemiddelde over de daaraan voorafgaande drie jaren. De eerste vaststelling vindt plaats over de jaren 2005 – 2007 ten behoeve van de nieuwe verdeling per medio 2008.

Het beoogde schema voor uitbreiding van het aandelenkapitaal is:

- medio 2008: € 2 miljard (een ophoging met € 1,36 miljard);
- medio 2009: € 4 miljard;
- medio 2010: € 6 miljard.

Voor de jaren daarna ware een geleidelijke groei van het aandelenkapitaal af te spreken, afhankelijk van de relatieve vermogensbehoefte van Rabobank Nederland.

Over de aandelen wordt een dividend vergoed, gebaseerd op de 10-jars swaprente plus 4%.

2.5 Motieven

Zoals uit het voorgaande historische schets blijkt, hebben de aandelen van lokale banken in de centrale vanouds de rol gehad van vehikel voor aansprakelijkheid voor de centrale. Sinds de totstandkoming van de kruislingse garantieregeling¹ (KGR) in 1980 is die rol van aandelen vervallen. Ook statutair wordt deze functie niet meer aan aandelen toegekend².

Welke rol kon er daarna nog aan aandelen worden toegekend? In formele zin was dat maar zeer beperkt, zoals ook uit de volgende paragraaf (het juridische kader) moge blijken. In de praktijk werden de aandelen gezien als een materiële uitdrukking van de betrokkenheid van lokale banken bij Rabobank Nederland c.q. de eigendom van lokale banken van Rabobank Nederland. Maar het leefde niet echt. Dit was des te meer het geval na 1994, toen de verhoudingen werden bevroren en het dividend werd afgeschaft. Dat gebeurde in het kader van de toenmalige bijstelling van de Interne Financiële Verhoudingen. Essentieel daarbij was het uitgangspunt dat Rabobank

¹ De Kruislingse Garantieregeling binnen de Rabobank Groep impliceert dat de bancaire onderdelen van de groep ieder met hun vermogen voor elkaar garant staan.

² Thans is de (beperkte) aansprakelijkheid van de lokale banken voor Rabobank Nederland statutair gebaseerd op de regel dat de leden van de Rabobank Nederland voor ten hoogste 3% van hun balanstotaal garant staan. Deze statutaire bepaling wordt echter weer "overvleugeld" door de kruislingse garantieregeling, op grond waarvan lokale banken volledig garant staan.

Nederland qua liquiditeit en solvabiliteit inmiddels op eigen benen kon staan. Zodra dat voor de rentabiliteit ook het geval zou zijn, is toen hervatting van de dividenduitkeringen in het vooruitzicht gesteld.

Ondertussen werden aandelen op de lokale balans die niet renderden eerder als een last dan als een lust ervaren. Banken die te maken kregen met een terugloop van het balanstotaal (met name in de grensstreek) werden met het oog daarop zelfs in het vooruitzicht gesteld dat Rabobank Nederland binnen bepaalde kaders desgewenst een deel van hun aandelenbezit zou terugkopen.

Bij de herzieningen per eind 2007 werden de volgende drie rollen voor de aandelenverhoudingen onderscheiden:

1. Ze geven het *relatieve economische belang* weer van lokale banken ten opzichte van elkaar. Met het oog daarop is de wijze van verdeling van aandelen tussen lokale banken aangepast (en in het verlengde daarvan van de stemverhoudingen);
2. Ze zijn een vehikel voor *de weergave van het financiële belang van lokale banken* in Rabobank Nederland. Op grond daarvan is besloten voortaan de actuele vermogenswaarde van de aandelen bij de lokale jaarrekening toe te lichten. Daarmee wordt een gezamenlijke verantwoordelijkheid van lokale banken voor Rabobank Nederland c.q. de eigendom van lokale banken van Rabobank Nederland geaccentueerd;
3. Ze zijn een vehikel voor *de creatie van evenwichtigere solvabiliteitsverhoudingen* binnen de groep. Met het oog daarop is besloten om, in het licht van nieuwe solvabiliteitsbepalingen (Bazel II) en het Strategisch Kader, het huidige belang van de lokale banken in Rabobank Nederland substantieel te verhogen tot € 6 miljard in 2010.

Een en ander impliceert voor een belangrijk deel een hernieuwde functie van aandelen. Bij de eerste onderscheiden rol kan worden aangetekend dat zeker na de bevrozing van de aandelenverhoudingen in 1994 het relatieve aandelenbezit nauwelijks onderscheidend was. Banken kenden immers nadien sterk verschillende groeitempi. Sterk gegroeide banken hielden per saldo relatief weinig aandelen en banken die een matige groei kenden of zelfs gekrompen waren (grensbanken) waren relatieve grootaandeelhouders. De nieuwe verdeelsleutel zet de verhoudingen tussen lokale banken weer in het juiste perspectief, wat nog eens extra betekenis krijgt doordat is besloten de stemverhoudingen langs dezelfde maatlat te leggen.

De tweede rol geeft nog eens weer wat “informeel” al zo werd beleefd: aandelen als een materiële uitdrukking van de betrokkenheid van lokale banken bij Rabobank Nederland c.q. de eigendom van lokale banken van

Rabobank Nederland. Dat krijgt nu meer accent door het voornemen om de actuele vermogenswaarde van de aandelen bij de lokale jaarrekening voortaan toe te lichten.

De derde rol is nieuw. Eerder werd signaleerd dat bij de herziening van de verhoudingen per 1994 de conclusie is getrokken dat Rabobank Nederland qua solvabiliteit op eigen benen kon staan. Sindsdien is Rabobank Nederland sterk uitgebreid en werden omvangrijke bedragen aan bij acquisities betaalde goodwill van de reserves afgeboekt.

In het Bazel II tijdperk (dat volledig van toepassing is per 2010) zal er anderszins sprake zijn van forse vermogensoverschotten bij lokale banken.

Lokale banken hebben dan bijna drie maal zoveel vermogen als minimaal is vereist. Dit komt omdat de solvabiliteitseis op de lokale bancaire uitzettingen onder Bazel II ongeveer de helft bedraagt van dezelfde eis onder Bazel I. De nieuwe solvabiliteitsregels houden veel beter rekening met het feitelijke risicoprofiel van de uitzettingen.

Gelet op de kruislingse garantieregeling is het niet van primair belang waar het vermogen van de groep zich bevindt. Maar toch is er sprake van ongemak. Zeker waar steeds meer sprake is van solotoezicht op onderdelen van Rabobank Nederland, wat erop neerkomt dat ondanks de geconsolideerde toetsing door DNB ook (buitenlandse) onderdelen van de bank aan de specifieke solvabiliteitstoetsing van buitenlandse toezichhouders worden onderworpen. Bovendien is er geleidelijk meer (externe) belangstelling voor de jaarrekening van Rabobank Nederland.

Uitgaande van de onderscheiden verantwoordelijkheden van lokale banken en Rabobank Nederland en de eerder geformuleerde functie van aandelen binnen de organisatie is vergroting van het aandelenbezit van lokale banken in Rabobank Nederland een logische stap. Bedacht moet worden dat (gegeven de geconsolideerde solvabiliteitstoetsing) in de Bazel II omgeving Rabobank Nederland in hoge mate gebruik zal maken van het vermogen(overschot) van lokale banken. In het Bazel I tijdperk was dat overigens niet anders. Dan verdient het de voorkeur om datgene wat impliciet gebeurt, te expliciteren door daadwerkelijke verschaffing van vermogen door lokale banken aan Rabobank Nederland. Het bevordert de transparantie binnen de groep en de beleving van de legitimiteit van het economisch handelen van Rabobank Nederland als er sprake is van voldoende vermogen bij deze entiteit.

3. Het juridische perspectief

Coöperaties zijn er in allerlei soorten en maten. Maar een gemeenschappelijk kenmerk van coöperaties is dat ze leden hebben en dat haar doelstelling in de regel het bevorderen van de belangen van haar leden is. Dat zijn overwegend economisch gekwalificeerde belangen.

Op basis van de wet behoeft een coöperatie (om juridisch te kunnen kwalificeren als coöperatie) geen aandelen/aandelenkapitaal te hebben³. Het coöperatierecht in Nederland is echter uiterst flexibel en laat ruimte om in de statuten velerlei regelingen op te nemen die de interne verhoudingen tussen de leden onderling en tussen coöperatie en leden regelen. Rabobank Nederland maakt van die flexibiliteit onder andere gebruik door in haar statuten aandelen te introduceren. Het nemen van aandelen is geen verplichting of voorwaarde die verbonden is aan het lid worden maar een verplichting die voortvloeit uit het lidmaatschap. Het nemen van aandelen is een lidmaatschapsverplichting.

Derhalve is van belang dat aan het hebben van aandelen in de topcoöperatie Rabobank Nederland geen recht (behoudens het verkrijgen van dividend) of verplichting is verbonden. Rechten en plichten in de coöperatie zijn verbonden aan het lidmaatschap.

Een en ander neemt niet weg dat in de nieuwe verhoudingen, waarin het totaal aan aandelen in Rabobank Nederland sterk groeit en een substantieel deel van het vermogen van Rabobank Nederland zal uitmaken, de “aandeelhoudersrelatie” alleen al gevoelsmatig aan belang zal winnen. Uit hoofde van hun lidmaatschap hebben lokale banken diverse bevoegdheden, die neerkomen op het meespreken, adviseren en op onderdelen instemmen met voornemens rond de ontwikkeling van Rabobank Nederland. Deze bevoegdheden krijgen des te meer inhoud, nu aan het lidmaatschap de verplichting is gekoppeld om voor aanmerkelijke bedragen bij te dragen aan het vermogen van Rabobank Nederland.

Mede in dit licht is het passend dat de stemverhoudingen tussen de leden van Rabobank Nederland in de nieuwe regelgeving vanaf 2008 langs dezelfde maatstaven worden bepaald als de aandeelhoudersverhoudingen. Bij deze keuze voor de stemverhoudingen is overwogen dat de coöperatie Rabobank zowel lokaal als centraal een economische doelorganisatie is. Dan is het ook

3 Dit is bijvoorbeeld anders in ons omringende landen zoals België waar het om lid te kunnen worden noodzakelijk is dat het lid door de coöperatie uitgegeven aandelen neemt.

Deze structuur is ook opgenomen in de nieuwe rechtsvorm Europese Coöperatie, die naast de nationaal vastgestelde coöperatievormen bestaat.

passend om economische verhoudingen als maatstaf te nemen voor de stemverhoudingen.

Geconcludeerd kan worden dat in de coöperatie Rabobank Nederland primair het lidmaatschap uitgangspunt is voor de onderlinge verhoudingen en daaraan verbonden rechten en plichten. Een van de plichten is het nemen van aandelen. De stemverhoudingen tussen de leden lopen gelijk op met de aandeelhoudersverhoudingen. Daarmee zijn de aandelen en hun onderlinge verhoudingen de materiële uitdrukking van de verhouding die de leden hebben met hun topcoöperatie Rabobank Nederland.

Het voorgaande maakt ook duidelijk dat het aandeel in Rabobank Nederland bepaald andere karakteristieken heeft dan het aandeel in een Naamloze Vennootschap. We noemen twee opvallende verschillen. Aan aandelen in een N.V. is in de regel stemrecht verbonden. Het stemrecht binnen Rabobank Nederland is geheel gekoppeld aan het lidmaatschap. Waar in een N.V. het stemrecht is afgeleid van het aandelenbezit, is dat binnen Rabobank Nederland precies andersom: immers het aandelenbezit is afgeleid van het stemrecht! Voorts is van belang dat aandelen in de regel een van de nominale waarde afwijkende marktwaarde hebben, welke wordt bepaald door vraag en aanbod op de aandelenmarkt, waarbij in theorie alle informatie over het onderliggende bedrijf in de koersvorming is verwerkt. Het aandeel in Rabobank Nederland kan niet verhandeld worden.

4. Het financieel-economische perspectief

In het slot van de voorgaande paragraaf is al verduidelijkt dat aan een aandeel binnen de coöperatie niet dezelfde karakteristieken kan worden toegekend als aan de meer gebruikelijke aandelen die op de beurs worden verhandeld. In deze paragraaf wordt dat vanuit financieel-economisch perspectief verder uitgewerkt.

Daarbij is primair aan de orde hoe de eigendomsrelatie tussen lokale banken en Rabobank Nederland tot uitdrukking komt in een mogelijke claim van lokale banken op de reserves van Rabobank Nederland. Betoogd wordt (ad 4.1) dat deze reserves zich "in de dode hand" bevinden. Vervolgens wordt ingegaan op de vraag welke functie een mogelijke waardering tegen intrinsieke- of vermogenswaarde mede in dat kader kan hebben (4.2). Daarna wordt, na een verkenning van de alternatieven, betoogd dat de verrekening van aandelen bij zich wijzigende verhoudingen tussen lokale banken altijd tegen nominale waarde dient te geschieden (4.3).

4.1 In de dode hand

De statuten van Rabobank Nederland geven aan (artikel 70) dat haar reserves gedurende het bestaan van Rabobank Nederland noch geheel noch gedeeltelijk tussen de leden mogen worden verdeeld. Dat is naar analogie wat in de statuten van lokale banken is bepaald (en voorwaarde is voor hun mogelijkheid lid te zijn van Rabobank Nederland): ook de lokale reserves komen niet voor herverdeling onder de leden in aanmerking.

In het volstrekt theoretische geval dat Rabobank Nederland zou worden ontbonden zou haar vermogen ten goede komen aan haar leden, de lokale banken. Maar als vervolgens de lokale banken met hun activiteiten stoppen, komt hun vermogen ten goede aan doeleinden van plaatselijk of algemeen belang.

Per saldo kan worden geconcludeerd dat niet alleen de reserves van lokale banken, maar ook die van Rabobank Nederland zich “in de dode hand” bevinden. Niemand kan er uiteindelijk aanspraak op maken. De Rabobank Groep is van niemand. De bank is eigenaresse van zichzelf.

4.2 De waardering van de aandelen

De vermogenswaarde van de aandelen wordt mede bepaald door de omvang van de reserves van Rabobank Nederland. In deze optiek zijn de aandelen van lokale banken in Rabobank Nederland groeiaandelen, ze reflecteren de ontwikkeling van de winstgevendheid van Rabobank Nederland en vormen aldus ook een maatstaf voor de

economische beoordeling van Rabobank Nederland door lokale banken.

Het eigenaarschap⁴ en de betrokkenheid van lokale banken krijgen vanuit deze benadering des te meer accent.

Vanuit die optiek is overwogen of het aanbeveling verdient de aandelen ook in de lokale jaarrekeningen tegen vermogens- of intrinsieke waarde te waarderen, waarbij de groei van de vermogenswaarde in de lokale Winst en Verliesrekeningen zou worden verantwoord. Accountingtechnisch is deze wijze van verantwoording binnen de lokale jaarrekening echter niet toegestaan, omdat niet kan worden waargemaakt dat een individuele lokale bank een overwegende invloed uitoefent op Rabobank Nederland. Overigens is er

4 *Waar in deze notitie de term eigenaar wordt gehanteerd bij de relatie lokale banken versus Rabobank Nederland, dient te worden aangetekend dat dit formeel juridisch niet juist is. Banken zijn immers niet gerechtigd tot het vermogen van Rabobank Nederland. De term eigenaar duidt in de context van deze bijdrage vooral op de specifieke positie van leden, die hun eigen centrale hebben opgericht, die vanuit de optiek dan ook “van hen” is.*

ook in praktische zin het nodige tegen in te brengen. Het zou gegeven de ermee gemoeide bedragen nogal wat uitlegkunde vergen jegens de lokale leden van de bank. Immers de bank zou alsdan een vermogensgroei (via de herwaarderingsreserve) op haar balans krijgen, waar ze geen directe beschikingsmacht over heeft. Daar komt ook nog bij dat het resultaat uit de deelneming Rabobank Nederland al via het dividend zichtbaar wordt. Per saldo is besloten de intrinsieke waarde van de aandelen in de toelichting van de balans te noemen. Gegeven hetgeen in het voorgaande is betoogd moge duidelijk zijn dat dit puur ter informatie is: er kunnen geen financiële rechten aan worden ontleend.

4.3 Verrekening tegen nominale waarde

De voorziene uitbreiding van het (nominale) aandelenkapitaal tot € 6 miljard in 2010 zal ertoe leiden dat er bij de afgesproken verdeelsleutel nauwelijks sprake kan zijn van banken die in aantallen aandelen achteruit gaan. Voorzover dat aanvankelijk wel het geval zou zijn, is er een hardheidsclausule die dit tegengaat.

De vraag komt echter op wat er gebeurt als de aandelenhoeveelheid niet meer toeneemt en er op grond van de veranderde verdeelsleutel een herverdeling van de aandelen plaatsvindt; een deel van de banken levert in, een ander deel koopt bij. Theoretisch en met een blik op het gebruikelijke type aandelen in de kapitalistische context zou kunnen worden betoogd dat de verkoper de prijs inclusief de aangegroeide vermogenswaarde dient te ontvangen en de koper boven de nominale waarde ook deze aangroei dient te betalen. Maar alsdan zou er de facto sprake zijn van een herverdeling van de reserves, wat statutair niet mogelijk is. Het is ook in strijd met de grondgedachte van een vermogen dat in de dode hand is en waarop dus geen aanspraak kan worden gemaakt, ook niet bij het weer inleveren van het aandeel. Aldus doorredenerend kan nog de gedachte opkomen naar een interne markt, waarbij de genoemde verrekening buiten de (immers niet voor herverdeling in aanmerking komende) reserves van Rabobank Nederland omgaat. In zo'n interne markt zou de prijs van de aandelen van te voren bepaald kunnen worden op de actuele vermogenswaarde. Alsdan ontstaat de situatie dat banken die in relatief belang teruglopen een deel van hun aandelen inleveren en daarmee de vermogenswaarde incasseren. Hun winst (en daarmee ook hun vermogen) wordt navenant hoger. Het hogere vermogen, als onderdeel van de verdeelsleutel, helpt weer mee om per saldo een groter deel van de aandelen te claimen. Bij banken die verplicht zijn extra aandelen te nemen werkt het precies andersom. Aldus ontstaat een interne verreke-

ningscarrousel, die op enig moment weer tot evenwicht komt.

Het grootste bezwaar tegen zulk een verrekening zijn de perverse incentives die eruit voortkomen. Banken die in relatief belang teruglopen, zouden gaan cashen en zien hun resultaat oplopen. Banken die op grond van hun inspanningen in relatief belang zijn gegroeid, worden gestraft omdat zij voor de teruglopende banken moeten betalen.

De problemen die aldus opdoemen bij de voorgaande theoretisch uitgewerkte verrekeningswijze hangen wederom samen met de idee dat een (intern) aandeel in een coöperatie vergelijkbaar zou met een verhandelbaar aandeel van een vennootschap. En dat is bepaald niet het geval. Binnen de coöperatie is immers sprake (indien er geen uitbreiding van het aandelenkapitaal plaatsvindt) van een verplichting tot het nemen/inleveren van aandelen, er is “gedwongen winkelnering” en is er per saldo sprake van een zero sum game. Op de aandelenmarkt is er sprake van vrije toe- en uittreding en geen zero sum game.

Per saldo worden aandelen binnen de coöperatie Rabobank derhalve herverdeeld tegen nominale waarde. Dat is in lijn met het gegeven dat de reserves van Rabobank Nederland in feite “vermogen in de dode hand” zijn; het komt niet voor herverdeling in aanmerking. Bovendien zou een systeem met verrekening tegen intrinsieke waarde niet alleen uiterst complex zijn, maar ook verkeerde stimulansen oproepen. Per saldo past het type aandeelhouders denken dat de huidige kapitalistische samenleving typeert, niet binnen het op coöperatie gerichte samengaan van lokale banken en Rabobank Nederland in één Rabobank Groep.

5. Tenslotte

De rol van aandelen in de coöperatie Rabobank is drievoudig. Ze geven het *relatieve economische belang* weer van lokale banken ten opzichte van elkaar. Ze zijn een vehikel voor de *creatie van evenwichtigere solvabiliteitsverhoudingen* binnen de groep. Ze zijn een vehikel voor de *weergave van het financiële belang van lokale banken in Rabobank Nederland*.

Met name de laatstgenoemde functie is onderwerp van de onderhavige bijdrage. Het vraagt om een zorgvuldige afbakening. Daarbij is het van belang de typische karakteristieken van de coöperatie in ogenschouw te nemen. Dan vallen al gauw de kenmerkende verschillen met aandelen die op de markt worden verhandeld in het oog.

Per saldo is de conclusie dat de feitelijke waardering van de aandelen,

ook bij herverdeling, tegen nominale waarde dient plaats te vinden. De weergave van de vermogenswaarde van de aandelen in de toelichting bij de balans dient louter ter informatie over het financiële belang van de betreffende lokale bank in Rabobank Nederland en accentueert daarmee haar mede-eigenaar zijn.