

El tampón Triodos

Un análisis parcial, de B. Poncé - 08/10/2023 (Gracias a Marie L. por la corrección)

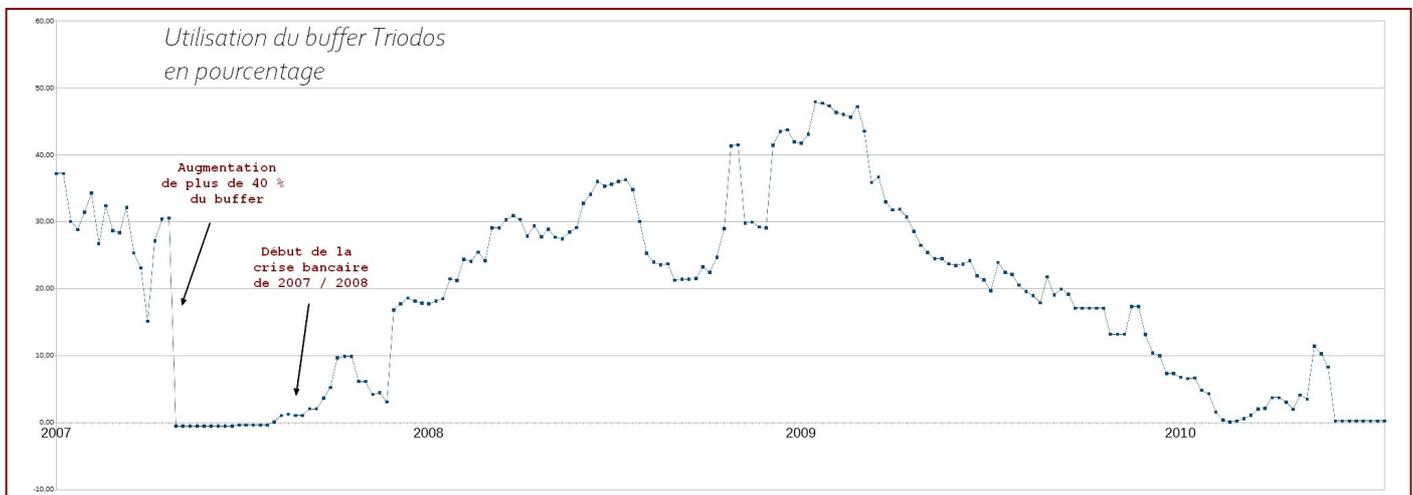
Durante los seminarios web de los días 15 y 17 de febrero de 2022, el banco publicó (*) en las mismas fechas en su sitio web una descripción general de la utilización del colchón de negociación de certificados de acciones. Este colchón, más comúnmente conocido como buffer, es una suma limitada (véase el recuadro) utilizada por el banco para recomprar sus certificados a los vendedores y garantizar así la liquidez de la acción.

El documento muestra la situación del buffer tras el balance de compras y ventas desde 2007. Pude identificar tres periodos principales:

1. Periodo 2007 - 2010
2. Periodo 2010 - 2019
3. Periodo 2019 - 2021

El objetivo de este documento es analizar parcialmente estos periodos, ya que no tenemos acceso a las fluctuaciones internas precisas, y plantear algunas preguntas. Obsérvese que los gráficos siguientes muestran el porcentaje de utilización del buffer. Cuanto más se utiliza, más vendedores hay.

1. Periodo 2007 - 2010



Durante los años 2007 a 2017, el margen máximo para la recompra de certificados de acciones (colchón) fue equivalente al 2% del capital en circulación. A medida que aumentaba el capital CET-1, también aumentaba el importe absoluto del margen de recompra de certificados de acciones. Durante los años 2007-2009, el margen máximo de recompra de certificados de acciones se calculó mensualmente. A partir de 2017, tras un cambio normativo, el margen para la recompra de certificados de acciones correspondió a un importe fijo. Este importe se determinó con la aprobación del Banco Central de los Países Bajos y de la Junta General de Accionistas de Triodos Bank. (extracto de : Documento explicativo que ofrece una visión histórica de las recompras de certificados de acciones "buffer" de Triodos Bank)

(*) <https://www.triodos.be/fr/certificats-actions>, sección "Últimas noticias".



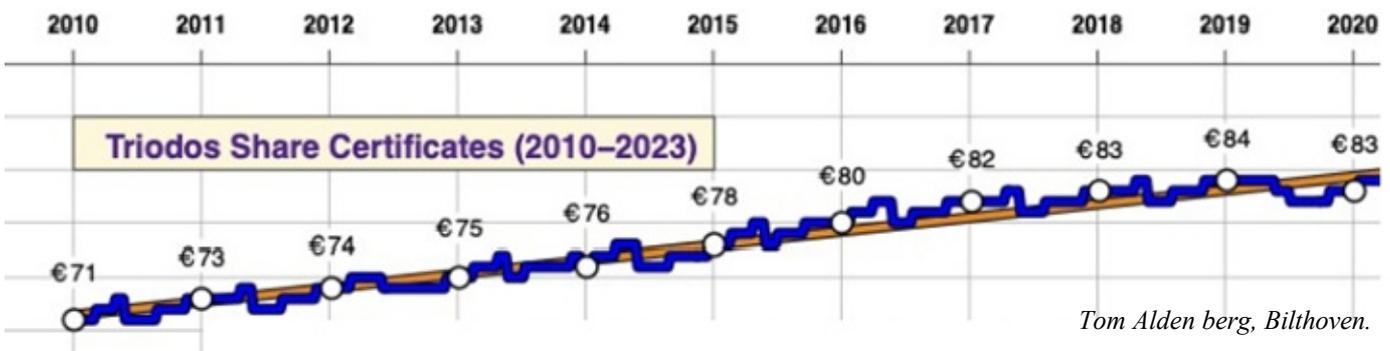
No dispongo de las cifras anteriores a 2007, por lo que sólo puedo decir que el primer semestre de 2007 parece haber desencadenado movimientos bastante importantes, con un repunte de las compras a medida que avanzábamos. Hacia abril/mayo, un aumento significativo del colchón (más del 40%) redujo la presión, en términos porcentuales en todo caso.

No es imposible que este aumento del límite del buffer (en aquel momento calculado sobre una base mensual, véase el recuadro de la página anterior) fuera el resultado de una ampliación de capital especialmente exitosa. En cualquier caso, hasta finales de agosto reinó la calma total, prácticamente sin transacciones. Entonces empezó a notarse la agitación en el mercado bancario.

Es evidente que la crisis de 2008 ha repercutido en las ventas de certificados. Pero también demostrará la resistencia del banco en crisis, sobre todo por la resistencia de su modelo sostenible. Esto tendrá un efecto en su número de clientes, que está aumentando, y en sus cuentas. Este efecto puede verse en el colchón, que alcanzó un máximo de casi el 50% a principios de 2009 y luego cayó a casi 0 en febrero de 2010.

Pero lo que más recuerdo de aquel periodo es que, a pesar de un aumento de hasta el 50% del colchón, ¡el banco no cedió! ¿Creían que la crisis había terminado? Sin embargo, tuvo tiempo de ver cómo aumentaba su colchón y habría tenido tiempo de sobra para frenar cautelarmente las ventas. Que yo sepa, no se hizo nada.

2. Periodo 2010 - 2019



Salvo un ligero pico del 10% en torno a mayo de 2010, nos espera un periodo de calma plana. El colchón rondará entre el 0 y el 0,25%. En otras palabras, nada, pero lo más importante es que esto significa que la tendencia compradora que comenzó principalmente en 2008 se ha mantenido bien durante más de 10 años. A ello han contribuido varias ampliaciones de capital, que han confirmado la progresión relativamente lineal del banco. Una cotización en alza lenta pero constante, acompañada de un dividendo moderado, convenció a muchos inversores con un perfil neutro o incluso defensivo para dedicar una parte de su patrimonio a apoyar a un banco sostenible que respondía a sus convicciones sociales.

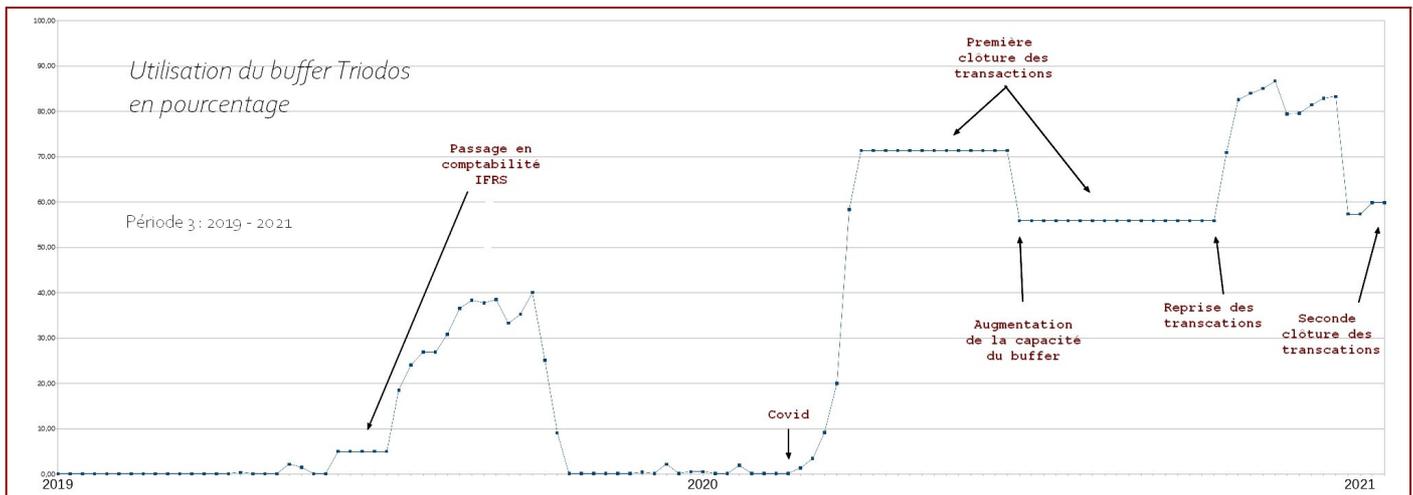
Sin embargo, hay un acontecimiento particular que debe tenerse en cuenta. A partir de enero de 2018, el límite del colchón se estabiliza en una cifra fija, en este caso 28.200.000 euros. Esto obedece a una disposición reglamentaria, nos dice el banco, sin especificar si es externa (legislación) o interna. Sin embargo, a raíz de la sentencia Nederlandse Onderneming Kamer de 2023, sabemos que en 2017 el banco ya había sido informado internamente del peligro potencial de cotizar el certificado sobre la base del NAV (valor contable) en caso de tensiones en el

mercado.

Así que, pregunta: ¿se tomó esta decisión de estabilizar el buffer en este contexto, y con vistas a adelantarse a algo? Es extraño, como mínimo, que los dos acontecimientos se produjeran al mismo tiempo, y me cuesta creer que no pudiera haber conexión entre ambos.

2. Periodo 2019 - 2021

Evidentemente, es el periodo más turbulento, como puede verse en el gráfico siguiente. Pero también es sin duda el más rico en preguntas.



NIIF...

En primer lugar, a partir de abril de 2019, veremos un pequeño pico de fiebre, es cierto que no muy potente, pero cuando se pasa del 0,11% al 2,22%, no deja de ser algo. Sobre todo si es justo antes del parón temporal de la cotización durante un mes. Al final del semestre, el banco ha decidido pasar de una contabilidad al estilo holandés a una contabilidad al estilo internacional IFRS. Para más detalles, consulte mi informe de octubre de 2022 *Comprender y actuar*, página 10, y el artículo *Sobre la amortización de certificados*, página 5, ambos disponibles en Trioforum.

¿Por qué estas ventas, justo antes de este momento que debía ser, según el banco, sólo una modernización de sus cuentas *dado el progresivo crecimiento e internacionalización de Triodos Bank y en línea con la evolución del sector bancario...* (comunicado de prensa de Triodos del 4 de junio de 2019)? Pero lo más extraño está por llegar: entre julio y principios de octubre, ¡las ventas se dispararán casi un 40%! Y, sin embargo, lo único que ocurrió al reanudarse las cotizaciones fue que el valor contable bajó... ¡un euro! Lo que no preocupó a los clientes de a pie.

¿Qué temores pudo suscitar esta transformación contable y en quién? A la vista de las ventas realizadas inmediatamente después de la operación, tenemos que creer que algo molestaba a algunas personas, probablemente profesionales, tal como informa la asociación RED Triodos. En efecto, tenemos derecho a preguntarnos si sólo una bajada del precio de un euro puede justificar ventas de esta envergadura por parte de particulares. Formular la pregunta es sin duda responderla...

Y además, ¿es realmente una coincidencia que este cambio contable se produzca después de las advertencias recibidas internamente sobre los peligros inherentes a la cotización interna? Esta norma NIIF no cambia gran cosa en el sistema, pero hay que decir que si se quiere preparar una salida a bolsa, ¡sin duda es una buena manera de preparar el terreno!

Covid, ¿dónde te metes?

Después, como se puede ver en el gráfico, vuelve la calma. Antes de la tormenta de 2020.

El banco siempre ha alegado que cerró las operaciones ante las tensiones del mercado en marzo de 2020 y, posteriormente, la desproporción entre vendedores y compradores, ya que los primeros eran en gran medida excedentarios. De hecho, por primera vez desde 2007, la tasa de utilización de los colchones se ha situado muy por encima del 50%, y ahora se aproxima al 70%.

7	41.574,00 €
8	381.571,00 €
9	972.672,00 €
10	2.592.281,00 €
11	5.638.170,00 €
12	16.470.104,00 €
13	20.130.866,00 €

De hecho, tan rápidamente que algunas personas, entre las que me incluyo, no entienden por qué los titulares tienen tanto interés en deshacerse de sus acciones. Esta cuestión y sus razones ya se han planteado en otros artículos, por lo que no añadiré nada aquí. Excepto una comparación: echen un vistazo a las ventas de 2007 y 2008, que estuvieron vinculadas a una crisis bancaria -la actividad principal de Triodos- y compárenlas con la venta de marzo de 2020. ¿Cuál es la diferencia? El tiempo. En 2007, el aumento de vendedores se produjo en un periodo de más de un año, lo que se ajusta mucho más a la lógica de los "inversores básicos" que, uno tras otro, tras un +/- largo periodo de reflexión, venden sus acciones. Pero en 2020, ¡el escenario es totalmente diferente!



Sabemos que el pánico es el arte de moverse rápido. Y otro es refugiarse en cualquier parte. Y si hay que reconocerle a estas artes su mérito, es la coherencia de la incoherencia de la manada de búfalos: siempre hay un detonante, en este caso cóvidico, pero también un elemento de fondo que justifica apretar el botón rojo en un momento dado. En nuestro caso, podría ser el número de titulares, que aumentó (bruscamente) después de 2008, incluidos los titulares que veían en Triodos y su acción una forma tranquilizadora de estabilidad. En su momento, algunos llegaron a la conclusión de que eran estos inversores los que habían abandonado el mercado, lo que condujo a las decisiones del banco.

Aunque en aquel momento me satisfacían estas explicaciones, oportunamente difundidas de boca en boca (*), hoy ya no es así del todo. Después de todo, si estas personas habían buscado y encontrado una forma de seguridad cálida en Triodos durante (mucho) tiempo, ¿por qué iban a comportarse de repente de forma diferente? En resumen, dado el perfil más bien conservador de los titulares y la resistente historia del banco, por no hablar de la relativa dificultad de colocar una orden de venta para el ciudadano medio, es sorprendente que las aguas subieran casi demasiado rápido. Durante más de diez años no pasó nada. Y eso que estos años han tenido su ración de problemas bursátiles. Y ahora, de repente, ante un acontecimiento ciertamente global pero de dimensiones desconocidas, las acciones se desploman.

Así pues, no me culpen si hoy sigo siendo prudente y si comprendo a quienes se preguntan si las ventas fueron realizadas por profesionales, en detrimento de los particulares que vieron su mercado saturado por uno o dos grandes pedidos, a pesar de las normas de evasión entre estos dos tipos de jugadores. La pregunta sigue siendo tanto más pertinente cuanto que no soy ni mucho menos el único que se pregunta dónde demonios están esos vendedores famosos, que avanzan en gran número, de los que tanto hemos oído hablar. No en Captin, en cualquier caso, dados los volúmenes de venta.

(*) y tanto más cuanto que abrumaron a una serie de ingratos batavos con una forma de pensar muy poco ética...

Una última para el camino...

Por último, todos conocemos la gestión que siguió a marzo de 2020 y las (de nuevo) muchas preguntas que siguen sin respuesta (válida) a día de hoy. Pero hay una pregunta que sigo sin responder: ¿por qué el banco dejó de cotizar por segunda vez en enero de 2021?

Si observamos el movimiento entre octubre de 2020 y enero de 2021, y recordamos que las órdenes de venta se limitaron a 5 euros y luego a 1.000 euros por semana, vemos algo sumamente sorprendente: una subida rápida, una estabilización, una caída rápida, una estabilización. Si estos movimientos me parecen muy extraños, también lo es la decisión del banco de dejar de operar a principios de enero de 2021.

49	28.645.899,00 €
50	29.326.551,00 €
51	29.846.377,00 €
52	29.982.712,00 €
53	20.655.998,00 €

De hecho, siguiendo la lógica del primer cierre de marzo, habría sido igual de lógico detener la hemorragia en las últimas semanas de diciembre. ¿Qué ocurrió en la semana 53 para desencadenar un flujo comprador? ¿Cómo sabíamos que las cosas iban a mejorar? ¿Y por qué no se decidió seguir cotizando, en particular sólo con compradores? Hay que recordar que en este caso no se trataba de una legislación vinculante en la materia, ya que el banco había utilizado como pretexto para suspender la primera operación un artículo del prospecto de emisión de los certificados en el que se afirmaba que tenía total libertad para tomar las medidas necesarias durante la cotización.

Sin duda hay una respuesta pragmática a esta pregunta. Al dejar de cotizar en enero, evitamos tener que dar un valor de mercado (o valor de hecho, valor económico, valor fiscal) y aplazamos el problema hasta diciembre de 2021. Aunque puede que esto no fuera intencionado, una vez más habría sido la única forma de dar un paso más hacia la supuestamente inevitable retirada de la cotización interna. Este tema se trató en detalle en el artículo *Sobre la reducción del valor del certificado*, mencionado anteriormente.

Conclusión

Actualmente no es posible establecer hechos precisos a partir de lo que Triodos nos ha facilitado. Pero me atrevo a decir que los cambios en el colchón son un elemento que hay que poner en el expediente en la medida en que refuerzan la presunción de un plan programado: el banco no planificó sin duda todos los acontecimientos que hemos vivido para cotizar en bolsa, pero sin duda allanó el camino para llegar a ello. Si lo hizo conscientemente o no es un debate estéril que hay que evitar para seguir centrándose en la responsabilidad inherente no a los responsables, sino a las decisiones.

Cuando hay demasiadas coincidencias en el tiempo, demasiadas decisiones incomprensibles y demasiados obstáculos forzados, la verdad suele estar delante de nuestros ojos.

