

RETROUVER LA LUMIÈRE

**Rapport sur la remise en route
du système de cotation interne amélioré
des certificats d'action de la Banque Triodos**

Sommaire

- p. 4 : Le contexte
- p. 6 : Contrôle technique
- p. 8 : La proposition
- p. 14 : Problèmes, solutions, conséquences
- p. 18 : Conclusion

N'hésitez pas à nous faire part de vos commentaires, rectifications, suggestions et améliorations à l'adresse support@trioforum.be.



RETROUVER LA LUMIÈRE

Rapport sur la remise en route
du système de cotation interne amélioré
des certificats d'action de la Banque Triodos

*Les phrases en rouge qui émaillent ce rapport
sont tirées sur site www.cafedelabourse.com.
et auraient été émises par Warren Buffet.*

1. Le contexte

« Un bon passé est un passé mort ».

Cette paraphrase du malheureusement trop célèbre aphorisme de Philip Sheridan pourrait s'appliquer à la situation que nous connaissons aujourd'hui par rapport aux certificats d'action Banque Triodos.

Emportés par les tourments engendrés par Triodos comme autant de seins qu'on ne voudrait (plus) voir, laissant ainsi la facilité de l'abatement prendre les commandes de notre volonté car « on n'y comprend plus rien depuis longtemps », nombreux sont ceux qui ont largement oublié l'histoire pourtant pas si lointaine des certificats. Et cela fait bien l'affaire d'un management qui ne demande qu'à avoir en face de lui une pléiade de décérébrés dont il a petit à petit méthodiquement effacé les neurones du souvenir pour les remplacer par... rien.

Tant d'eau a coulé sous les ponts et nous avons été noyé de tant d'informations ou pseudo-telles qu'ils sont bien rares ceux qui peuvent s'enorgueillir de connaître encore les débuts de l'histoire, et de tenter d'en dénouer les écheveaux. Qui aujourd'hui s'intéresse vraiment à un historique qui se dénature si facilement, surtout lorsque ceux qui y ont intérêt vous rabâchent qu'il faut oublier le passé, accepter qu'il ne pourra plus revenir et avancer vers un futur que l'honnête homme aura bien de la peine à qualifier, tant il est rempli d'incertitudes.

' La Banque Triodos a manifestement provoqué un enchaînement de situations...'

Hélas pour la banque, je fais partie de ceux qui aiment à s'arrêter sur le bord du chemin et prendre le temps de la contemplation des évènements, source de découvertes et de réflexions (1). Je fais aussi partie de ceux qui trouvent que cet enfouissement du passé et cette envolée en fanfare vers les lendemains qu'on nous annonce comme inéluctables sont beaucoup trop faciles, surtout à partir du moment où la banque s'est toujours refusée, malgré nos appels, à expliquer clairement pourquoi de toutes les solutions soi-disant envisagées, seule celle d'une entrée en bourse était la plus viable. Et on sait ce qu'il en a été de cette première entrée chaotique, qui se terminera par une sortie en eau de boudin, et un second acte où sera dévoilé le grand guignolesque Euronext.

Or, au vu de toutes les données récoltées à propos des évènements passés, ma conclusion, qui n'engage que moi, est que depuis l'arrêt total et forcé de la cotation, et en réalité bien avant, la Banque Triodos a manifestement provoqué un enchaînement de situations qui impliquaient des choix de résolution de problèmes qu'elle posait elle-même amenant inéluctablement à une cotation des certificats sur la plateforme européenne.

(1) Le rapport « Comprendre et agir » n'en est qu'un exemple, mais essentiel dans la mesure où il est parfaitement documenté. Voir aussi note (2) page 6.

Il faut constater :

- * Que ces choix ont été faits sans explications valables quant au rejet du système de cotation interne et des pistes alternatives.
- * Que les décisions principales ont été prises sans réellement consulter les actionnaires et en les prenant carrément en otage.
- * Qu'une cotation sur le marché international est fondamentalement contraire au choix d'investissement premier des détenteurs de certificats qui ont justement acheté des titres en raison de l'absence de volatilité boursière.
- * Que la bourse a toujours été présentée par la banque comme incompatible avec son projet, pour des raisons éthiques et de cohérence...
- * ... mais qu'elle a pourtant étrangement tourné casaque à partir du moment où cela l'arrangeait, trouvant des qualités là où il n'y en avait pas auparavant. Certes, il n'y a que les imbéciles qui ne changent pas d'avis. Mais ici, ce n'est pas un avis qui se modifie, c'est la nature même du capital social de l'entreprise.
- * Que ce soit sur Captin ou Euronext, la remise en route d'un système d'échange pour le premier et l'amélioration de la liquidité (et des démarches administratives) pour le second ont été mis en place en contrepartie d'une volatilité du titre liée à l'offre et la demande et d'une diminution significative du cours.
- * Que je ne puis accepter ce marchandage sans avoir tenté de mettre en place une solution créative visant à restaurer non seulement la liquidité, mais aussi les fondamentaux de la banque ainsi qu'un retour à une valorisation cohérente du titre.

Ainsi, j'écrase les critiques qui considèrent que si refuser une solution est une chose, en présenter une autre est indispensable, alors même qu'ils oublient que ce n'est pas le rôle du naïf de base, mais de ceux qui sont payés pour. Je présente dans les pages qui suivent ce qui est au moins un projet viable qui n'a pas eu les faveurs de la banque puisque, à ma connaissance, personne ne l'a évoqué. Et s'il appert qu'un projet similaire aurait été mis sur la table antérieurement, il n'a pas été communiqué, et l'explication de son rejet non plus !

Bref, plutôt que de supputer, j'avance avec une proposition qui a le mérite d'exister, de vous être présentée, et de pouvoir être discutée. Pas à la façon Triodos, évidemment.

Une pensée :

D'aucun se demandent si Euronext n'est qu'une étape vers un but différent. Ils trouveront matière à réfléchir dans cette phrase de Warren : « Si jamais vous vous retrouvez dans un bateau qui coule, l'énergie pour changer de bateau est plus productive que l'énergie pour colmater les trous. »



2. Contrôle technique

Depuis longtemps, je suis convaincu que contrairement aux allégations non documentées de la banque, la cotation interne avec buffer a conservé toute sa raison d'être. Le système peut simplement être amélioré et surtout encadré pour fonctionner de manière optimale.

A. L'effacement du système

Sans revenir sur les différentes décisions qui se sont accumulées en domino pour arriver à effacer le système interne d'une équation encore officiellement irrésolue en 2021 (2), il faut constater, certes a posteriori, que lors de la panique boursière, il aurait sans doute été plus sage en 2020... de ne rien faire du tout ! Bref, laisser la tempête se calmer et reprendre les rênes en temps voulu.

J'ai régulièrement souligné la contradiction soulevée par la situation Triodos : en 2008 et dans les tempêtes antérieures, la banque s'est élevée quand les autres s'abaissaient. Or, lors de cette crise, c'est l'inverse qui s'est passé. Plus incroyable encore : d'après la banque, à partir d'octobre 2020, tout le monde voulait vendre Triodos alors que la bourse montait et que la crise sanitaire commençait à s'estomper !

Comment dès lors ne pas penser « qu'on » a voulu faire prendre à la banque un tournant majeur en profitant d'un évènement aussi remarquable qu'inattendu (mais inespéré pour nos amis) pour l'emmener en haute mer et l'éloigner des côtes pourtant rassurantes que des investisseurs avaient accepté de longer en cabotage ? Et s'il n'y avait pas de volonté, il ne peut y avoir qu'incapacité. Dans les deux cas, c'est grave.

*« J'investis dans des entreprises
tellement merveilleuses
qu'elles peuvent être gérées par un idiot.
Car tôt ou tard, ça arrivera. »*

(2) Ces considérations sont documentées dans le Rapport « Comprendre et agir » de 2022, ainsi que dans le dossier de présentation du Trioforum, notamment dans « Les questions qui dérangent ». On retiendra qu'à cette époque, la banque a rejeté un système sans en avoir officiellement un autre à présenter !



B. Sous-capacité

Quoi qu'il en soit, j'ai pu démontrer antérieurement que non seulement le système interne a été dénigré un peu trop vite, mais qu'il n'avait pas été utilisé à sa pleine mesure, c'est-à-dire celle qu'on nous avait vendue, à savoir que si la limite du buffer était atteinte, les transactions via Triodos étaient clôturées en attendant que le marché se calme.

Les investisseurs étaient d'autant plus au courant que d'une part le questionnaire de connaissance (obligation avant souscription) abordait le sujet (et la réponse était sans équivoque) et que d'autre part, il n'a jamais été dit ni écrit qu'il y avait une quelconque garantie de capital ou de liquidité. Évidemment, pour cette dernière, le passé pouvait apporter quelques lumières et réconforts. Néanmoins, le postulat de base était bien établi. Or, il n'a pas été suivi puisque la banque a fermé toutes les transactions (sortantes ET entrantes).

Dès lors que c'est le cas, je pense qu'il faut redonner sa chance au produit, en tenant compte de l'expérience d'un passé récent et de l'obligation d'un avenir plus serein. Bref, il faut passer au contrôle technique et ajuster ce qui peut ou doit l'être.

3. La proposition

A. Précision

La proposition que je fais ci-dessous est une ébauche mise par écrit d'idées qui me semblent réalistes. Elles n'ont pas (encore) été confrontées à la réalité de la législation ou du pouvoir des autorités de contrôle, lequel peut être très contraignant. En effet, par définition, ces autorités n'ont que faire de tout esprit d'innovation, se tenant au prescrit légal. Ce n'est malgré tout pas pour cela qu'elles ont raison.

En un sens identique, je suis parfaitement conscient que la première attitude, quasi automatique, à laquelle je serai confronté sera le rejet toute nouveauté pour ne retenir que des problèmes au lieu de solutions. La nature humaine est ainsi faite qu'il est plus facile d'invectiver l'ambulancier car ainsi, il est possible de tirer à soi la couverture d'une gloire née de la désespérance d'être nous-mêmes (3).

On aura ici compris que je m'adresse prioritairement aux gens de bonne volonté qui auront à cœur d'analyser la situation, de saisir une chance pour leur épargne, et de tenter de surmonter les difficultés unes à unes afin d'arriver à mettre en place un système de cotation plus harmonieux et plus juste pour tous les détenteurs de certificats.

*' La nature humaine est ainsi faite
qu'il est plus facile d'invectiver l'ambulancier
car ainsi, il est possible de tirer à soi
la couverture d'une gloire
née de la désespérance d'être nous-mêmes.*

Il est probable que cette proposition ne fera pas l'affaire de la banque. Il y a fort à parier qu'elle préférera continuer à mettre son énergie dans une « solution » boursière aléatoire qui se fera de toute façon au détriment des détenteurs vu son caractère totalement imprévisible. La question que doivent donc se poser les actionnaires que nous sommes est : pourquoi ? Parce qu'en dépense d'énergie et d'argent en pure perte, le management de la banque n'a plus rien à prouver. Dès lors qu'on établit ce type de comportement comme naturel, rien ne peut l'empêcher d'explorer aussi la voie parallèle qui lui est suggérée. Évidemment, au vu des décisions prises et votées en 2024, elle ne prendra pas le temps de s'épancher sur quelques pleureurs qui s'en viendront lui présenter trop tard une solution alternative, même si c'est pour retrouver l'esprit premier qui a présidé à la destinée de la banque. Or, si elle s'y refuse, ce sera juste la preuve qu'elle veut continuer à entrainer le détenteur là où elle le souhaite, non plus par obligation face à des événements imprévus, mais bien en toute conscience au regard de souhaits à long terme soigneusement cachés.

(3) Merci pour cet arrêt philosophique.

B. Le système « ancien » qui ne l'est pas.

La banque a largement répété que le système de cotation interne avait fait ses preuves pendant 40 ans. Hé bien, remettons-le en route, avec aménagements.

À la base, gardons l'élément central : la banque dispose d'un buffer établi selon des normes légales (sauf erreur, 3 % du capital). Elle gère également les titres via compte-titres, comme cela s'est fait antérieurement. Elle peut parfaitement le faire puisque les compte-titres sont toujours disponibles pour la gestion des Sicav Triodos.

Lorsqu'un vendeur se présente, la banque rachète (temporairement) le titre via le buffer et le revend au prochain acheteur qui se présentera. Au cas où les acheteurs ne peuvent être contents, la banque émet des certificats au robinet, comme cela se faisait antérieurement.

Et bien sûr, la valeur de cotation est déterminée par la valeur « comptable », comme cela a toujours été. Sauf au redémarrage de l'opération, comme on le verra ci-après.

Bref, jusque-là, rien de vraiment neuf.



C. Les suggestions d'adaptations

Comme précisé dans son titre, ce rapport n'aurait pas de sens si c'était juste pour dire : *faisons comme avant, c'était chouette*. Nous l'avons vu, cela aurait sans doute été possible si des décisions différentes avaient été prises en 2020. Nous avons vu aussi qu'elles ont été tronquées et que vu toutes celles qui ont été prises ensuite, il faut s'adapter. Somme toute, il ne s'agit là que d'évolution. Celle-ci ne doit toutefois pas spécialement prendre les voies glissantes vers lesquelles on nous entraîne inexorablement.

Réfléchissant à d'autres possibilités, j'ai été amené à concevoir un projet en deux temps :

- Améliorer le système ancien et/ou utiliser toutes ses possibilités
- Développer des idées spécifiques pour redémarrer l'activité de cotation interne

C.1 Améliorer

Je soulève ici quatre points, mais il est évident que d'autres peuvent s'ajouter ou remplacer les moins performants :

1) Aller jusqu'à la capacité maximale

En cas de sur-vente, le buffer absorbe le flot, jusqu'à sa capacité maximale. Dans ce cadre, l'information doit être claire et reprendre les éléments connus antérieurement (voir point 2.B.). Il ne s'agit ici d'une nouveauté que pour le management de la banque puisque tous les détenteurs étaient au courant de cette règle.

Dès lors que le buffer est atteint, et en supposant que les ventes sont toujours supérieures aux achats, un système alternatif est mis en place, comme un générateur de secours en cas de panne d'électricité. Le but étant de suppléer temporairement les surventes et de calmer le marché, notamment par la mise en place d'un système volontairement contraignant, mais ouvert, ce qui est fondamental.

2) First in / First out

Lorsque le buffer est utilisé complètement, mise en place d'un système *first in / first out*.

Le principe est que la banque n'est plus juridiquement intervenante aux transactions, mais facilitatrice d'une opération d'achat – vente en gré à gré. Cette opération, juridiquement légale, permet à deux détenteurs de s'échanger des titres dans un cadre privé. Des documents génériques et une procédure sont mis à disposition des investisseurs (4). Le rôle de la banque est ici d'établir une double liste d'opérateurs : les acheteurs et les vendeurs. L'entrée de leurs demandes est enregistrée sur base du premier arrivé, premier servi (d'où *first in / first out*).

Ainsi, le premier vendeur propose un certain nombre de titres. La banque vérifie quel est le premier acheteur et lui adresse ses coordonnées afin que la vente puisse avoir lieu. Si l'acheteur n'absorbe pas l'ensemble de la transaction, l'acheteur suivant est mis en relation. Et ainsi de suite.

(4) Une procédure viable et des modèles de ces documents existent puisque j'en ai créé moi-même en 2020 pour permettre à des détenteurs de procéder de la sorte en achat / vente de gré à gré.

Ce système nécessite évidemment une infrastructure minimale et il est probable que des éléments juridiques entravent sa mise en place, en tout cas avec la banque comme facilitatrice.

Toutefois, il est probable que ces transactions puissent être faites de manière gracieuse par une structure non-profit, comme une asbl. Un détenteur souhaitant vendre dans le cadre d'un buffer rempli pourrait devenir membre de cette asbl et les acheteurs potentiels pourraient le devenir également. L'asbl pourrait alors jouer le rôle de facilitatrice. Afin de garantir un accès direct au service, on pourrait imaginer que lors d'une souscription, il soit proposé à chaque détenteur de s'affilier à l'asbl pour un euro symbolique. Les anciens détenteurs seraient également invités à rejoindre l'asbl qui agirait dès lors comme une sorte de club d'investisseur (des statuts modèles existent).

On est en droit de se demander d'ailleurs si une fondation comme la SAAT ne pourrait pas jouer ce rôle. La question n'est pas idiote, surtout que c'est moi qui la pose. Quant à la réponse, je ne sais pas, mais elle est ouverte.

Le relais en asbl (ou autre, peu importe) a donc pour vocation de temporiser le marché tout en le laissant ouvert. Il a également pour but de refroidir les ardeurs des vendeurs, au cas où ils se presseraient au portillon.

Lorsque l'asbl constate que les acheteurs sont plus nombreux que les vendeurs, elle arrête son intervention et la banque peut rouvrir le buffer en revendant les titres qu'elle a accumulés. Il faut dans ce cadre que la reprise du buffer soit définie à l'avance. Toutefois, afin d'éviter que la limite haute du buffer ne soit de nouveau rapidement atteinte, il pourrait être convenu qu'après une intervention de la structure non-profit, le niveau de reprise du buffer soit flottant. Il pourrait ainsi être de 80 % à un moment donné, et après une deuxième externalisation suite à sur-ventes, reprendre à partir de 60 % par exemple.

On notera que l'asbl donne à ses membres des formulaires de transactions de gré à gré. Ceux-ci donnent notamment ordre à la banque de procéder à un transfert de compte-titres à compte-titres. On peut envisager le paiement de frais pour cette opération.

Une pensée

Rappelons à ceux qui estiment que l'acronyme asbl est synonyme d'association de quartier que la Croix-Rouge est une association sans but lucratif. Ce type d'organisation à caractère non-profit est donc tout à fait capable d'assurer un job de mise en contact entre ses membres, sachant qu'elle n'agit pas en tant qu'intermédiaire financier et n'intervient pas dans les transactions financières externes.



' Le relais en asbl (ou autre, peu importe) a donc pour vocation de temporiser le marché tout en le laissant ouvert.'

3) Émission d'obligation

La banque prévoit dans ses statuts (si nécessaire) qu'au cas où la limite du buffer est atteinte, elle peut recourir à l'émission d'obligation, comme elle l'a déjà fait antérieurement. Une émission aurait toutefois ici pour but de soulager le buffer afin de donner de l'air en cas de crise, pour poursuivre ses activités.

4) Interdire la vente

La banque peut décider de fermer temporairement les ventes, ou de les limiter, mais en laissant les achats pleinement ouverts. On notera toutefois que cette adaptation n'en est pas vraiment une, la banque ayant appliqué cette mesure en octobre 2020, avec les conséquences négatives que l'on sait. En effet, les restrictions ont pour désagrément de susciter et de renforcer les vocations à la vente.



C.2. Innover

Il est évident qu'avec la tempête et les mouvements sur cours initiés par la banque, une reprise de la cotation à +/- 90 € (valeur d'inventaire actuelle) est impossible, ne fut-ce que par la spéculation que cela entraînerait. Il est toutefois possible d'imaginer une solution transitoire. À grand mal, remède opportun.

L'idée est de redéfinir par la banque une valeur d'échange fixe, idéalement située au départ entre les valeurs de cotation Captin (+/- 30 €) et la VNI (90 €).

Un démarrage des transactions pourrait avoir lieu à 60 €. Cette valeur pourrait évidemment conforter les détenteurs dans leur situation, et certainement si s'ajoute à celle-ci un programme d'augmentation régulière de valeur de cotation afin de rejoindre dans un délai +/- long la valeur comptable (VNI).

L'idée est donc d'être dans un programme défini, connu à l'avance et qui ne table pas sur la spéculation. L'augmentation de valeur ne dépend donc plus d'un marché aléatoire, mais d'une volonté comptable maîtrisée.

Par exemple, au départ d'une valeur de marché (ou fair value) (5), le prix d'échange fixe du titre pourrait augmenter chaque année d'un montant à définir. Ce montant serait déterminé par la durée qu'il faudra pour revenir par augmentations successives à la VNI véritable, évidemment, étant donné que le but est de revenir à une cotation à valeur comptable.

'...une période de progression de 8 ans me semble raisonnable tant pour réaffirmer les caractéristiques intrinsèques du titres que ramener une (vraie) stabilité.'

Par exemple, on partirait de 60 € et l'année suivante le cours en fair value serait fixé à 64 €. Chaque année le cours pourrait monter de 4 € pour atteindre la VNI, qui aura augmenté, plus que vraisemblablement. Pour contrer l'objection que la VNI pourrait diminuer (ce qui se passe après paiement du dividende), la banque pourrait statutairement avoir le droit de (temporairement) diminuer le palier d'augmentation. On pourrait à l'inverse décider que ce palier ne pourrait pas augmenter ou qu'un maximum serait fixé afin de décourager les mouvements spéculatifs à court terme.

Compte tenu des remous causés par le management, en lien avec les fondamentaux liés au titre (voir points 1. C. et D. ci-avant), une période de progression de 8 ans me semble raisonnable tant pour réaffirmer les caractéristiques intrinsèques du titres que ramener une (vraie) stabilité dans l'ensemble des ordres, et surtout diluer les ventes dans le temps, un cours pouvant convenir aux uns et pas aux autres. Les pas de progression sont donc déterminés par le cours initial.

L'avantage est que chacun pourra à un moment donné trouver un cours de vente qui lui convient, suivant un rapport cours / durée, et pour autant qu'il souhaite vendre, évidemment.

(5) Ce principe de valeur fixée d'office a été mise en application par la banque en 2021 et 2022, en l'absence de cotation boursière. La mise en place de cette valeur fictive a fait l'objet d'une critique approfondie dans le dossier de présentation du Trioforum, dans « les questions qui dérangent / La fair value ou valeur économique ». Elle aurait toutefois ici tout son sens.

4. Problèmes, solutions, conséquences

Vu que ce qui précède aura immédiatement initié dans les esprits les plus chagrins des objections plus ou moins valables (merci de relire le point 1.), je vais tenter de déjà préciser quelques idées, sachant que le point C.2. (page 13) est loin d'être anodin !

1. Le problème du cours initial

Fixer un cours de départ à 60 € permettrait à la fois de redonner espoir aux détenteurs passifs sans toutefois favoriser les ventes, eu égard à la VNI de 90 € et au fait que les détenteurs sauront à l'avance que la fair value déterminée va automatiquement remonter.

C'est donc l'investissement à long terme et de la patience qui sont ici remis à l'honneur, mantras d'un nombre conséquent de détenteurs dont font partie tous ceux qu'on n'a jamais entendus jusqu'ici. Autant dire une volée tellement grande que même la banque compte dessus (et sur son silence) pour faire passer ses décisions foireuses.

« Mon horizon d'investissement préféré est pour toujours. »



Il existe évidemment un problème important, à savoir que le cours actuel sur Captin est de 27 à 28 €. Si une opération telle que je la propose est annoncée officiellement, il est évident que les volumes de transaction à l'achat vont augmenter sur Captin. Certains seront donc tentés d'acheter pour revendre (nettement) plus cher lors de la remise en route du système fixe. Ce serait donc favoriser la spéculation et j'ai toujours critiqué la chose lorsque Triodos l'a fait en 2023 / 2024 (6).

Des solutions peuvent résoudre ce souci (elles sont données en vrac ci-après) :

(6) En augmentant son dividende, la banque a favorisé les spéculateurs qui ont acheté le titre à 20 ou 25 €. Avec une revente après dividende et un cours même légèrement plus haut, le bénéfice a pu atteindre plus de 10 à 15 %.

Agir sur Captin ?

- Il serait au minimum nécessaire de conserver secret le programme de rachat tel que proposé en page 13 afin d'éviter les "sur-achats" pré-opération... et spéculatifs.
- Ou alors carrément annoncer les détails de l'opération afin que le cours sur Captin remonte à la valeur de départ ou s'en approche. On favoriserait la spéculation, mais à court terme. Que ce soit pour la bonne cause ne me réjouit pas.
- Mais le plus simple serait de s'en tenir à ne faire participer au système que les certificats acquis jusqu'avant la première cotation sur Captin, quitte à laisser Captin en route pour les volumes échangés pendant la période de cotation sur le MTF. Après tout, ceux qui veulent spéculer ne pourront que se réjouir de conserver ce terrain de jeu. La chose est d'autant plus concevable que la banque a signalé que pour payer les 10 € d'indemnité de sa convention conclue avec la SCTB en janvier 2025, elle s'en tiendrait aux états de situation d'avant la cotation Captin.
- Un avantage de laisser Captin en route serait que la banque ne devrait pas payer d'indemnité de rupture anticipée de contrat à la plateforme. Quoi, vous ne le saviez pas ?
- Évidemment, on pourra signaler que deux cours différents ne pourraient coexister. Déjà, on notera que oui, si les actions sont nominativement séparées en A et B. Ensuite, rappelons qu'il est tout à fait possible de coter une action à prix fixe sur Captin, la plateforme n'étant alors utilisée que comme centre d'échange administratif. En effet, le système d'enchère tel qu'il est a été choisi par Triodos, mais d'autres systèmes de cotation sont proposés par Captin !

Des paliers (trop) importants ?

Une autre solution consisterait à partir en valeur fixe à 30 € (ou cours Captin actuel) et d'avoir des paliers d'augmentation futurs plus importants. Toutefois, si l'on s'en tient à une durée de rattrapage de 8 ans, cela signifie qu'un palier d'augmentation serait de 7 à 8 €, ce qui me semble beaucoup.

À tout le moins, annoncée à l'avance, une telle opération avec un tel palier ferait monter les cours Captin déraisonnablement, même si on peut imaginer que pour un détenteur passif qui recevrait son extrait de compte-titres annuel, voir une augmentation d'une telle ampleur lui ferait certainement plaisir et apaiserait ses craintes et ses rancœurs d'un passé maltraité par le management.

On pourrait dès lors envisager de geler toutes les transactions sur Captin, au minimum le temps d'annoncer la proposition aux détenteurs (et au marché), en accord avec les autorités de contrôle, bien évidemment. Dans ce cas de figure, le cours Captin est fixe et ne dépend plus du marché (offre et demande) et on peut le prendre comme base de fair value. A défaut d'accord sur la proposition, on réouvre le marché Captin, et Euronext dans sa foulée.

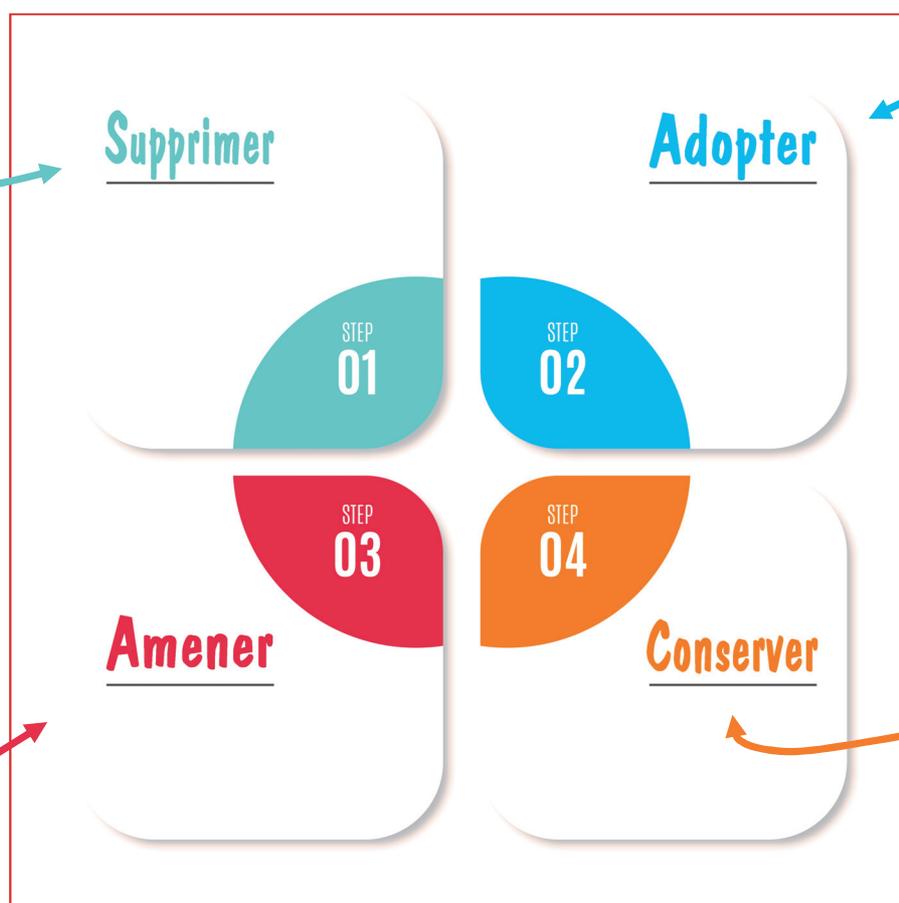
Dans cette optique de gel, le cours d'entrée sur un marché interne pourrait alors être de 60 €, les spéculateurs n'ayant pas eu le temps ou l'opportunité d'acheter en vue de réaliser une plus-value conséquente.

« N'achetez que ce que vous seriez parfaitement heureux de conserver si le marché fermaît pendant 10 ans. »

2. Les conséquences sur les volumes de transaction

Résumons la situation. Je propose ni plus ni moins de :

1. **Supprimer** un système de cotation externe et boursier proposant de la liquidité (très relative sur Captin, très aléatoire sur Euronext) au prix d'une volatilité +/- forte, d'un prix qui restera largement inférieur au prix d'acquisition de 75 à 84 € pour la majorité des détenteurs et d'un environnement fait d'incertitude.
2. **Adopter** un système connu des détenteurs, avec un prix de base réduit mais bien supérieur au prix boursier actuel, et une augmentation programmée de la fair value pour rejoindre à terme la VNI, le tout dans le cadre d'un retour de gestion par la banque (avec une organisation non-profit de complément) et en évitant toute spéculation, mais sans remettre en cause la croissance de la banque.



3. (R)**amener** une régularité (chose qui a toujours été appréciée par les détenteurs) ainsi qu'un cours cohérent avec un marché qui, dès le départ et à cause de l'incitant de cours futurs connu, permettra de diluer les actes de vente sur la durée et très certainement d'amener les acheteurs à la table d'investissement.
4. **Conserver** la fonction essentielle de la banque d'être un intervenant à long terme dans une économie durable où elle peut-être en accord avec ses valeurs fondamentales, mêmes si elles doivent s'inscrire en porte-à-faux avec celles défendues par des autorités nationales. Si c'est pour avoir une banque comme les autres pas besoin d'avoir une qui fait la même chose.

Et alors ?

Comment peut réagir le détenteur lambda ? Peut-on réellement croire que dès la remise en route du buffer, celui-ci va être inondé de ventes alors même que le ventre mou de la banque ne pourra avoir que de la satisfaction d'en être revenu à ses fondamentaux, renforcés, et surtout que toute forme d'incertitude sera levée et mieux, que l'espoir d'une augmentation progressive du cours sera une vraie réalité, avec des paramètres connus, et pas seulement ceux à la cantonade par un type qui s'en va ?

Par ailleurs, avec ce programme, les acheteurs extérieurs ne pourront-ils pas être au taquet ? À ce propos, on pourra aussi réfléchir au fait qu'une période de détention minimale pourrait être imposée aux nouveaux acheteurs, afin de ne pas déséquilibrer le jeu de quille (voir aussi point E. 3. plus bas).

« Mieux vaut acheter une entreprise extraordinaire à un prix ordinaire qu'une entreprise ordinaire à un prix extraordinaire. »

En ayant toujours en tête l'incohérence des événements qui nous ont été présentés par la banque en 2020, il faut constater que le détenteur lambda n'est pas un spéculateur, mais bien un investisseur à long terme :

- Les spéculateurs sont sur Captin et vu les volumes de transaction, ils sont loin d'être légion.
- Avant 2020, un investisseur achetait des certificats pour soutenir la banque, pour éviter la bourse, pour être cohérent avec sa propre démarche éthique, pour recevoir un dividende juste et sans exagération.
- Sauf cas très spécifiques et largement limités, l'investissement en certificat a toujours été fait dans un cadre de diversification de patrimoine, avec une approche long terme, le produit ne se prêtant pas à l'investissement court terme.
- Depuis les remous de 2020, environ 70 à 80 % des détenteurs n'ont pas bougé, non seulement parce qu'ils ont été largués dans la débauche d'explications incompréhensibles et d'événements aussi divers que ridicules, mais aussi et sans doute surtout parce que ce sont comme beaucoup des investisseurs passifs qui ont fait confiance à la banque (avec beaucoup de regrets, faut-il le préciser). Par un système stable, cette confiance pourrait être reconquise.

Dès lors, et pour peu qu'on leur propose la remise en route d'un système simple, clair (y compris dans ses limites) et remettant la banque au coeur d'un système non-spéculatif, pourquoi une survente serait-elle à craindre de la part des détenteurs ?



3. Spéculation

Cette dernière question est évidemment importante puisque les spéculateurs arrivés sur Captin pourraient parfaitement être les mêmes qui viendront sur Triodos et une fair value en augmentation. Les détenteurs existants pourraient d'ailleurs être aussi tentés par des mouvements d'achats / ventes inhabituels pour eux. Il n'y a pas de petits profits...

Une double solution, temporaire, pourrait dès lors être mise en place pour réguler les mouvements :

- L'accès aux transactions pourrait pendant un certain temps être réservé aux détenteurs existants.
- Pendant la période de rattrapage, une condition spécifique pourrait être ajoutée lors d'un achat, à savoir la détention des certificats pour une durée minimale de 5 ans (par exemple), voire jusqu'au rattrapage de la VNI.

Cet accès limité ne devrait pas gêner la banque puisqu'elle a elle-même affirmé qu'avec l'entrée en bourse, elle n'envisageait pas d'augmentation de capital. Donc, pas de nouveaux détenteurs achetant de nouveaux certificats.

4. En parallèle

Il est important de noter qu'en parallèle aux dispositions prises lorsque le buffer est atteint (ou pas), trois autres me semblent devoir être organisées :

a. Politique de dividende revue à la baisse

L'augmentation du dividende +/- nécessitée par l'entrée en bourse pour soutenir le cours a surtout eu pour effet d'augmenter la cupidité des uns et des autres, et la spéculation active sur le titre lors des périodes pré-dividendes. Antérieurement, les détenteurs se sont toujours contenté d'un dividende normal, voire moindre pour favoriser la pérennité d'un système conforme à leurs valeurs.

Je ne pense pas que la technique du sur-dividende apparaisse dans les manuels d'éthique, et en tout cas pas dans le mien. Si on veut spéculer, on peut utiliser un autre outil que Triodos. Bref, le retour à un dividende juste est plus que prôné, ce qui ne pourra avoir qu'un effet bénéfique sur le rattrapage de cours au démarrage.

b. Retour de la possibilité du stockdividende

Celui-ci favorise fiscalement le détenteur ainsi que, par définition, les volumes à l'achat.

c. Retour à la détention de compte-titres dans chaque pays où se trouve la banque

Ce système implique l'abandon des obligations fiscales sur les comptes tenus à l'étranger dans les pays hors Pays-Bas, ce qui a généré avec le choix de Captin des erreurs et des contraintes malheureuses qui ne sont d'ailleurs pas encore toutes mises au jour.

5. Conclusion

Je n'ai plus rien à communiquer pour l'instant, déjà parce que c'est un sacré taf ! Mais il est probable que vous pourrez vous dire après lecture de ce rapport qu'il n'est pas complet, qu'il manque des informations, qu'il devrait creuser plus avant telle ou telle idée énoncée, ou que d'autres sont inutiles. Sans doute...

Néanmoins, à ce stade, on me fera le plaisir de relire le bas de page 5 où j'explique qu'il appartient à ceux qui sont payés par la banque de fournir des solutions viables, c'est-à-dire innovantes et concrètes. Parce que payer des gars pour nous dire que finalement si la drogue, c'est mal, la bourse, c'est bien, vous m'excuserez de penser que c'est de l'argent jeté par les fenêtres. Ce qui ne dérange ni la banque ni la SAAT, on est d'accord.

Ne soyons pas crédules. Cette « solution » du marché boursier ouvert a été évoquée dès les débuts de l'affaire et il ne fallait pas être grand spécialiste pour en percevoir les avantages et inconvénients. Je suis bien conscient qu'il y a cinq ans, les consciences étaient encore trop aiguisées pour que la banque puisse jeter cette idée capitaliste à la figure de ceux qui voulaient que Triodos mange plus vert que la vache de mon grand-père dans ses prés fleuris. D'où le ramdam, ponctué de micmacs et d'incohérences tout autant que tartiné de paroles doucereuses et d'écrits hiéroglyphiques, avec en dernier acte connu le passage sur Captin, inévitable capotage qui pouvait enfin amener à la conclusion Euronext (7).

Hé bien, non, Messieurs Duboard et consorts, votre volonté n'est pas la mienne et j'ose espérer qu'elle n'est pas non plus celle de nombreux détenteurs qui ne veulent sûrement pas courber l'échine devant vos manœuvres manichéennes.

Le meilleur moyen pour eux de résister est aujourd'hui de se réunir pour défendre leur droits, mais aussi de répondre à une question toute simple.

À choisir, que préférez-vous :

- 1) Un passage direct par Euronext**
- 2) ou une étude sérieuse de la proposition présentée dans ces pages ?**

Envoyez votre réponse, vos commentaires et vos suggestions à support@trioforum.be.

(7) Il est en effet plus que problème que Captin n'aie été qu'une étape prévue dès le départ pour planter un clou supplémentaire dans le cercueil des certificats ancienne version. L'échec de Captin était largement prévisible et aucun gestionnaire un peu sensé ne pouvait raisonnablement parier sur une réussite (voir mon comparatif de 2022 !). La question « à qui profite le crime ? » reste donc d'actualité. La seule réponse plausible est que l'échec Captin était une excuse toute trouvée pour justifier un passage vers Euronext, formule plus souple et plus cohérente.



Transparency