



OPNIEUW HET LICHT ZIEN

**Rapport over een herstart
van het verbeterde interne beoordelingssysteem
voor Aandelencertificaten van Triodos Bank**

Sommaire

- p. 4 : De context
- p. 6 : Technische contrôle
- p. 8 : Het voorstel
- p. 14 : Problemens, oplossingen en gevolgen
- p. 18 : Conclusie

Aarzel niet om uw opmerkingen, correcties, suggesties en verbeteringen aan ons te bezorgen via support@trioforum.be.

***Vertaling** : Deze versie van het rapport is vertaald met behulp van Google Translate en is bijgewerkt door een nederlandstalige vrijwilliger. Bij twijfel neemt de franstalige versie.*

Opnieuw het licht zien - Bernard Poncé, 11 février 2025. Trioforum Éditions - Bouge, support@trioforum.be. Layout en grafisch werk : Bernard Pé. Correctie in het frans : René Moreau. Nederlandstalige vrijwilliger : Peter Van de Cruys © Dit rapport en de volledige inhoud zijn beschermd door auteursrecht. Elke reproductie onder welke vorm dan ook is onderworpen aan voorafgaandelijke en schriftelijke toestemming van de auteur. Foto's : Freepik behalve pp 1, 2 en 20 Arthis Monq (details op aanvraag).



OPNIEUW HET LICHT ZIEN

Rapport over een herstart
van het verbeterde interne beoordelingssysteem
voor Aandelencertificaten van Triodos Bank

*De zinnen in het rood die in dit rapport voorkomen
staan op de website www.cafedelabourse.com.
en zouden zijn uitgegeven door Warren Buffet.*

1. De context

« Een goed verleden is een dood verleden ».

Deze parafraze van het helaas al te bekende gezegde van Philip Sheridan zou ook van toepassing kunnen zijn op de situatie die we vandaag de dag meemaken met betrekking tot de aandelencertificaten van Triodos Bank.

Meegesleept door de kwellingen die Triodos veroorzaakt, als zoveel borsten die we niet (meer) willen zien, en zo de gemakzucht van de neerslachtigheid de overhand laten nemen omdat "we allang niets meer begrijpen", zijn er velen die de niet zo oude geschiedenis van de certificaten grotendeels zijn vergeten. En dat komt het management prima uit, want het wil alleen maar een heleboel hersenloze mensen tegenover zich hebben, van wie het de geheugenneuronen geleidelijk en methodisch heeft gewist om ze te vervangen door... niets.

Er is zoveel water naar zee gestroomd en we zijn verdronken in zoveel informatie of pseudo-informatie, dat er nog maar weinig mensen zijn die kunnen zeggen dat ze het begin van de geschiedenis kennen en dat ze nog proberen de wirwar te doorgronden. Wie is er tegenwoordig nog geïnteresseerd in een geschiedenis die zo gemakkelijk te verdraaien is, vooral als degenen die er wel belang bij hebben er blijven op hameren dat je het verleden moet vergeten, dat je moet accepteren dat het nooit meer terug kan komen en dat je vooruit moet kijken naar een toekomst die eerlijke mensen moeilijk kunnen inschatten, zo vol onzekerheden is die.

' Triodos bank heeft overduidelijk een aantal opeenvolgende situaties doen ontstaan ...'

Helaas voor de bank behoor ik tot degenen die graag langs de kant van de weg stoppen en de tijd nemen om gebeurtenissen te overdenken, een bron van ontdekkingen en reflecties (1). Ik behoor ook tot degenen die vinden dat dit begraven van het verleden en deze vlucht met veel bombarie richting de toekomst, waarvan ons wordt verteld dat ze onontkoombaar is, veel te gemakkelijk is. Zeker omdat de bank, ondanks onze oproepen, altijd heeft geweigerd om duidelijk uit te leggen waarom van alle zogenaamd overwogen oplossingen alleen een beursintroductie de meest haalbare was. En we hebben allemaal gezien wat er met deze eerste chaotische aankondiging is gebeurd, die eindigde met een nattedonder-exit, en een tweede act waarin het grote poppentheater van Euronext werd onthuld.

Echter, gelet op alle verzamelde gegevens over gebeurtenissen uit het verleden, concludeer ik, en dat is geheel mijn eigen conclusie, dat Triodos Bank sinds de volledige en gedwongen stopzetting van de notering, en in werkelijkheid al lang daarvoor, duidelijk een reeks situaties heeft veroorzaakt waarin keuzes werden gemaakt om problemen op te lossen die zij zelf had veroorzaakt, wat onvermijdelijk leidde tot een notering van de certificaten op het Europese platform.

(1) Het rapport 'Understanding and Acting' is slechts één voorbeeld, maar wel een essentieel omdat het perfect gedocumenteerd is. Zie ook noot (2) pagina 6.

Er dient opgemerkt te worden:

- * Dat deze keuzes zijn gemaakt zonder duidelijke uitleg voor de afwijzing van het interne beoordelingssysteem en alternatieve paden.
- * Dat de belangrijkste beslissingen werden genomen zonder dat de aandeelhouders echt werden geraadpleegd en door hen te gijzelen.
- * Dat een notering op de internationale markt fundamenteel in strijd is met de primaire belegging-skeuze van certificaathouders die hun effecten hadden gekocht, juist vanwege het ontbreken van volatilititeit op de aandelenmarkt.
- * Dat de bank de beurs altijd heeft voorgesteld als onverenigbaar met haar project, om ethische redenen en onkreukbaarheid ...
- * ... maar dat ze desondanks en vreemd genoeg van gedachten veranderde als het haar uitkwam, en kwaliteiten ontdekte die er voordien niet waren. Natuurlijk, alleen dwazen veranderen nooit van gedachten. Maar het is hier niet zozeer een mening die verandert, maar de eigen aard van het sociale kapitaal van het bedrijf.
- * Zowel voor Captin als voor Euronext, waarbij voor de eerste een nieuw uitwisselsysteem op poten werd gezet en de verbetering van de liquiditeit (en administratieve procedures) van de tweede werd beoogd, kwam er een volatilititeit in het aandeel als gevolg van vraag en aanbod en een aanzienlijke prijsdaling.
- * Dat ik deze kunstgrepen niet kan accepteren zonder dat ik heb geprobeerd een creatieve oplossing te vinden die niet alleen gericht is op een herstel van de liquiditeit, maar ook op het herstel van de fundamenten van de bank en op een terugkeer naar een coherente waardering van de titel.
Ik negeer dus de kritieken dat het weigeren van een oplossing één ding is, en het aanbieden van een alternatief iets anders is. Ze vergeten echter dat dit niet de rol is van naïevelingen, maar van degenen die ervoor betaald worden om dat te doen. Op de volgende pagina's beschrijf ik tenminste één levensvatbaar project dat niet door de bank werd gesteund, omdat, voor zover ik weet, niemand het had voorgesteld. En als ooit zou blijken dat er al eerder een soortgelijk project op tafel lag, dan is dat niet gecommuniceerd geweest en werd er ook niet uitgelegd waarom het is afgewezen!

Kortom, in plaats van te speculeren, ga ik verder met een voorstel dat de verdienste heeft dat het bestaat, dat het aan u wordt gepresenteerd en dat er over kan worden gesproken. Uiteraard niet op de Triodos-manier.

Een gedachte:

Sommigen vragen zich af of Euronext niet gewoon een stap is naar een ander doel. Ze zullen stof tot nadenken vinden in dit citaat van Warren: "Als je ooit in een zinkende boot terechtkomt, is de energie die nodig is om van boot te wisselen productiever dan de energie die nodig is om de gaten te dichten." »



2. Technische controle

Ik ben er al lang van overtuigd dat, in tegenstelling tot de ongedocumenteerde beweringen van de bank, de interne notering met buffer nog steeds zijn bestaansrecht heeft. Het systeem kan eenvoudig worden verbeterd en vooral worden ingepast, zodat het optimaal functioneert.

A. Het wissen van het systeem

Zonder terug te komen op de verschillende beslissingen die als dominostenen werden opgesteld om het interne systeem van vergelijking uit te wissen en dat in 2021 officieel nog steeds niet is opgelost (2), moeten we vaststellen, zij het achteraf gezien, dat het tijdens de paniek op de aandelenmarkt ongetwijfeld verstandiger zou zijn geweest om in 2020... helemaal niets te doen! Kortom, laat de storm maar gaan liggen en neem op tijd zelf de touwtjes weer in handen.

Ik heb regelmatig gewezen op de tegenstrijdigheid die de situatie rond Triodos met zich meebracht: in 2008 en tijdens eerdere stormen steeg de bank, terwijl andere banken daalden. Tijdens deze crisis gebeurde echter het tegenovergestelde. Nog ongelooflijker: volgens de bank wilde iedereen vanaf oktober 2020 Triodos verkopen, terwijl de beurs steeg en de gezondheidscrisis begon te vervagen!

Hoe kunnen we dan niet vermoeden dat "men" de bank een grote wending wilden geven door gebruik te maken van een gebeurtenis die even opmerkelijk als onverwacht was (maar waar onze vrienden niet op hadden gehoopt) om de bank naar volle zee te brengen en weg te varen van de toch geruststellende kusten waar investeerders in cabotage langs hadden gevaren? En als het niet zo bedoeld was, kan het enkel onvermogen geweest zijn. In beide gevallen is dat ernstig.

« Ik investeer in bedrijven zo prachtig dat ze door een idioot bestuurd kunnen worden. Want vroeg of laat zal het gebeuren.. »

(2) Deze overwegingen zijn gedocumenteerd in het rapport 'Begrijpen en handelen' uit 2022, evenals in het presentatiebestand van het Trioforum, met name in 'De ongemakkelijke vragen'. Opgemerkt dient te worden dat de bank destijds een systeem heeft afgewezen zonder officieel een ander systeem te presenteren !



B. Ondercapaciteit

Hoe dan ook, ik heb eerder kunnen aantonen dat het interne systeem niet alleen iets te snel is afgekraakt, maar dat het ook niet ten volle is benut, meer bepaald het systeem dat aan ons is verkocht en met name dat bij het bereiken van de bufferlimiet de transacties via Triodos werden gesloten in afwachting van de rust op de markt.

Beleggers waren zich er des te meer van bewust dat enerzijds de kennisvragenlijst (verplichting vóór inschrijving) het onderwerp aankaarte (en het antwoord eenduidig was) en dat anderzijds nooit werd gezegd of geschreven dat er sprake was van enige kapitaal- of liquiditeitsgarantie. Voor laatstgenoemde kan het verleden uiteraard licht en troost bieden. Niettemin was het basisidee goed vastgelegd. Er is echter geen vervolg aan gegeven, omdat de bank alle transacties (uitgaand EN binnenkomend) heeft afgesloten.

Omdat dit het geval is, denk ik dat we het product nog een kans moeten geven, rekening houdend met de ervaringen uit het recente verleden en de behoefte aan een rustigere toekomst. Kortom, het is noodzakelijk om de technische keuring uit te voeren en aan te passen wat aangepast kan of moet worden.

3. Het voorstel

A. Precisie

Het voorstel dat ik hieronder doe, is een schriftelijk voorstel van ideeën die mij realistisch lijken. Zij werden (nog) niet afgetoetst aan de realiteit van de wetgeving en de macht van de toezichthouders, die zeer beperkend kunnen zijn. Deze autoriteiten hebben per definitie geen behoefte aan enige vorm van vernieuwing en houden zich aan de wettelijke vereisten. Dit betekent echter niet dat ze gelijk hebben.

In dezelfde zin ben ik mij er terdege van bewust dat de eerste, bijna automatische, houding waarmee ik geconfronteerd zal worden, er een zal zijn van het verwerpen van alle vernieuwing, en zo alleen maar problemen over te houden in plaats van oplossingen. De menselijke natuur is van die aard dat het gemakkelijker is om een hulpverlener uit te schelden, omdat het op deze manier mogelijk is om beschutting te zoeken bij een glorie die geboren is uit de wanhoop van onszelf te zijn (3).

U zult begrijpen dat ik mij hier in de eerste plaats richt tot mensen met goede bedoelingen die de situatie graag willen analyseren, hun spaargeld willen benutten en willen proberen de moeilijkheden één voor één te overwinnen om tot een harmonieuzer en eerlijker beoordelingssysteem voor alle certificaathouders te komen.

'De menselijke natuur is van die aard dat het gemakkelijker is om een hulpverlener uit te schelden, omdat het op deze manier mogelijk is om beschutting te zoeken bij een glorie die geboren is uit de wanhoop om onszelf te zijn.'

Het voorstel zal de bank waarschijnlijk niet bevallen. We kunnen er gerust van uitgaan dat ze haar energie liever blijft steken in een willekeurige aandelenmarktoplossing, die hoe dan ook nadelig zal zijn voor de houders, gezien het volstrekt onvoorspelbare karakter ervan. De vraag die wij ons als aandeelhouders dan ook moeten stellen is: waarom? Omdat het management van de bank energie en geld steekt in puur verlies, hoeft het niets meer te bewijzen. Als dit gedrag eenmaal als natuurlijk is vastgesteld, kan niets hen ervan weerhouden om ook het parallelle pad te verkennen dat wordt voorgesteld. Het is duidelijk dat ze, gezien de beslissingen die in 2024 werden genomen en waarover werd gestemd, niet de tijd zal nemen om haar hart uit te storten bij een paar zeurpieten die bij haar te laat met een alternatieve oplossing komen aandragen, ook al is het alleen maar om de oorspronkelijke geest die over het lot van de bank waakte, te herontdekken. Als ze echter weigert, is dat net het bewijs dat ze de houder wil blijven leiden waar ze wil, niet langer uit verplichting in het licht van onvoorziene omstandigheden, maar in het volle besef van zorgvuldig verborgen wensen op de lange termijn.

(3) Bedankt voor dit filosofisch intermezzo.

B. Het « oude » systeem dat het niet is.

De bank heeft herhaaldelijk aangegeven dat het interne ratingsysteem zich in de afgelopen 40 jaar heeft bewezen. Wel, laat ons het dan opnieuw invoeren, met wat aanpassingen.

Laat ons als hoeksteen het centrale element behouden: de bank beschikt over een buffer die is vastgesteld volgens de wettelijke normen (als ik me niet vergis, 3% van het kapitaal). Ze beheert ook effecten via effectenrekeningen, zoals dat voorheen ook al gebeurde. Dat kan perfect, want de effectenrekeningen zijn nog steeds beschikbaar voor het beheer van Triodos Sicavs.

Wanneer een verkoper zich aandient, koopt de bank het effect (tijdelijk) terug via de buffer en verkoopt deze door aan de eerstvolgende koper. Als aan de kooporders niet voldaan kan worden, dan geeft de bank certificaten uit, zoals voorheen ook gebeurde.

En natuurlijk wordt de vraagprijs bepaald door de 'boekwaarde', zoals dat altijd al het geval is geweest. Behalve wanneer de bewerking wordt herstart, zoals hieronder zal blijken.

Kortom, tot zover niets nieuws onder de zon.



C. De suggesties voor aanpassing

Zoals de titel al aangeeft, zou dit rapport zinloos zijn als het alleen maar zou zeggen: laten we het doen zoals voorheen, het was geweldig. We hebben gezien dat dit ongetwijfeld mogelijk zou zijn geweest als er in 2020 andere beslissingen waren genomen. We hebben ook gezien dat ze zijn ingekort en dat we ons moeten aanpassen, gezien alle beslissingen die daarna zijn genomen. Kortom, dit is gewoon evolutie. Maar dat hoeft niet te betekenen dat we op de glibberige paden moeten terechtkomen waar we nu onverbidlijk naartoe worden geleid.

Toen ik over andere mogelijkheden nadacht, werd ik ertoe aangezet een project in twee fasen te ontwerpen:

Verbeter het oude systeem en/of gebruik alle mogelijkheden ervan
Ontwikkel specifieke ideeën om de interne notering opnieuw op te starten

C.1 Verbeteren

Ik breng hier vier punten naar voor, maar het is duidelijk dat er andere kunnen worden toegevoegd of dat ze de minder efficiënte punten kunnen vervangen:

1) Naar de maximale capaciteit gaan

Bij oververkoop absorbeert de buffer de stroom tot aan de maximale capaciteit. In deze context moet de informatie duidelijk zijn en reeds bekende elementen bevatten (zie punt 2.B.). Enkel voor het bankmanagement is dit nieuw, aangezien alle houders op de hoogte waren van deze regel.

Zodra de buffer is bereikt en ervan uitgaande dat de verkoop nog steeds groter is dan de aankoop, wordt er een alternatief systeem geïmplementeerd, zoals een noodgenerator voor het geval de stroom uitvalt. Het doel is om de oververkoop tijdelijk te compenseren en de markt te kalmeren, met name door een bewust beperkend maar open systeem op te zetten, wat fundamenteel is.

2) First in / First out

Wanneer de buffer volledig is gebruikt, wordt een first in/first out-systeem geïmplementeerd.

Het principe is dat de bank juridisch gezien niet meer betrokken is bij transacties, maar slechts een bemiddelaar is van een aankoop-/verkooptransactie door overleg. Deze rechtsgeldige handeling maakt het mogelijk dat twee houders in besloten kring effecten uitwisselen. Er worden generieke documenten en een procedure ter beschikking gesteld aan investeerders (4). De rol van de bank hierbij is het opstellen van een dubbele lijst van partijen: kopers en verkopers. Hun aanvragen worden verwerkt op basis van wie het eerst komt, het eerst maalt.

De eerste verkoper biedt dus een aantal effecten aan. De bank controleert wie de eerste koper is en stuurt hem/haar de contactgegevens, zodat de verkoop kan plaatsvinden. Als de koper niet de gehele transactie op zich neemt, wordt de volgende koper aangesproken. Enzovoort.

(4) Er is een bruikbare procedure beschikbaar en er bestaan modellen van deze documenten, aangezien ik ze in 2020 zelf heb gemaakt. Die laten houders toe om in onderling overleg aankopen/verkoop te doen.

Voor dit systeem is uiteraard een minimale infrastructuur nodig en het is waarschijnlijk dat juridische elementen de implementatie ervan in de weg staan, in ieder geval met de bank als facilitator.

Het is echter waarschijnlijk dat dergelijke transacties kosteloos kunnen worden uitgevoerd door een non-profitorganisatie als een vzw. Een houder die binnen het kader van een gevulde buffer wil verkopen, kan lid worden van deze vzw. Ook potentiële kopers kunnen lid worden. De vzw zou dan de rol van facilitator kunnen spelen. Om een directe toegang tot de dienst te garanderen, zou men kunnen voorstellen dat bij de inschrijving elke houder de mogelijkheid wordt geboden om zich in ruil voor een symbolische euro aan te sluiten bij de vzw. Ook voormalige aandeelhouders zouden worden uitgenodigd om zich bij de vzw aan te sluiten, die dan zou fungeren als een soort investeerdersclub (er bestaan modelstatuten).

Wij kunnen ons afvragen of een stichting als SAAT deze rol niet zou kunnen vervullen. De vraag is niet dom, vooral omdat ik degene ben die ze stelt. Het antwoord weet ik niet, de vraag blijft open.

De regeling via een vzw (of een andere, dat maakt niet uit) heeft dus als doel de markt te reguleren en ze tegelijk open te houden. Het is ook de bedoeling om de haast van de verkopers te temperen, voor het geval dat ze allemaal tegelijk aan de deur staan te drummen.

Wanneer de vzw constateert dat er terug meer kopers dan verkopers zijn, stopt zij haar tussenkomst en kan de bank de buffer weer openen door de effecten die zij heeft verzameld, weer te verkopen. In deze context moet het bufferherstel vooraf worden gedefinieerd. Om te voorkomen dat de bovengrens van de buffer te snel opnieuw wordt bereikt, kan worden overeengekomen dat na activeren van de bemiddeling van de vzw het bufferherstelniveau variabel wordt. Op een gegeven moment kan het dus 80% zijn, en na een tweede uitbesteding na oververkoop, kan het bijvoorbeeld weer op 60% uitkomen.

Opgemerkt dient te worden dat de vzw haar leden formulieren voor onderlinge transacties ter beschikking stelt. Deze bevelen de bank met name om een overdracht van de effectenrekening naar de effectenrekening uit te voeren. Voor deze handeling kunnen kosten in rekening worden gebracht.

Een overpeinzing

Laten we degenen die de afkorting vzw associëren met een buurtvereniging, eraan herinneren dat ook het Rode Kruis een vereniging zonder winstoogmerk is. Dit type



non-profitorganisatie kan dus perfect de taak op zich nemen om haar leden met elkaar in contact te brengen, wetende dat zij niet optreedt als financiële tussenpersoon en niet tussenbeide komt in externe financiële transacties.

'De bemiddeling door een vzw (of een zorgelijke instelling) heeft daarom als roeping om de transacties te reguleren en de markt open te houden.'

3) Uitgifte van obligatie

De bank bepaalt in haar statuten (indien nodig) dat zij, indien de bufferlimiet wordt bereikt, kan overgaan tot de uitgifte van obligaties, zoals zij in het verleden ook al heeft gedaan. Zulke uitgifte zou hier echter gericht zijn op het verlichten van de buffer om in geval van een crisis ademruimte te creëren en de activiteiten voort te zetten.

4) De verkoop verbieden

De bank kan besluiten om de verkoop tijdelijk te sluiten of te beperken, maar de aankopen volledig open te laten. Er moet echter worden opgemerkt dat het hier niet om een echte aanpassing gaat want de bank heeft deze maatregel al in oktober 2020 doorgevoerd. De negatieve gevolgen die kennen we. Zulke beperkingen hebben ook het nadeel dat ze de verkoopdrang opwekken en versterken.



C.2. Vernieuwen

Het is duidelijk dat met de storm en de door de bank in gang gezette koersbewegingen een herstel van de notering naar +/- € 90 (huidige inventariswaarde) onmogelijk is, al was het maar vanwege de speculatie die dit met zich mee zou brengen. Er kan echter wel een overgangsooplossing worden bedacht. Voor groot kwaad graag een gepaste oplossing.

Het voorstel is dat de bank een vaste wisselkoers vaststelt, die idealiter in eerste instantie tussen de Captin-noteringswaarden (+/- € 30) en de NAV (€ 90) ligt.

Een start van de transacties zou kunnen plaatsvinden aan € 60. Deze waarde kan de houders uiteraard geruststellen in hun situatie, en zeker als hieraan een programma van regelmatige verhoging van de noteringswaarde wordt toegevoegd om binnen een +/- lange periode de boekhoudkundige waarde (NAV) te bereiken.

Het idee is dus om deel te nemen aan een vooraf vastgesteld programma, dat niet op speculatie berust. De waardestijging is dus niet langer afhankelijk van een willekeurige markt, maar van een gecontroleerde boekhouding.

Bijvoorbeeld, uitgaande van een marktwaarde (of reële waarde) (5), zou de vaste wisselkoers van het effect elk jaar met een nader te bepalen bedrag kunnen stijgen. Dit bedrag wordt bepaald door de tijd die nodig is om de waarde door opeenvolgende verhogingen terug te brengen naar de werkelijke NAV. Het doel is immers om de waarde weer op boekwaarde te noteren.

'...Een opbouwperiode van 8 jaar lijkt mij redelijk, zowel om de intrinsieke kenmerken van de titel te bevestigen als om (echte) stabiliteit te brengen.'

We zouden bijvoorbeeld beginnen met € 60,- en het jaar daarop zou het reële-waardetarief worden vastgesteld op € 64,-. De prijs zou elk jaar met € 4 kunnen stijgen om de NAV te bereiken, die hoogstwaarschijnlijk zal zijn gestegen. Om het bezwaar tegen te gaan dat de NAV zou kunnen dalen (wat gebeurt na uitkering van het dividend), zou de bank wettelijk het recht kunnen hebben om het bedrag van aangroei (tijdelijk) te verlagen. Omgekeerd zou besloten kunnen worden dat dit bedrag van aangroei niet mag stijgen of dat er een maximum gesteld wordt om speculatieve bewegingen op korte termijn te ontmoedigen.

Gezien de onrust die het management heeft veroorzaakt, in verband met de fundamentele aspecten van de titel (zie punten 1. C. en D. hierboven), lijkt een progressieperiode van 8 jaar mij redelijk om zowel de intrinsieke kenmerken van de effecten te bevestigen als om (echte) stabiliteit in alle orders te herstellen en vooral om de verkopen beter te spreiden in de loop over de tijd, een maatregel die voor sommigen wellicht beter is dan voor anderen. De voortgangsstappen worden dus bepaald door het begintraject.

Het voordeel hiervan is dat iedereen op een gepaste of gewenste waardering van de effecten kan wachten, dus tot de waarde naar zijn eigen inschatting voldoende gestegen is en op dat moment kan verkopen, uiteraard indien men wil verkopen.

(5) Dit principe van automatisch vaste waarde werd door de bank in 2021 en 2022 doorgevoerd, bij gebrek aan een beursnotering. De vaststelling van deze fictieve waarde was het onderwerp van diepgaande kritiek in het presentatiedossier van Trioforum, in "De ongemakkelijke vragen / Fair value of economische waarde". Maar hier zou het wel logisch zijn.

4. Problemens, oplossingen en gevolgen

Omdat het bovenstaande onmiddellijk min of meer terechte bezwaren zal oproepen bij de meest ontevredenen (lees punt 1 nog eens), zal ik proberen een paar ideeën alvast te verduidelijken, wetende dat punt C.2. (pagina 13) niet onschuldig is!

1. Het probleem van de beginwaarde

Door een startprijs van € 60 vast te stellen, kunnen we passieve beleggers weer hoop geven zonder dat dit de verkoop stimuleert. De NAV bedraagt immers € 90 en beleggers weten van tevooren dat de vastgestelde reële waarde automatisch zal stijgen.

Het zijn dus de langetermijninvesteringen en het geduld die hier in de schijnwerpers staan. Het zijn mantra's van een groot aantal houders, waaronder ook van mensen waarvan we tot nu toe nog nooit hadden gehoord. Met andere woorden, een schot zo groot dat zelfs de bank erop rekent (en op haar stilzwijgen) dat haar slechte beslissingen erdoor komen.

« Mijn voorkeursbeleggingshorizon is voor altijd. »



Er is duidelijk een groot probleem, namelijk dat de huidige koers via Captin op € 27-28 staat. Als een operatie zoals ik voorstel officieel wordt aangekondigd, is het duidelijk dat het transactievolume voor aankopen op Captin zal toenemen. Sommigen zullen daarom geneigd zijn om te kopen, zodat ze deze (aanzienlijk) duurder kunnen doorverkopen als het vaste systeem weer wordt opgestart. Het zou dus speculatie kunnen bevorderen en ik heb dat altijd bekritiseerd toen Trio-dos het in 2023/2024 deed (6).

Er zijn oplossingen die dit probleem kunnen verhelpen (zie hieronder voor een overzicht):

(6) Door het dividend te verhogen bevoordeelde de bank speculanten die de aandelen kochten voor € 20 of € 25. Bij een wederverkoop na dividend en een nog iets hogere prijs kan de winst oplopen tot ruim 10 tot 15%.

Handelen op Captin ?

- Het zou op zijn minst nodig zijn om het aankoopprogramma zoals voorgesteld op pagina 13 geheim te houden om handelingen met voorkennis en speculatieve "over-aankopen" te voorkomen.
- Of anders de details van de operatie aankondigen, zodat de prijs op Captin weer stijgt naar de beginwaarde of daar dichtbij komt. Speculatie zou aangemoedigd worden, maar dan enkel op korte termijn. Het verheugt me niet dat het voor een goed doel is.
- Maar het eenvoudigste zou zijn om alleen certificaten die verworven waren vóór de eerste notering op Captin te laten deelnemen aan het systeem, zelfs als dat betekent dat Captin verder werkt voor de volumes die tijdens de noteringsperiode op de MTF worden verhandeld. Wie wil speculeren, kan immers alleen maar blij zijn om dit speelveld te behouden. Dat is des te meer denkbaar nu de bank heeft aangegeven dat ze, om de schadevergoeding van € 10,- uit haar overeenkomst met de SCTB van januari 2025 te betalen, zich aan de situatie van vóór de Captin-notering zou houden.
- Een voordeel van het laten bestaan van Captin is dat de bank geen schadevergoeding voor vroegtijdige beëindiging aan het platform hoeft te betalen. Wat, wist je dat niet?
- Het is duidelijk dat twee verschillende waarderingen niet naast elkaar kunnen bestaan. Allereerst noteren we dat de aandelen nominaal kunnen worden gescheiden in A en B. Laten we vervolgens in herinnering roepen dat het heel goed mogelijk is om een aandeel tegen een vaste prijs op Captin te noteren, waarbij het platform dan alleen wordt gebruikt als een administratief uitwisselingscentrum. Het veilingssysteem zoals dat nu bestaat, is inderdaad door Triodos gekozen, maar Captin biedt ook andere noteringssystemen aan!

Té belangrijke niveau's ?

Een andere oplossing zou zijn om te beginnen met een vaste waarde van € 30 (of het huidige Captintarief) en in de toekomst grotere verhogingen toe te passen. Als we echter uitgaan van een inhaalperiode van 8 jaar, dan zou de stijging uitkomen op € 7 tot € 8, wat mij veel lijkt.

Op zijn minst zou een dergelijke operatie met een dergelijk niveau, indien vooraf aangekondigd, leiden tot een onredelijke stijging van de Captin-prijzen, ook al kan men zich voorstellen dat een passieve houder die zijn jaarlijkse effectenrekeningafschrift zou ontvangen, zeker blij zou zijn met een dergelijke stijging en zijn angsten en wrok over het verleden waarin hij door het management slecht is behandeld, zou wegnemen.

We zouden daarom kunnen overwegen om alle transacties op Captin te bevriezen, in ieder geval totdat het voorstel aan de houders (en aan de markt) is bekendgemaakt, uiteraard in overleg met de toezichthouders. In dit scenario ligt de Captin-prijs vast en is deze niet langer afhankelijk van de markt (vraag en aanbod) en kan deze als basis voor de reële waarde worden gebruikt. Als er geen overeenstemming over het voorstel wordt bereikt, wordt de Captin-markt heropend en volgt Euronext.

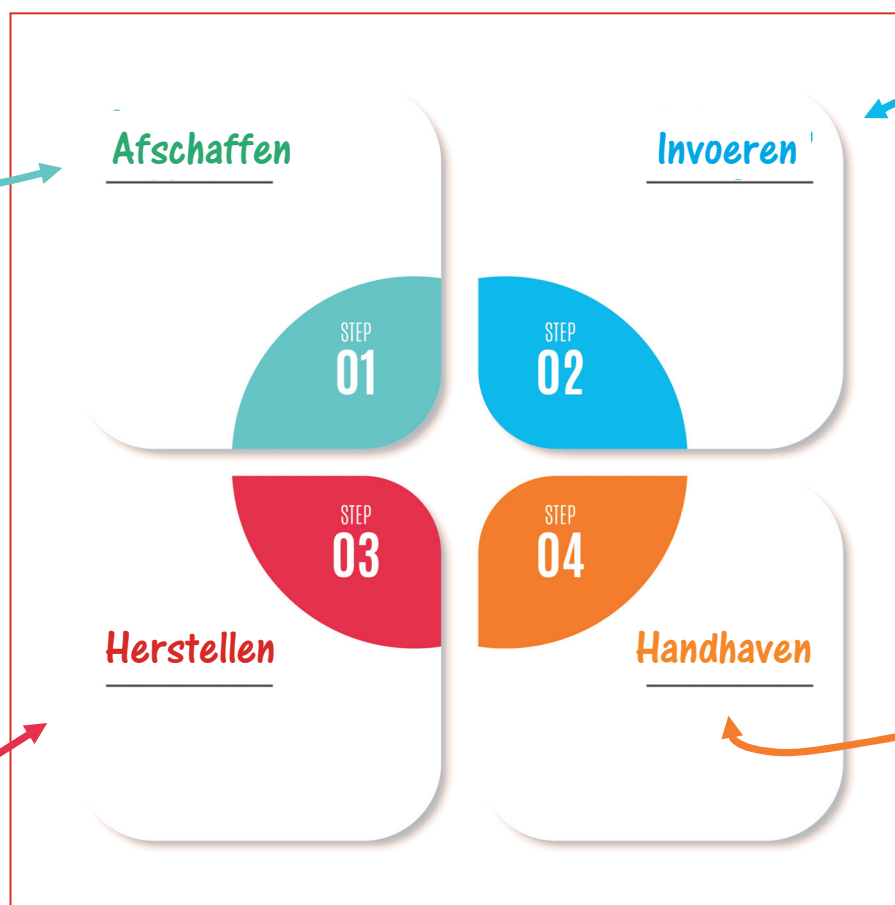
Met deze bevroering in gedachten zou de instapprijs op een interne markt dan € 60 kunnen bedragen, aangezien speculanten niet de tijd of de mogelijkheid hebben gehad om te kopen met het oog op het behalen van een substantiële kapitaalwinst.

« Koop alleen waar je helemaal blij mee bent om te behouden als de markt 10 jaar gesloten blijft. »

2. De gevolgen van de verkoopsvolumes

Laten we de situatie even samenvatten. Ik stel niets meer en niets minder voor dan:

1. Een extern en beursnoteringssysteem **afschaffen**, wat liquiditeit oplevert (zeer relatief op Captin, zeer willekeurig op Euronext) ten koste van +/- hoge volatiliteit, met een prijs die voor de meeste houders ruim onder de aankoopprijs van € 75 tot € 84 blijft en met een omgeving van onzekerheid.
2. Een systeem **invoeren** dat bekend is bij de houders, met een verlaagde basisprijs maar ruim boven de huidige beurskoers, en een geprogrammeerde stijging van de reële waarde om uiteindelijk de NAV te bereiken, dit alles binnen het kader van een terugkeer van het beheer door de bank (met een assiserende vzw) en waarbij elke speculatie wordt vermeden, maar zonder de groei van de bank in twijfel te trekken.



3. **Herstellen** van de regelmaat (iets dat houders altijd hebben gewaardeerd) en een prijs die consistent is met de markt. Deze zal, vanaf het begin en gestimuleerd door de bekende toekomstige prijzen, het aantal verkooptransacties in de loop van de tijd doen afnemen en vrijwel zeker kopers naar de investeringstafel brengen.

4. De essentiële functie van de bank **handhaven**, namelijk een speler op lange termijn zijn in een duurzame economie, waarbij zij haar fundamentele waarden kan naleven, ook al staan deze haaks op de waarden die door de nationale autoriteiten worden verdedigd. Als we een bank willen hebben die niet als de anderen is, dan is er geen behoefte aan een bank die hetzelfde doet.

En dan ?

Hoe zou de gemiddelde houder reageren? Kunnen we echt geloven dat zodra de buffer weer is opgebouwd, deze overspoeld zal worden met verkooporders, ook al kan de zachte onderkant van de bank alleen maar tevreden zijn dat de basiswaarden weer zijn hersteld en versterkt, en vooral dat elke vorm van onzekerheid is verdwenen? Of beter nog, dat de hoop op een geleidelijke prijsstijging werkelijkheid wordt, met bekende parameters, en niet alleen die welke door een vertrekkende man publiek zijn gemaakt?

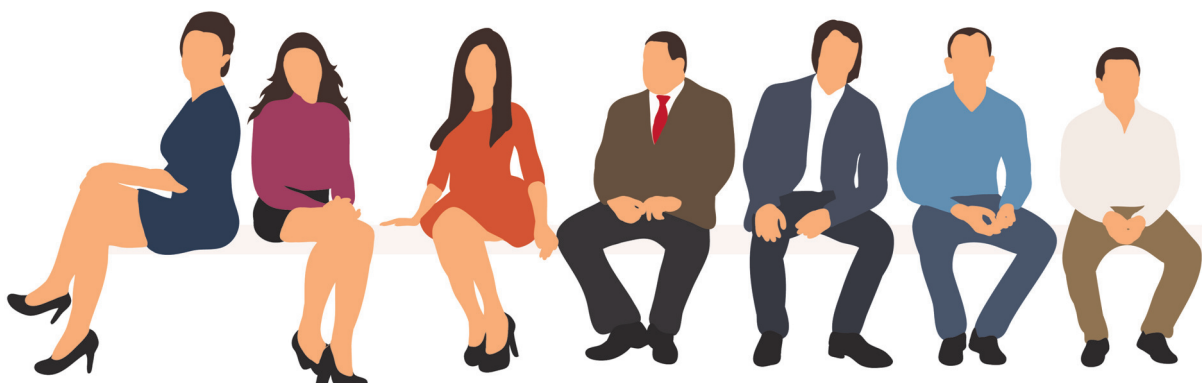
En kunnen externe kopers met dit programma niet genoeg bij de les blijven? In dit verband zou ook overwogen kunnen worden of er een minimale wachtperiode zou kunnen worden opgelegd aan nieuwe kopers, om het spel niet te verstoren (zie ook punt E. 3. hieronder).

« Het is beter om een buitengewoon bedrijf te kopen tegen een gewone prijs dan een gewoon bedrijf voor een buitengewone prijs. »

Rekening houdend met de inconsistentie van de gebeurtenissen die de bank ons in 2020 heeft gepresenteerd, moet worden opgemerkt dat de gemiddelde belegger geen speculant is, maar een langetermijnbelegger:

- Er zijn speculanten op Captin afgekomen en gezien de transactievolumes zijn dat er zeker niet veel.
- Vóór 2020 kocht een belegger certificaten om de bank te steunen, om van de aandelenmarkt weg te blijven, om consistent te zijn met zijn eigen ethische benadering en om een eerlijk en niet overdreven dividend te ontvangen.
- Behalve in zeer specifieke en grotendeels beperkte gevallen, is er altijd belegd in certificaten in het kader van vermogensspreiding, met een lange termijnbenadering, aangezien het product zich niet leent voor kortetermijnbeleggingen.
- Sinds de onrust van 2020 is ongeveer 70 tot 80% van de beleggers niet meer in actie gekomen. Dat komt niet alleen doordat ze zijn achtergebleven in een chaos van onbegrijpelijke verklaringen en even uiteenlopende als belachelijke gebeurtenissen, maar ook en waarschijnlijk vooral omdat ze, net als veel passieve beleggers, hun vertrouwen in de bank hebben gesteld (met veel spijt, dat moet worden opgemerkt). Met een stabiel systeem zou dit vertrouwen hersteld kunnen worden.

Waarom zouden de houders dan bang moeten zijn voor een oververkoop, indien hen de mogelijkheid wordt geboden om opnieuw te beginnen met een eenvoudig en duidelijk systeem (inclusief de limieten) en de bank centraal staat in een niet-speculatief systeem?



3. Speculatie

Deze laatste vraag is uiteraard belangrijk, aangezien de speculanten die bij Captin zijn aangemeld, heel goed dezelfde speculanten kunnen zijn die bij Triodos en een stijgende reële waarde terechtkomen. Bestaande houders kunnen overigens ook in de verleiding komen door voor hen ongebruikelijke koop-/verkoopbewegingen. Er zijn geen kleine winsten...

Er zou dus tijdelijk een dubbele oplossing kunnen worden ingevoerd om de bewegingen te reguleren:

- De toegang tot transacties kan gedurende een bepaalde periode worden beperkt tot bestaande houders.
- Tijdens de inhaalperiode kan bij een aankoop een specifieke voorwaarde worden gesteld, namelijk het aanhouden van de certificaten gedurende een minimale periode van 5 jaar (bijvoorbeeld), of zelfs tot de inhaalperiode van de NAV.

De bank hoeft zich niet druk te maken over deze beperkte toegang, aangezien zij zelf heeft aangegeven dat zij bij de beursintroductie geen kapitaalverhoging overweegt. Er zijn dus geen nieuwe houders die nieuwe certificaten kopen.

4. In parallel

Het is belangrijk om op te merken dat er, parallel aan de regelingen die worden getroffen voor het geval de buffer bereikt is (of niet), naar mijn mening nog drie andere regelingen moeten worden getroffen:

Dividendbeleid naar beneden bijgesteld

De verhoging van het dividend +/- dat vereist is door de beursintroductie om de prijs te ondersteunen, heeft vooral geleid tot een toename van de hebzucht van sommigen en tot actieve speculatie op de titel tijdens de periodes vóór het dividend. Voorheen waren aandeelhouders altijd tevreden met een normaal dividend, of zelfs een lager dividend, om de duurzaamheid van een systeem te bevorderen dat bij hun waarden past.

Ik denk niet dat de superdividendtechniek in ethiekboeken voorkomt, en al helemaal niet in de mijne. Als men wil speculeren, dan kan men een ander instrument dan Triodos gebruiken. Kortom, een terugkeer naar een eerlijk dividend is meer dan aan te raden, wat alleen maar een gunstig effect kan hebben op het koersherstel bij aanvang.

b. Terugkeer van de mogelijkheid tot dividenduitkering

Dit is zowel fiscaal gunstig voor de houder als, per definitie, voor het aankoopvolume.

c. Terug naar het aanhouden van effectenrekeningen in elk land waar de bank is gevestigd

Dit systeem houdt in dat belastingverplichtingen over rekeningen die in het buitenland worden aangehouden, worden geschrapt. Captin had hiervoor gekozen en dat heeft geleid tot vervelende fouten en beperkingen die overigens nog steeds niet allemaal verholpen zijn.

5. Conclusie

Ik heb op dit moment niets meer te melden, want het is een hels karwei! Maar het is waarschijnlijk dat u na het lezen van dit rapport tot de conclusie komt dat het niet compleet is, dat er bepaalde informatie ontbreekt, dat er een bepaald idee verder onderzocht moet worden of dat andere ideeën nutteloos zijn. Geen twijfel mogelijk...

Ik lees in dit stadium graag nog eens het laatste stukje van pagina 5 door, waar ik uitleg dat het aan diegenen is die door de bank worden betaald om haalbare, dat wil zeggen innovatieve en concrete oplossingen te bieden. Want als men mensen betaalt om ons te vertellen dat de aandelenmarkt goed is en dat drugs slecht zijn, dan vind ik dat verspild geld. Dat is noch voor de bank noch voor de SAAT een probleem, daar zijn we het mee eens.

Laten we niet naïef zijn. Deze "oplossing" van de open aandelenmarkt werd vanaf het begin van de zaak genoemd en men hoefde geen groot specialist te zijn om de voor- en nadelen ervan te begrijpen. Ik besef maar al te goed dat de bank vijf jaar geleden nog te gevoelig was om dit kapitalistische idee voor te leggen aan degenen die wilden dat Triodos groener zou eten dan de koe van mijn grootvader in zijn bloeiende weilanden. Vandaar de commotie, doorspekt met wartaal en inconsistenties, verspreid met zoete woorden en geschreven in hiërogliefen, waarbij de laatste bekende daad de passage over Captin was, een onvermijdelijke mislukking die uiteindelijk tot de conclusie van Euronext zou kunnen leiden (7).

Wel nee, heren van de raad en anderen, uw wil is niet de mijne en ik durf te hopen dat het ook niet de wil is van vele andere certificaathouders die zich vast niet willen onderwerpen aan uw manicheïstische manoeuvres van goed en kwaad.

De beste manier voor hen om zich vandaag te verzetten, is door samen te komen om hun rechten te verdedigen, maar ook door een heel simpele vraag te beantwoorden.

Als u mocht kiezen, wat zou u dan verkiezen: een directe doorgang via Euronext of een serieuze bestudering van het voorstel dat op deze pagina's wordt gepresenteerd?

Stuur uw antwoord, uw opmerkingen en suggesties naar support@trioforum.be.

(7) Het is inderdaad meer dan een probleem dat Captin een van tevoren geplande stap was met de bedoeling om de oude versie van de certificaten nog eens extra te ondermijnen. Captins mislukking was grotendeels voorspelbaar en geen enkele beheerder met enig verstand ter zake zou redelijkerwijs op succes kunnen wedden (zie mijn vergelijking met 2022!). De vraag "wie profiteert van de misdaad?" » blijft daarom relevant. Het enige plausibele antwoord is dat het mislukken van Captin een geschikt excuus was om de overstap naar Euronext te rechtvaardigen, een flexibelere en coherentere formule.



Transparency