

Terugblik op een vonnis

28 oktober 2025 - Vertaling door Google Translate, niet geverifieerd. De Franse versie is de gezaghebbende.

Opmerking: De onderstaande teksten zijn afkomstig uit onze Franse vertaling, beschikbaar in de sectie Bibliotheek / Rapporten van de Trioforum-website. De aantekeningen tussen haakjes verwijzen naar de punten van de uitspraak.

Dit artikel bespreekt de verschillende punten van de uitspraak van de Ondernemingskamer van maart 2023.

Ten eerste dient te worden opgemerkt dat de uitspraak zich primair richtte op de vraag of de acties van Triodos met betrekking tot de kapitaalstructuur (en de levensvatbaarheid daarvan) en de verhandelbaarheid van Triodos-certificaten geldige gronden vormden om te twijfelen aan de deugdelijkheid van het beleid en het goede gedrag van Triodos (2.1).

Er was dus geen sprake van een verzoek om terugbetaling of een terugkeer naar het "oude" handelssysteem.

De tekst herinnert er ook aan dat Triodos in zijn officiële prospectus in 2007 verklaarde dat het certificaat niet op een beurs zou worden genoteerd! Er zal geen notering op een beurs worden aangevraagd voor de Depository Receipts. (...) De Depository Receipts zijn niet, en zullen niet, op een beurs genoteerd worden. (2.7). Als ik een houder was van 2007 of eerder, zou ik wel wat vragen hebben. Spaanse houders wier vorderingen werden afgewezen door een uitspraak die zich concentreerde op de kleine lettertjes van de prospectus, zouden hier stof tot nadenken moeten vinden.

Er is nog een institutionele speler wiens betrokkenheid vragen oproept: de Nederlandse Nationale Bank (DNB), de toezichthouder op de bankenmarkt. Zij heeft immers een opheffing van de limiet goedgekeurd die inherent kleine beleggers benadeelde, hoewel zij eerder al had gewezen op het potentiële risico van oververkoop van de certificaten! Tot medio 2019 stond de DNB het gebruik van de terugkoopmarge niet toe voor verkooporders afkomstig van institutionele beleggers. Nadat de DNB deze beperking had opgeheven, paste Triodos zelf een limiet van € 1 miljoen per week toe op verkopen door één enkele certificaathouder (2.9). Houdt deze opheffing verband met de verandering in de boekhouding (overgang naar internationale boekhouding)? Dat is zeer waarschijnlijk. De vraag is: wie profiteert hiervan?

De grondoorzaken van de crash

We komen eindelijk aan bij het fundamentele punt in ons verhaal: in november 2017 gaf het Risk Control & Self-Assessment-team aan dat het risico van oververkoop waarschijnlijk zou optreden en dat, indien dit zou gebeuren, de potentiële impact extreem zou zijn, wat leidde tot een hoge risicoclassificatie voor het scenario "Buffer Vol". Er werden oplossingen voorgesteld, met de opmerking: Hoewel deze maatregelen kunnen helpen, kunnen ze de gebeurtenis niet voorkomen (2.10).

In december 2017 onderzocht het Non-Financial Risk Committee (het "NFRC") van Triodos, verantwoordelijk voor het identificeren, analyseren en beoordelen van niet-financiële risico's, het risico van een scenario met verzadiging van de reserves en beoordeelde dit eveneens als hoog (2.11).

In het eerste kwartaal van 2018 verzocht de Raad van Bestuur van Triodos de GDRC een analyse van de certificatenbasis uit te voeren, waaruit onder meer een vergrijzende houderspopulatie en bijgevolg een verhoogd risico op oververkoop bleek (2.12).

Er werden relevante vragen gesteld. Niemand lijkt een bevredigend antwoord te hebben gegeven. Integendeel! Hoewel het bestuursverslag van 19 februari 2018 stelt dat een plan zal worden uitgevoerd om het verwachte risico te beperken, gebeurt er in 2018 in feite niets! Op 17 december, tijdens een bestuursvergadering, sprak de financieel directeur zijn spijt uit over het ontbreken van een noodplan dat van toepassing zou zijn in geval van een abnormale stijging van het gebruik van reserves om hoge risico's te voorkomen, evenals over het ontbreken van een analyse van de gewenste reservecapaciteit (2.15).

Het moet worden opgemerkt dat deze verschillende risico's destijds niet aan de aandeelhouders werden bekendgemaakt tijdens de kapitaalverhogingen, althans niet duidelijk en nauwkeurig, en zeker niet verborgen in een prospectus van 150 pagina's in het Engels. Erger nog, omdat de kapitaalstorting afnam, intensiverde de bank haar inspanningen om nieuw kapitaal aan te trekken.

In dit verband, en in samenhang met de door de DNB verleende machtiging (zie boven), merkt de rechtbank op dat de overgang van het ene naar het andere boekhoudsysteem resulteerde in een toename van het verkoopvolume. Toch bedroeg het 'waardeverlies' slechts €1! De nieuwe netto-activa waarde (NAV) werd door de bank gerechtvaardigd als gevolg van de nieuwe boekhoudnorm en niet van enig potentieel financieel verlies. De oververkoop die destijds werd waargenomen, slaat daarom absoluut nergens op, althans niet voor individuele beleggers! Zeker niet omdat de schorsing van de handel slechts een maand duurde en breed werd uitgemeld. Wie wilde er nu verkopen vanwege deze gebeurtenis? Dat roept zeker vragen op.

Terwijl we wachten op meer informatie, gaat de tijd verder en in oktober 2019 schatte het Comité voor Depositocertificaten van de Groep, dat de prestaties en risico's van de certificaten monitort, dat dit risico, als gevolg van strengere wettelijke eisen voor financiële instrumenten, toenam en zou kunnen leiden tot een schorsing van de

handel. Het comité adviseerde om strategische opties te onderzoeken om dit risico aan te pakken (2.20).

Vóór de storm...

Alles leidt ons naar de nota van 2 januari 2020, geschreven door de Raad van Bestuur: “Wij erkennen en nemen kennis van de zorgen die in de nota van de GDRC worden beschreven. Wij zijn ons bewust van onze fiduciaire verplichtingen in verband met de verkoop van DR en van het feit dat wij transparant moeten zijn jegens onze investeerders. Deze transparantie is gegarandeerd in het prospectus van DR. Aangezien wij momenteel geen duidelijk alternatief zien dat voordelig zou zijn voor onze investeerders, aanvaarden wij de risico’s en hebben wij stappen ondernomen om ervoor te zorgen dat wij voldoen aan interne en externe regelgeving. Tegelijkertijd zullen wij alle alternatieven die zich in de nabije toekomst voordoen, bestuderen” (2.21).

Het is duidelijk dat er tussen het aanvaarden van risico’s en het nemen van verantwoordelijkheid wanneer deze zich voordoen, een kloof gaapt zo breed als een Gallisch dorp, een kloof die de verantwoordelijken zorgvuldig niet hebben overschreden!

Bovendien is de bewering dat transparantie gegarandeerd is door de opname in het prospectus ronduit schandalig: wie heeft het prospectus daadwerkelijk gelezen? Laat de bank niet beweren dat zij niet verantwoordelijk is voor wat cliënten lezen. Als dat het geval was, zouden er geen kopers zijn, dat weet iedereen! Heeft de bank überhaupt wel echt aandacht besteed aan de aangekaarte problemen? Heeft ze hierover een duidelijke en specifieke mededeling gedaan? De vraag stellen is de vraag beantwoorden.

Punt 2.22 laat ons weten dat de bank op 13 januari 2020 het volledige bufferrisico heeft geaccepteerd en dat alternatieven zouden worden onderzocht. In het bijzonder werd besloten om institutionele beleggers uit te nodigen certificaten te kopen.

En toen kwam COVID-19...

Op 17 maart 2020 informeerde Peter Blom de raad van bestuur dat er € 16,5 miljoen van de DR-reserve was gebruikt, voornamelijk als gevolg van een kapitaaluitstroom in Nederland. Deze uitstroom was echter relatief groot, en als er € 20 miljoen van de reserve zou worden gebruikt, zou de raad van bestuur moeten overwegen om DR-transacties op een gestructureerde manier op te schorten (2.23).

Er werd besloten om de bepaling op te schorten die in de vragenlijst voor aandeelhouders vóór de aankoop was opgenomen, namelijk dat transacties zouden worden opgeschort als de buffer werd bereikt. De reden die in 2.24 werd gegeven, was het aanhouden van een reserve om de hervatting van de handel op een later tijdstip mogelijk te maken.

Het is opmerkelijk dat deze reden ons pas veel later, in 2022 (!), werd bevestigd. Wat ons zorgen baart, is dat dit overal in het vonnis wordt aangehaald als volkomen natuurlijk: er moest ruimte worden gemaakt voor een herstart. Het is zo vanzelfsprekend... dat het nergens terug te vinden is in de gebruikelijke documenten die openbaar worden gemaakt; Integendeel (zie vorige paragraaf).

Bovendien bevestigt de tekst dat het inderdaad de Nederlandse houders waren die het probleem grotendeels hebben veroorzaakt. Het zou ironisch zijn als hun snelle handelen in het licht van het gevaar (na mij, de zondvloed) beloond zou worden met de huidige situatie, als ze niet alle andere houders erin hadden meegesleept!

Bij het lezen van dit vonnis beseffen we dat de communicatie van Triodos met het publiek destijds ronduit betreurenswaardig was. We hebben enkele passages uit ons (eerste) rapport van oktober 2022 herlezen en het blijkt dat de antwoorden op onze vragen en de gepubliceerde commentaren vaag, onnauwkeurig of zelfs volledig afwezig waren, twee jaar na de gebeurtenissen. Een cultuur van geheimhouding die volstrekt ongepast is als we het over transparantie hebben!

Wat dit betreft is het de moeite waard op te merken dat tijdens de bestuursvergadering van 20 april 2020 niet alleen de heropening van de markt met een maximale verkoopprijs werd besproken, maar ook de MTF-optie. Ja, nu al! Als deze optie werd overwogen, hadden belanghebbenden (toezichhoudende instanties en aandeelhouders) nauw bij een dergelijke beslissing betrokken moeten worden. Was u nauw betrokken bij dit besluitvormingsproces? SAAT, die u zogenaamd vertegenwoordigde, misschien wel, maar u, de gewone aandeelhouders, niet! Hoewel de tekst stelt: dit zou een fundamentele stap in de geschiedenis van de bank betekenen, gezien haar oorsprong, missie en identiteit. In dergelijke gevallen wordt in Zwitserland een referendum gehouden... Maar de bank wist dondersgoed dat het publiek deze optie zou afwijzen (sterker nog, een Ipsos-enquête toonde dit aan) en dat de enige manier om dit erdoor te drukken was door middel van geweld en gijzeling.

Wij zijn dan ook verbijsterd over de briefwisseling tussen de VEB (een beleggersvereniging in Nederland, brief van 24 juni) en Triodos (antwoord van 8 juli) – punten 2.32 tot en met 2.34.

VEB: In het persbericht van 18 juni 2020 staat dat de aandelenkoersberekening, die in essentie is gebaseerd op de netto-activa waarde (NAV), wekelijks is voortgezet. Er wordt gesteld dat "deze aanpak ongecontroleerde marktvolatiliteit en speculatie voorkomt en de koers van onze aandelencertificaten stabielere maakt dan die van beursgenoteerde aandelen." Kan Triodos uitleggen hoe stabiliteit een belegger ten goede komt wanneer de certificaten niet verhandelbaar zijn?

Triodos: Triodos Bank is een bank met een duidelijke missie: geld laten groeien voor positieve sociale, ecologische en culturele veranderingen door dat geld verantwoord te beheren. Certificaathouders verschaffen Triodos Bank het kapitaal dat nodig is om deze positieve veranderingen te realiseren. Zij ontvangen een rendement dat bestaat uit een combinatie van dividenden en koerswinsten. De NAV-methode leidt tot een veel stabielere koersontwikkeling in vergelijking met de vaak grilligere schommelingen van een marktkoers die wordt bepaald door vraag en aanbod.

Tegelijkertijd bestaat het risico dat de certificaten gedurende een langere periode niet verhandelbaar zijn.

VEB: Geen enkele andere Nederlandse bank heeft de handel in aandelen of certificaten opgeschort. Dit komt voornamelijk doordat Triodos zelf als tegenpartij optreedt. Bent u bereid uw activastructuur te herzien, zodat beleggers ook certificaten op de beurs kunnen verhandelen?

*Triodos: Sinds de oprichting heeft Triodos Bank gekozen voor een handelssysteem gebaseerd op de netto-activa van de bank. Dit systeem bevordert een stabiele prijsvorming en voorkomt kortetermijnhandel (speculatieve handel). **Een notering op een gereguleerde markt strookt niet met deze principes.***

En tegelijkertijd werden er contacten gelegd met MTF-platforms...

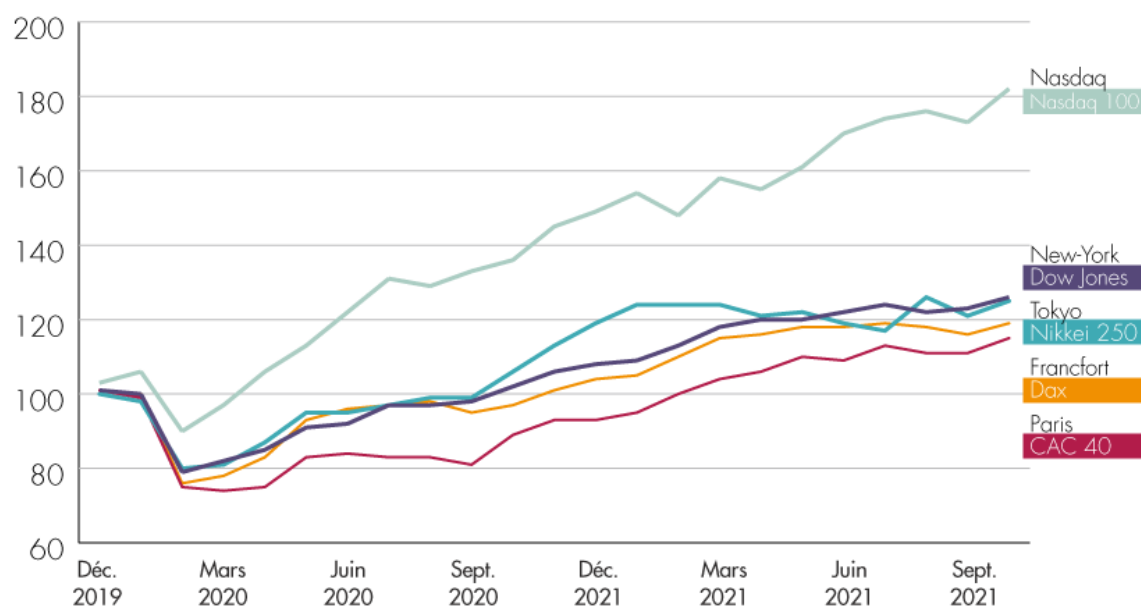
Wat de rest betreft, het verhaal gaat verder.

De gebeurtenissen die in het vonnis worden beschreven, zijn grotendeels identiek weergegeven in onze eerdere rapporten. Een paar punten om op te merken:

- De first-in, first-out-optie (d.w.z. de deur open laten staan voor kopers) wordt nergens genoemd en lijkt zelfs geen aandacht te hebben gekregen.
- De rechters hebben geen commentaar gegeven op de "gating" (verkoopbeperking) met betrekking tot het effect ervan op het stimuleren van de verkoop.
- Een institutionele belegger kocht in november 2020 certificaten voor € 2,7 miljoen, en werd gevolgd door een tweede belegger die voor € 10 miljoen kocht! Je vraagt je af wat ze daar nu van vinden?
- Op 7 december 2020 verzocht de raad van bestuur om verder onderzoek naar de mogelijkheden van het Sofia-project (met name een beursnotering) en besloot dat de handel in de certificaten kon worden voortgezet. - De bestuursvergadering van 4 januari 2021 geeft aan dat het heropeningsbesluit gebaseerd was op de hoop dat de markten na de eerste coronagolf zouden normaliseren en dat mensen zouden overwegen om in de bank te investeren (2.50). Het idee van hoop, dat teleurstelling impliceert, wordt tegengesproken door het marktherstel.

ÉVOLUTION DES INDICES DE RÉFÉRENCE DE PLUSIEURS BOURSES MONDIALES

BASE 100 LE 31 DÉCEMBRE 2019



Source : lafinancepourtous.com d'après Euronext et investing.com



- Nadat Triodos begin januari had aangekondigd dat het traditionele uitwisselingssysteem definitief zou worden stopgezet, aarzelde de bank niet om de verwarring verder aan te wakkeren met een persbericht van 18 maart 2021: Triodos Bank zal de situatie nauwlettend in de gaten houden om te bepalen of een handelsevenwicht kan worden hersteld en of de opschorting kan worden opgeheven. Parallel daaraan worden alternatieven onderzocht met als doel de momenteel beperkte verhandelbaarheid van depositocertificaten structureel te verbeteren (2.53).

Het struikelblok

Vanaf punt 2.54 wordt uitgelegd dat Triodos negen opties heeft geëvalueerd.

(i) Huidige situatie, (ii) Handel tegen de netto-activa waarde, (iii) Bulletinboard, (iv) Terugkoop van DR's, (v) Aantrekken van nieuwe investeerders, (vi) MTF, (vii) Beursnotering, (viii) Beursintroductie, (ix) Coöperatie.

Ze hebben er drie van geselecteerd, zonder ooit uit te leggen waarom de andere opties niet in aanmerking konden komen. Het rapport dat Lazard (in opdracht van en betaald door Triodos) in september 2021 publiceerde, verandert hier niets aan (2.58). Vooral omdat de consultant stelt dat Triodos een grondige analyse heeft uitgevoerd, zonder een oordeel te vellen over de geschiktheid van de geselecteerde opties. Het ABN-rapport van 13 december 2021 bevestigt dit: iedereen heeft zijn werk goed gedaan. De geraadpleegde bank voegt er desalniettemin aan toe: Hoewel handelen op een MTF naar onze mening geen permanente oplossing is voor alle doelstellingen van de Raad van Bestuur, begrijpen we waarom de Raad van Bestuur momenteel voor deze weg heeft gekozen (2.66).

Vervolgens volgt een document waarin intern alles wordt samengevat wat er is gebeurd en de redenen achter de genomen beslissingen. Alleen wordt in de samenvatting niets vermeld over de onvermijdelijke verliezen die de aandeelhouders zullen lijden. Eén enkel doel: de beursnotering herstellen om het bedrijf te redden. Niets over het waardeverlies, alsof we impliciet hadden toegezegd het bedrijf in nood te steunen. Behalve dat de verkopers deze mening niet deelden... We gaan niet terug op gebeurtenissen uit het verleden; onze rapporten hebben dat al gedaan. Onder andere informatie die onze eerdere verklaringen corrigeert of verduidelijkt, blijkt uit punt 2.91 dat het afwijkende aandeleninkoopprogramma niet door de Nederlandse toezichthouders, maar door de Belgische FSMA werd afgewezen, die naar verluidt aangaf dat het programma moest voldoen aan de Belgische overnamewetgeving.

We zijn dan ook wederom verbijsterd door het gebrek aan voorbereiding en de amateuristische aanpak van Triodos, maar ook door de mogelijkheid dat de Nederlandse toezichthouder het voorgestelde terugkoopprogramma zou hebben goedgekeurd, waarvan de voorwaarden volledig in strijd waren met de rechten van de aandeelhouders. Het is belangrijk op te merken dat het arrest in punt 3.28 stelt dat het terugkoopprogramma geenszins onrechtmatig was, omdat Triodos de gegevens wel degelijk heeft verstrekt. Maar de rechter oordeelt niet over de relevantie van deze gegevens! Hij concludeert slechts: De uitvoering van het restrictieve terugkoopprogramma biedt geen geldige reden om te twifelen aan de deugdelijkheid van het beleid of het handelen van Triodos. Dat is één standpunt.

Wat er niet is gebeurd

De Kamer van Koophandel merkte op dat er, ondanks waarschuwingen, vanaf 2017 geen noodplan of strategische planning is geïmplementeerd (3.11 e.v.). Zij begrijpt niet waarom dit niet is gebeurd, noch waarom de raad van commissarissen niet de nodige stappen heeft ondernomen om het management te dwingen meer te doen dan alleen maar gebroken beloftes te herhalen (3.14). Er is immers niets over deze kwestie gepubliceerd. Onze lezers zullen zich het motto van de bank herinneren: "Ik kan me vergissen, maar ik heb het nooit mis." En de vage en lachwekkende excuses van een CEO in transitie zullen daar niets aan veranderen.

We weten wat er daarna gebeurde: Triodos maakte fouten tot 2020, maar niet daarna. Simpel. Het feit dat houders ontevreden zijn, wordt zonder meer terzijde geschoven: Het enkele feit dat certificaathouders die verbonden zijn aan de Stichting ontevreden zijn over het beleid en het management van Triodos, en over de keuze voor een MTF-rating voor de certificaten, is in dit opzicht onvoldoende, al was het maar omdat de Stichting, volgens haar eigen verklaringen, slechts 2.496 van de circa 43.000 certificaathouders vertegenwoordigt (3.30).

Achteraf gezien lijkt dit argument misschien interessant. Want het lijkt erop dat Triodos er vandaag de dag niet voor terugdeinst om de Stichting (SCTB) op een voetstuk te plaatsen en te proberen haar af te schilderen als een vertegenwoordiger van alle houders. Zoals we hen al hebben laten weten, is dit niet het geval.

Dit brengt ons tot het einde en de afwijzing van Triodos' overtuiging. Voor de goede orde, laten we ons even overgeven aan wat typisch Nederlands geveinsd taalgebruik:

- 3.40: De Kamer van Koophandel merkt verder op dat Triodos, de Raad van Commissarissen en SAAT in het kader van deze procedure genereus informatie hebben verstrekt over de gebeurtenissen die hebben geleid tot de herhaalde opschorting van de facilitering van de handel in certificaten en de keuze voor een notering op een MTF. Ze hebben geluk: wij van Trioforum vragen hier al sinds maart 2023 om, met aanhoudend verzet. Als de bank werkelijk te goeder trouw handelde, waarom zou ze ons dan niet uitnodigen om de verstrekte documenten in te zien? Het is dan nog maar een kleine stap naar de gedachte dat we deze documenten wellicht als louter schijnvertoning beschouwen.

- 3.41: De Kamer van Koophandel deelt de mening van Triodos, de Raad van Commissarissen en SAAT dat de belangen van Triodos en haar gelieerde onderneming nu primair gediend zijn door een succesvolle notering van de certificaten op een MTF. We weten wat er daarna gebeurde. Laten we de rechters eens de ogen sluiten voor hun gebrek aan vooruitziendheid:

(...) er werd uiteindelijk besloten om de certificaten op een MTF te noteren. Deze notering (...) zou de rust binnen Triodos kunnen herstellen. Meer dan drie jaar na de eerste schorsing kunnen certificaathouders dan, indien gewenst, hun effecten doorverkopen en zo ten minste een deel van hun investering terugkrijgen. De raad van bestuur van Triodos kan zich dan richten op het bevorderen van het succes van de bank op de lange termijn. Kortom, houders, neem wat u kunt en stap uit.

- 3.42: Voor zover de Stichting en de VEB via hun onderzoek Triodos aansprakelijk willen stellen voor geleden schade, moet worden opgemerkt dat het verrichten van een onderzoek naar de feitelijke omstandigheden niet binnen de doelstellingen van het onderzoeksrecht valt. Met andere woorden: laat mijn kleine onderneming met rust...

- 3.43: Concluderend, hoewel er legitieme redenen zijn om te twijfelen aan de deugdelijkheid van het beleid en de bedrijfspraktijken van Triodos, leidt de afweging van de tegenstrijdige belangen tot afwijzing van het verzoek om een onderzoek te openen. Onder deze omstandigheden ziet de Kamer van Koophandel geen reden om kosten op te leggen.

Ite missa est.