



Triodos Bank N.V.
Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen
Hoofdstraat 10
3972 LA Driebergen-Rijsenburg

Per mail: info@triodos.nl; zakelijk@triodos.nl; CorporateSecretary@triodos.com

Den Haag, 4 mei 2022

Referentie: 2022 007

Betreft: EI-VEB – Triodos, (aanvullende) bezwaren in de zin van 2:349 BW,

Geachte heer De Geus, geachte heer Rijpkema,

Dank voor uw antwoord op de brief die European Investors-VEB ('EI-VEB') u op 17 maart 2022 stuurde. Ik heb uw schrijven aandachtig gelezen, zowel het feitenrelaas omtrent de handel in certificaten van aandelen van Triodos Bank ('Certificaten') als de antwoorden die u geeft op de door EI-VEB aan de orde gestelde vragen en bezwaren. Helaas overtuigen deze niet.

1. EI-VEB en haar achterban

EI-VEB is een vereniging in de zin van art. 3:305a BW en kan zelfstandig rechtsovereenkomsten instellen die strekken tot bescherming van gelijksoortige belangen van andere personen voor zover zij deze belangen behartigt.

EI-VEB behartigt in overeenstemming met haar statutaire doel de belangen van alle beleggers, waaronder de beleggers die Certificaten houden van Triodos Bank N.V. ('Triodos').

2. Bezwaren tegen de gang van zaken in de zin van art. 2:349 BW

EI-VEB herhaalt in deze brief de eerder genoemde bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken in de zin van art. 2:349 BW en breidt deze bezwaren verder uit.

De bezwaren van EI-VEB spitsen zich toe op (1) het handelen in strijd met de wet en/of statuten, (2) wanbeleid op bedrijfseconomisch gebied en (3) het niet naar behoren verstrekken van informatie door het bestuur.

Deze bezwaren kwalificeren naar mening van EI-VEB als gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid en zouden aldus voldoende reden moeten zijn voor de Ondernemingskamer

een verzoek tot het doen van onderzoek naar het beleid en de gang van zaken bij Triodos toe te wijzen.

Ik licht genoemde bezwaren hieronder kort toe.

(1) Het handelen in strijd met de wet en/of statuten

Op 18 maart 2020 heeft Triodos de mogelijkheid opgeschort om via het door Triodos gefaciliteerde interne handelssysteem Certificaten te kopen of verkopen. Daarmee is de liquiditeit vrijwel geheel uit de Certificaten verdwenen. Per 6 oktober 2020 heeft Triodos de mogelijkheid tot handel in Certificaten met de bank weer opengesteld, zij het met restricties ten aanzien van omvang en frequentie van transacties. Op 5 januari 2021 heeft Triodos genoemde handelsmogelijkheid weer opgeschort. Na enkele korte en beperkte openstellingen van handel is op 21 december 2021 bekend gemaakt¹ dat de bestaande handelsmogelijkheid per direct beëindigd zou worden.

Triodos heeft laten weten een semi-open handelssysteem (Multilateral Trading Facility; MTF) op te tuigen om in de toekomst verhandelbaarheid in Certificaten mogelijk te maken. Triodos denkt hier, vanaf december 2021 gerekend, 12 tot 18 maanden voor nodig te hebben, waardoor certificaathouders zelfs in het meest voortvarende scenario bijna twee jaar niet kunnen beschikken over de door hen aan Triodos toevertrouwde middelen.

EI-VEB twijfelt aan de executie zekerheid van de uiteindelijke implementatie van de MTF, gegeven de voorwaarden ('vragen') die Triodos hieraan stelt. Naast marktomstandigheden en de vraag of Triodos intern 'klaar' is voor implementatie, is bepalend of er voldoende interesse is in de markt (te begrijpen valt: of er voldoende geïnteresseerden zijn in de aankoop van Certificaten).

Dit laatste, voldoende interesse in Certificaten, lijkt zeer de vraag. Juist de aanhoudende disbalans tussen kopers en verkopers van Certificaten heeft geleid tot beëindiging van het interne handelssysteem. De interesse van kopers zal derhalve alleen gewekt kunnen worden als de koers waartegen Certificaten verhandeld worden (veel) lager zal zijn dan de intrinsieke waarde, wat onwenselijk is voor de huidige certificaathouders.

Volgens Triodos functioneerde het (inmiddels beëindigde) handelssysteem waarbij de prijsstelling werd gebaseerd op de intrinsieke waarde, lange tijd goed, maar inmiddels niet

¹ <https://www.triodos.nl/persberichten/2021/211221-triodos-bank-streeft-naar-notering-op-multilateral-trading-facility>

meer. De achterliggende oorzaken voor dit disfunctioneren die Triodos noemt, overtuigen niet en zijn in ieder geval nimmer onderbouwd.

Zo spreekt Triodos over de invloed van de coronapandemie als aanjager van de disbalans tussen vraag en aanbod in Certificaten. Tegelijkertijd heeft de bank het einde van de pandemie niet afgewacht om te bezien of daarmee ook de disbalans zou afnemen. Sterker, de bank heeft nooit een relatie gelegd tussen het einde van de pandemie en het functioneren van het interne handelssysteem.

De bank stelde in september 2021 dat het 'niet langer waarschijnlijk (is) dat het huidige certificatenhandelssysteem in staat zal zijn om te allen tijde de verkoopdruk die ontstaat door life events van certificaathouders of vanwege andere motieven structureel in balans te brengen met voldoende vraag naar certificaten tegen de intrinsieke waarde.' Waarom genoemde 'life events' ineens in toenemende mate hun effect hebben op de certificatenhandel heeft de bank nooit duidelijk kunnen maken.

Door de stopzetting van haar terugkoopprogramma en door voortzetting van de verkoop en aanbidding van haar Certificaten aan cliënten gedurende de korte hervatting van dit programma in het najaar van 2021 heeft Triodos gedragsaspecten geschonden die verbonden zijn met de verplichte beheerste en integere bedrijfsvoering.²

Immers, niet valt in te zien hoe de verkoop en aanbidding van nieuwe Certificaten gedurende de korte periode van hervatting van het terugkoopprogramma valt te kwalificeren als zorgvuldige behandeling van haar de cliënten die Triodos actief benaderde met reclamemails om tegen korting Certificaten te kopen. Het moest voor Triodos toch duidelijk zijn dat er geen sprake was en nog langer kon zijn van een duurzame, evenwichtige herstartmogelijkheid van haar terugkoopprogramma.

Dat Triodos ten tijde van de openstelling in oktober 2021 daar zelf ook ernstige twijfel bij had, blijkt uit de maximering tot EUR 5.000 van terugkoop van haar Certificaten. Niet valt in te zien hoe Triodos op een zorgvuldige wijze de belangen van haar cliënten heeft kunnen behartigen

² Art. 3:17 lid 2 sub b Wft. Deze regels hebben betrekking op integriteit, waaronder wordt verstaan het tegengaan van: 1°.belangenverstremgeling; 2°.het begaan van strafbare feiten of andere wetsovertredingen door de financiële onderneming of haar werknemers, die het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kunnen schaden; 3°.relaties met cliënten die het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kunnen schaden; en 4°.andere handelingen door de financiële onderneming of haar werknemers die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten ernstig kan worden geschaad.

door hun nieuwe Certificaten aan te bieden. Weliswaar werden cliënten gelokt door middel van een korting van EUR 2 op de intrinsieke waarde van EUR 84 en vrijstelling van de gebruikelijke transactiekosten, maar uit dit actie-aanbod blijkt dat Triodos er eigenlijk ook geen vertrouwen meer in had dat dit terugkoopprogramma enige kans van slagen had op een duurzame herstart.

Het werven van nieuwe kopers van Certificaten heeft dan alle schijn van het op kunstmatige manier creëren van vraag naar Certificaten om zodoende het terugkoopprogramma nog enige tijd te laten doorlopen, terwijl Triodos wist of behoorde te weten dat een duurzame hervatting van dit terugkoopprogramma niet realistisch was. De financieringsbasis, kostenstructuur en het bedrijfsmodel verhinderde enige vorm van duurzame hervatting van het terugkoopprogramma. De kopers van Certificaten gedurende deze korte periode van hervatting zijn dan ook alleen aan te merken als slachtoffers; zij kochten Certificaten van een partij, Triodos, die wist of moest weten dat deze kopers nooit meer in aanmerking zouden komen voor terugverkoop van deze Certificaten.

Het feit dat er sprake is van een execution-only relatie met de cliënt betekent niet dat Triodos niet gehouden is aan het principe dat zij integer en zorgvuldig met haar cliënten moet omgaan. Evenmin ontslaat dit Triodos van haar verplichting de belangen van haar cliënten centraal te stellen.

Het actief aanbieden en reclame maken voor de koop van certificaten aan haar cliënten, terwijl Triodos wist of moest weten dat het terugkoopprogramma slechts tijdelijk herstart kon worden, komt op zijn minst in strijd met het gedragsvoorschrift dat de (schijn van) verstrengeling van eigen belangen van Triodos met de belangen van haar cliënten voorkomen moet worden.

Triodos wist of behoorde redelijkerwijs te weten en uit het gebruik van lokkertjes (Actievoorwaarden) blijkt dat zij dit ook verwachtte, dat het terugkoopprogramma nooit voor langere duur herstart zou kunnen worden. Bovendien wist zij dat de notering op een MTF – waar zij uiteindelijk voor lijkt te hebben gekozen – een ernstige verliespost voor haar certificaathouders zou opleveren. Hierdoor was Triodos niet in de positie om de verkoop van haar eigen Certificaten nog langer als niet zeer risicovolle producten aan haar cliënten aan te bieden.

Evenmin was Triodos in de positie deze Certificaten nog langer als passend product voor haar cliënten te bestempelen.³ Haar cliënten werden door de onzekere herstart van het terugkoopprogramma aan onverantwoorde risico's blootgesteld.

³ Op grond van art. 4:24 Wft diende Triodos een passendheidstoets uit te voeren; certificaten van aandelen worden niet genoemd in de lijst van niet-complexe producten in art. 4:24 lid 5 Wft. Voor aanbieding van deze

Voor wat betreft de zorgverplichtingen van een bank als Triodos en de status van een execution-only relatie tussen Triodos en haar cliënten is het volgende kader van belang.

Naar vaste rechtspraak rust op de bank, als bij uitstek deskundig te achten professionele beleggingsonderneming een (bijzondere) zorgplicht die mede ertoe strekt haar cliënten te beschermen tegen de gevaren van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. Hoever die zorgplicht reikt, hangt af van de concrete omstandigheden van het geval, waarbij ook kan worden meegewogen de van toepassing zijnde publiekrechtelijke regelgeving.

Deze zorgplicht behelst onder meer dat de bank, ook afhankelijk van de aard en complexiteit van het financiële instrument, vooraf voldoende onderzoek moet doen naar de financiële mogelijkheden, de deskundigheid en doelstellingen van de cliënt, om te kunnen inschatten of en, zo ja, in hoeverre en op welke wijze zij de cliënt dient te informeren over de werking en kenmerken van een voorgenomen transactie of toegepaste constructie en hem moet waarschuwen voor de (bijzondere) risico's die daaraan verbonden zijn, alsook voor het feit dat een door hem voorgenomen transactie of toegepaste (beleggings-)strategie mogelijk niet past bij zijn financiële mogelijkheden of doelstellingen, zijn risicobereidheid of zijn deskundigheid.⁴

Een verplichting tot waarschuwen kan onder omstandigheden bestaan wanneer een bepaald risico of het hierdoor teweeggebrachte gevaar zonder (uitdrukkelijke) waarschuwing niet inzichtelijk is, bijvoorbeeld wegens de ingewikkeldheid van de rechtsbetrekking, en de beleggingsonderneming dit behoort te begrijpen.

(2) Wanbeleid op bedrijfseconomisch gebied

'Maatschappelijke rendement' staat centraal in de missie van Triodos. Impact hebben op dit gebied kan, zo heeft de bank regelmatig benadrukt, alleen als deze in combinatie wordt gezien met de financiële prestaties van de bank in termen van risico en rendement.

Op basis van recente resultaten zijn er gegronde redenen om te twifelen aan een juist bedrijfseconomisch beleid bij Triodos. Het gaat dan om een niet duurzaam financieringsmodel waardoor de doelstelling van Triodos niet (langer) gehaald kan worden.

certificaten van aandelen die niet op een beurs verhandeld worden, moest Triodos verplicht een passendheidstoets bij haar cliënten af te nemen.

⁴ HR 3 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU4914, r.o. 3.4. verwijzend naar HR 26 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686; HR 11 juli 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419 en HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799.

Dat Triodos de afgelopen jaren niet dusdanig effectief is bestuurd als van een professionele, onder toezicht staande bank verwacht mag worden, blijkt uit nadere beschouwing van enkele financiële doelstellingen die de bank heeft gecommuniceerd. Telkenmale heeft de certificaathouders gewezen op het belang van deze doelstellingen en de haalbaarheid hiervan bevestigd.

EI-VEB wijst allereerst op de cost-income-ratio, een belangrijke maatstaf voor efficiëntie. In ieder geval sinds 2016 gaat 79 tot 80 procent van de inkomsten van Triodos op aan kosten. Dat is aanmerkelijk hoger dan de doelstelling van de bank om de ratio onder 70 procent te blijven. Triodos heeft het weinig efficiënt opereren onder meer verklaard door de kosten van (implementatie van) wet- en regelgeving.

Al in 2017 wordt gemeld dat het realiseren van de doelstelling van 70 procent (of minder) daarom enige tijd in beslag zou nemen. Een daling naar 75 procent zou echter snel behaald zijn, zo werd bijvoorbeeld beweerd tijdens de Algemene Vergadering van 19 mei 2017. Tot op heden is dit echter niet het geval, hoewel Triodos telkenmale certificaathouders heeft geattendeerd op het belang van deze ratio.

De lage efficiëntie van Triodos in de loop der jaren heeft ook zijn uitwerking gehad op het lage rendement op eigen vermogen dat Triodos afgelopen jaren behaalde. In de jaren 2017 tot en met 2020 hanteerde de bank een doelstelling voor het rendement op eigen vermogen van 3 tot 5 procent. Triodos behaalde in genoemde jaren een rendement aan de onderkant van die bandbreedte om er in 2020 doorheen te zakken.

Triodos kwalificeert de eigen rendementsdoelstelling als 'fair', wat gezien moet worden in de eerder genoemde drie-eenheid missie ('impact creëren door geld bewust in te zetten voor maatschappelijke verandering'), rendement en risico. Naar eigen zeggen zet de bank de missie voorop; pas daarna kijkt ze naar risico en rendement. De bank acht blijkbaar een lager dan marktconform rendement in balans gegeven haar missie ('maatschappelijke impact') en risicoprofiel.

Het is dan ook redelijk dat (potentiële) houders van certificaten percipieerden op een laag risicoprofiel van genoemde belegging die aansluit bij het gerealiseerde lagere rendement, zeker gezien de hoge kapitaalbuffers die Triodos aanhoudt. De werkelijkheid is dat de certificaathouders een zeer risicovolle belegging is verkocht die laag rendeert. De waarschuwingen die Triodos heeft doen uitgaan in officiële documentatie waaronder prospectussen doen daar niets aan af.

Tegelijkertijd wist de bank of had zij behoren te weten dat het missen van doelstellingen en/of het ternauwernood voldoen aan - uit markttechnisch oogpunt gezien - weinig competitieve

doelstellingen implicaties heeft voor de waardering van de onderneming op het moment dat voor de certificaten vrijprijsvorming zou worden gehanteerd. Banken die een stuk efficiënter en rendabeler opereren dan Triodos worden op de beurs immers aanzienlijk onder de intrinsieke waarde verhandeld. Bij Triodos moet rekening worden gehouden met een extra groot verschil vanwege de beperkingen in handel en de gekozen governance die houders van certificaten zeer beperkte zeggenschap verleent.

Triodos had derhalve al langere tijd op de hoogte moeten zijn van het gegeven dat de Certificaten in een minder door de bank gecontroleerde handelsomgeving ver onder de intrinsieke waarde zou noteren. Triodos heeft hierin geen belemmering gezien om het interne handelssysteem jarenlang te blijven gebruiken, daarbij op geen enkele manier Certificaathouders waarschuwend voor de eindigheid hiervan.

(3) Het niet naar behoren verstrekken van informatie door het bestuur

Zoals hiervoor uitvoerig toegelicht als ook in onze brief van 17 maart 2022, twijfelt EI-VEB aan de lezing van Triodos over het moment waarop bij bestuurders en commissarissen het besef indaalde dat het interne handelssysteem niet langer houdbaar was. Triodos heeft eerder aangegeven dat zulks eind 2021 is geconcludeerd na onderzoek eerder dat jaar.

In de Algemene Vergadering van 21 mei 2021 heeft Triodos ten aanzien van de handel in Certificaten vele opties open gehouden en gesteld te zoeken naar een oplossing om de kapitaalsbasis verder te laten groeien. De belangen van Certificaathouders zouden hierin nadrukkelijk worden meegewogen. De te verwachten aanzienlijke daling van de waarde van Certificaten zijn daarvan naar verwachting de uitkomst. Die uitkomst is niet alleen bitter maar was ook al langer te voorzien op basis van kennis over de bedrijfseconomische werkelijkheid bij Triodos en marktcondities.

EI-VEB is dan ook van mening dat Triodos de interne beoordeling over het handelssysteem niet tijdig openbaar heeft gemaakt en gedeeld met Certificaathouders. Ook blijft onduidelijk hoe de besluitvorming is verlopen die heeft geleid tot stopzetting van het interne handelssysteem, hoe de afweging is gemaakt ten faveure van de MTF en of de belangen van Certificaathouders hierin in die mate zijn meegewogen als Triodos eerder heeft aangegeven.

EI-VEB herhaalt haar oproep aan Triodos om inzicht te verschaffen in bespreking en besluitvorming over (beëindiging van) het interne handelssysteem en de afweging van alternatieven in vergaderingen van de raad van bestuur en raad van commissarissen.

EI-VEB behoudt zich alle rechten voor om haar bezwaren uit te breiden. De VEB vermeldt nadrukkelijk dat zij deze bezwaren reeds nu aan u voorlegt in het kader van art. 2:349 BW.



3. De VEB is bereid tot een gesprek maar volledige transparantie is noodzakelijk

In haar brief van 25 maart 2022 laat Triodos weten bereid te zijn tot een gesprek met de VEB. De VEB neemt de uitnodiging tot gesprek van Triodos graag aan, echter op voorwaarde dat dit gesprek binnen 14 dagen na dagtekening van deze brief dient plaats te vinden.

EI-VEB ontvangt uw inhoudelijke reactie op deze brief graag zo spoedig mogelijk.

Met vriendelijke groet,

European Investors-VEB

Gerben Everts

Directeur