

Appendix. De problemen nader beschouwd

1. Inleiding

Deze appendix geeft een langere beschouwing over de certificaten van aandelen Triodos Bank, waarin uitspraken uit de hoofdtekst beter worden onderbouwd. Daarbij wordt ook getracht om de lopende discussie over de juridische claims en de wensen van teleurgestelde certificaathouders wat meer structuur te geven. Ik ben een juridische leek, en alle juridische conclusies zijn voorlopige conclusies.

Paragraaf 2 gaat in op het functioneren van het oude, nu afgeschafte model van certificaten van aandelen, en geeft enige algemene kritiek op dit model. De volgende drie paragrafen bespreken punten van kritiek die de basis kunnen zijn voor een juridische claim: de directie van Triodos heeft wanbeleid gevoerd bij het reageren op de problemen (paragraaf 3); Triodos heeft tegenover certificaathouders contractbreuk gepleegd (paragraaf 4); en Triodos heeft aan beleggers onjuiste informatie verschaft (paragraaf 5). Paragraaf 6 bespreekt de huidige situatie, en de wens van sommige certificaathouders om nieuwe wijzigingen in het model aan te brengen. Paragraaf 7 geeft de conclusies.

2. Het functioneren van het oude model van certificaten van aandelen

De in 1980 opgerichte Triodos Bank was, zeker in de beginjaren, een pionier. Pioniers hebben vaak moeite om aan geld te komen. Voor het verkrijgen van eigen vermogen richtte Triodos zich op de idealistische belegger. Daarbij werd gekozen voor een model met certificaten van aandelen zonder stemrecht. De stemrechten waren voor een stichting, die de balans moest bewaken tussen enerzijds de idealen en anderzijds de belangen van de diverse stakeholders. Dit verminderde de kans dat sterk op winst gerichte aandeelhouders de bank op enig moment in hun greep zouden krijgen en minder idealistische zouden maken. Dat de aandelen niet op de beurs verhandelbaar waren, benadrukte het idealistische karakter. Dit model deed voldoende mensen besluiten om certificaten van aandelen met een beperkt financieel dividend te kopen (en/of geld tegen een lage rente aan de bank te lenen).

Het feit dat de prijs van de certificaten niet afhankelijk was van de aandelenbeurs en de soms snel wisselende stemmingen daar, had als voordeel dat de directie zich geheel kon richten op beleid voor de lange termijn. De van het pure aandeelhoudersmodel bekende verleiding om, tegen het langetermijn belang van het bedrijf in, de bedrijfsresultaten vooral op korte termijn goed te laten zijn of lijken, met als doel de beurskoers te laten stijgen en de indruk te wekken dat de directie goed werk levert, was veel minder aanwezig. Anders gezegd: het gevaar van 'short-termism' ontbrak bij Triodos.

Zoals in de hoofdtekst al gezegd, bestond er het risico van stillegging van de handel in certificaten, waarbij de dividenduitkering dan in principe gewoon door kon gaan. Dit maakte de certificaten voor korte-termijn beleggers minder aantrekkelijk. Veel certificaathouders gingen dan ook voor de lange termijn, wat (gegeven dat ze gehoord moesten worden) de kans op short-termism verder verminderde.

Met dit alles is uiteraard niet gezegd dat een model als dat van Triodos vrij van gebreken is. Zo is bijvoorbeeld de controle van een directie door een stichtingsbestuur niet altijd perfect (maar controle door stemgerechtigde aandeelhouders of leden evenmin). Een systematische analyse van alle voor- en nadelen van het Triodos-model vergeleken met andere modellen is hier niet mogelijk.

Wie naar de resultaten van Triodos over 40 jaar kijkt, kan (nu nog los van de in 2020 ontstane crisis) concluderen dat het model goed gewerkt heeft voor alle stakeholders. Ook voor de certificaathouders. Het maatschappelijke en daarmee ook psychologische dividend op hun certificaten was altijd hoog, precies zoals de beleggers hadden gehoopt. Het financiële dividend lag zeker niet onder de verwachtingen, die waren gebaseerd op uitspraken van Triodos dat het waarschijnlijk beperkt zou zijn. Speciale vermelding verdient het volgende: omdat de certificaathouders niet sterk op winst en een

hoge aandelenkoers gericht waren, werden er niet te veel risico's genomen en bleef de bank solide, ook tijdens de bankencrisis van 2008. De bank droeg dus bij aan de stabiliteit van het bankstelsel, en overheidssteun was nooit nodig (voor het voorgaande zie ook [De Graaf, 2023](#)).

Ondanks dit alles stelt econoom Boot, in televisieprogramma [Radar](#) van 10 april 2023, dat het Triodos-model van certificaten van aandelen nooit had mogen bestaan. Dit omdat het probleem van niet-verhandelbaarheid, in 2020 ontstaan tijdens de coronacrisis, eigenlijk altijd al dreigde. Daarbij maakte Boot een vergelijking met de traditionele bank run. Die vergelijking was op zich verhelderend; op het moment dat bij te veel mensen het idee ontstaat dat de certificaten geen veilige belegging meer zijn, zullen opeens velen snel willen verkopen, waarna de verhandelbaarheid moet worden opgeschort.

Een eerste kanttekening is dat bij een traditionele bank run (in een situatie zonder overheidsgaranties) de spaarders die te laat zijn al hun geld kunnen verliezen, terwijl bij een run op geld voor Triodos certificaten laatkomers hoe dan ook hun recht op dividend behouden.

Een tweede kanttekening is dat, anders dan bij een traditionele bank run, bij de run op geld voor Triodos-certificaten van 2020 de stabiliteit van het financiële stelsel nooit in gevaar geweest. De bank bleef gezond, de spaarders konden bij hun geld, en de overheid hoefde geen steun te verlenen. Ook niet onbelangrijk tijdens de coronacrisis: klanten konden geld blijven lenen.

Feit blijft natuurlijk dat de certificaathouders vanaf 2020 tot 2023 hun certificaten niet meer konden verkopen, terwijl ze na de recente hervatting van de handel door de lage koers (tot nu toe) veel minder geld voor hun certificaten hebben kunnen krijgen. Het ontstaan van dit probleem had mede te maken met het feit dat er een maximum was ingesteld voor het aantal aandelen dat de bank kon terugkopen. Die regel voorkwam dat de bank te veel op haar eigen vermogen zou moeten interen, waardoor schade voor spaarders, andere klanten en mogelijk het bankstelsel kon worden voorkomen. Een uitstekende regel. Om tegenslag te overleven hebben bedrijven eigen vermogen nodig. Daarbij is het principe dat de verschaffers van het eigen vermogen (aandeelhouders, houders van certificaten van aandelen, etc.) als eersten voor de kosten van de problemen opdraaien. Dat is ook de reden dat juist zij in goede tijden een hoog financieel, en bij Triodos ook maatschappelijk, dividend behoren te krijgen. Bij Triodos is dit alles precies gegaan zoals het hoort. Daarbij zijn de kosten van die ene crisis in veertig jaar, dus die van 2020, geheel door de verschaffers van eigen vermogen betaald; ze zijn bijvoorbeeld niet, zoals bij andere banken in crisis, deels afgeschoven op de belastingbetaler of andere stakeholders. Op zich geweldig – zolang we voorbijgaan aan bepaalde problemen voor een deel van de getroffen certificaathouders, die echter pas later in deze appendix ter sprake komen.

Samengevat: bij het oude Triodos-model vangen, zoals hoort, de verschaffers van eigen vermogen als eersten de kosten van een crisis op. Als iedereen dat van tevoren duidelijk weet, is er geen enkel probleem. Het negatieve principiële oordeel van Boot is dan ook niet gerechtvaardigd.

3. Wanbeleid

Sommige certificaathouders zijn naar de Ondernemingskamer gestapt om een onderzoek naar wanbeleid bij Triodos te vragen. Onderstaande quote [uit website de Rechtspraak](#) vat het resulterende [vonnis van de Ondernemingskamer](#) van 16 maart 2023 samen:

“Een groep certificaathouders van Triodos en VEB hadden de Ondernemingskamer in deze enquêteprocedure om een onderzoek gevraagd. Het ging daarbij over het besluit van Triodos om de interne handel in haar certificaten in 2020 en 2021 stil te leggen en over het besluit van Triodos om de handel in certificaten in de toekomst via een extern handelsplatform te laten verlopen.

Twijfel aan juist beleid vóór 18 maart 2020, maar niet daarna

De Ondernemingskamer oordeelt dat Triodos al in 2017 wist dat er problemen dreigden met de interne handel in certificaten en eerder onderzoek had moeten doen naar mogelijke oplossingen. Maar verder bestaan geen gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Triodos. Nadat Triodos de handel op 18 maart 2020 had opgeschort heeft zij uitvoerig onderzoek gedaan naar mogelijke oplossingen. Daarbij zijn de alternatieven in kaart gebracht en de belangen van zowel de bank en haar missie als de certificaathouders zorgvuldig tegen elkaar afgewogen. Uiteindelijk is gekozen om de handel in certificaten via een notering aan een extern handelsplatform mogelijk te maken, waardoor de certificaathouders na drie jaar hun certificaten weer kunnen verkopen.

Belangenafweging

Een onderzoek naar vóór 18 maart 2020 gemaakte fouten is volgens de Ondernemingskamer nu niet in het belang van Triodos en haar certificaathouders. Zij zijn met name gediend met een succesvolle notering van de certificaten aan een extern handelsplatform, dat volgens planning in het tweede kwartaal van 2023 wordt gestart. Een onderzoek zou het risico meebrengen dat het proces van die notering vertraging oploopt, terwijl een onderzoek ook negatieve gevolgen kan hebben voor de vraag naar certificaten op het handelsplatform en de daarvoor door de certificaathouders te ontvangen prijs. Een afweging van de betrokken belangen leidt er daarom toe dat het verzoek om een onderzoek wordt afgewezen.”

Het is niet zeker of hiermee het laatste woord van een rechter over wanbeleid is gezegd. Daarbij kan een rol spelen dat de Ondernemingskamer wel heeft gezegd dat Triodos vanaf 2017 eerder onderzoek had moeten doen naar mogelijke oplossingen. In elk geval heeft de voorzitter van de [Stichting Certificaathouders Triodos Bank op 28 maart 2023](#) mede op basis van deze laatste opmerking de Triodos Bank vriendelijk gevraagd om financiële genoegdoening voor certificaathouders.

De vraag is echter of er vóór 2020 wel goede oplossingen waren. In [Radar](#) van 10 april 2023 werd gesproken met een teleurgestelde belegger die een huis had met vier trappen en wat ouder werd, en het geld van haar certificaten had willen gebruiken voor een verhuizing. Zij zei dat Triodos zo'n vijf jaar geleden de certificaathouders bijeen had moeten roepen om te zeggen dat er een groot probleem was, om dan met iedereen over mogelijke oplossingen te gaan praten. Een begrijpelijke wens van transparantie. Toch kon Triodos zo'n wens moeilijk inwilligen. Immers, op het moment dat de bank in het openbaar had gezegd dat er in de toekomst mogelijk een probleem kon ontstaan met de verhandelbaarheid, en daarbij meteen een vergadering had belegd om over oplossingen te praten, was mogelijk meteen een run op geld voor certificaten ontstaan. En dan had de handel mogelijk meteen al moeten worden stilgelegd. Bij zo'n run op geld waren professionele beleggers vermoedelijk sneller geweest dan de vrouw van Radar, zodat zij ook dan tot de verliezers had behoord.

Een run op geld voor certificaten was waarschijnlijk ook ontstaan bij elke andere aankondiging die mede inhield dat Triodos rekening hield met grote problemen. Dus bijvoorbeeld ook als Triodos de certificaathouders in 2017 had over het gevaar van stillegging van de handel had verteld en hen reeds toen al had voorgesteld over te gaan tot de oplossing waartoe pas in 2022 besloten is: een overgang naar het huidige handelsstelsel in combinatie met substantieel meer stemrechten voor de certificaathouders. (Overigens zijn er bij de stemrechten ook nu nog steeds beperkingen).

In theorie bestond in 2017 ook de optie van een heimelijk voorbereide en daarna plotsklaps gerealiseerde overgang naar het huidige stelsel. Dit had echter kunnen betekenen dat de prijs van de certificaten plotsklaps veel lager was geworden (mede vanwege paniek), terwijl de extra zeggenschap voor certificaathouders de bank misschien minder idealistisch had gemaakt. Er waren dan waarschijnlijk diverse soorten certificaathouders geweest die, zonder al over de kennis van 2020 te beschikken, hadden gemeend dat hun belangen onnodig (veel) waren geschaad, en dat dit nooit had mogen gebeuren zonder overleg vooraf. Rechtszaken waren dan niet ondenkbaar geweest. Deze

oplossing, en elke andere in het geheim voorbereide structurele oplossing, waren zo bezien niet goed geweest.

Dit alles suggereert dat oplossingen in 2017 niet gemakkelijk te vinden waren. Voor zover ik kan zien was het gevaar van een run op geld voor certificaten binnen het toen bestaande systeem in elk geval nooit volledig weg te nemen, terwijl het ook onmogelijk was om zonder kleurscheuren uit het systeem te stappen. Mogelijk ben ik hier te kortzichtig en zijn er toch wel goede structurele oplossingen, maar vanuit de economische wetenschap zijn die naar ik meen nooit naar voren gebracht.

4. Contractbreuk

De bekende activist Pieter Lakeman wil Triodos voor de rechter dagen. Op de [website](#) van zijn Stichting Red Triodos (op 19 augustus bezocht) staat dat Triodos sinds 2007 certificaten verkocht met de belofte die indien gewenst terug te kopen voor de intrinsieke waarde. Met de opschorting van de handel in 2020 is die belofte gebroken. Dat is contractbreuk en rechtvaardigt een gang naar de rechter.

Toen ik dit las was ik verrast. Kennelijk was er ook jegens mij contractbreuk gepleegd; ik heb na 2007 certificaten bijgekocht. Zelf had ik altijd al gedacht dat er een tijd kon komen dat Triodos mijn certificaten niet zou kunnen terugkopen. Om te onderzoeken of ik het toch verkeerd had, bekeek ik de [Prospectus](#) die Triodos op 22 juli 2015 publiceerde, toen men nieuwe certificaten wilde uitgeven. Onder het kopje “Risks relating to the Depository Receipts and the Offering” staat daarin het volgende:

“Trading in the Depository Receipts is only possible on a limited basis and accordingly investors may have to wait before they can sell their Depository Receipts or may not be able to sell the Depository Receipts at or above the price paid for

The transfer of the Depository Receipts is subject to restrictions. The Depository Receipts are not listed on a securities exchange nor does a similar public market for Depository Receipts exist. Triodos Bank maintains a platform for trades against net asset value for the Depository Receipts whereby the price is determined each day in accordance with a fixed calculation model based on the actual NAV of Triodos Bank. The internal market for the Depository Receipts of Triodos Bank inter alia depends on outstanding demand for and offer of Depository Receipts. Each year the Executive Board asks for an authorisation of the General Meeting to acquire Depository Receipts to a maximum of 2% of the outstanding shares of Triodos Bank. The question whether or not Triodos Bank will purchase Depository Receipts offered for sale is at the sole discretion of Triodos Bank and Triodos Bank will at no point in time be obliged to purchase Depository Receipts offered for sale. Investors may therefore during a long period of time not be able to sell or otherwise dispose of their Depository Receipts and/or to sell their Depository Receipts for their presumed value.”

Onder punt 2.7 van het [vonnis van de Ondernemingskamer](#) van 16 maart 2023 wordt de prospectus van 2007 geciteerd, waarin ongeveer dezelfde tekst staat. Gezien de prospectussen, lijkt de claim van contractbreuk onjuist. In mijn geval geldt dit zeker. Echter, de website van Lakeman spreekt ook van het geven van verkeerde informatie. Dat is het onderwerp van de volgende paragraaf.

5. Het verstrekken van onjuiste informatie aan beleggers

Zoals besproken in de hoofdttekst, meent een aantal certificaathouders verkeerd te zijn voorgelicht over het gevaar van stillegging van de handel en niet-verhandelbaarheid. Een deel van deze mensen is al naar de rechter gestapt, in elk geval in Spanje. Daar hebben certificaathouders een deel van hun zaken gewonnen en een deel verloren, waarbij wel vaak hoger beroep gaande is. Ondanks dit laatste kan hier toch al worden gezegd dat het grootste probleem voor Triodos waarschijnlijk bij de voorlichting ligt.

Uit [NRC](#), [De Volkskrant](#), [Radar](#) en de [Stichting Certificaathouders Triodos Bank](#) blijkt dat in elk geval veel klachten betrekking hebben op de voorlichting door adviseurs van de bank. Bij zulke onjuiste

voorlichting kan schadevergoeding zeker op zijn plaats zijn. De vraag wat voldoende voorlichting is, is echter niet altijd gemakkelijk te beantwoorden. Dat, en verschillen in omstandigheden, kan helpen verklaren dat verschillende rechters tot verschillende uitspraken zijn gekomen.

Enkele voorbeelden kunnen meer inzicht geven in de problemen van de voorlichting, beginnende aan de voor Triodos positieve kant. Ikzelf had als econoom tijdens mijn eerste aankoop van certificaten, omstreeks 1986, redelijk snel begrepen dat het risico van niet-verhandelbaarheid bestond. Voor dit punt, en voor alle andere zaken, had ik ook geen adviseur nodig. Ik kocht, zoals volgens mij elke verstandige belegger moest doen, in verhouding tot mijn totale vermogen slechts voor een beperkte hoeveelheid geld Triodos certificaten. Ik deed dat vooral met het oog op de lange termijn. Ik was dan ook wat meer geïnteresseerd in het dividend dan in de verhandelbaarheid. In deze situatie beschouwde ik de certificaten Triodos als relatief veilig, ook omdat ik dacht dat de bank voorzichtig opereerde en waarschijnlijk solide was.

Maar ook een econoom denkt en voelt niet altijd even goed. Zo had ik tot 2019 elk jaar opnieuw gezien dat de verhandelbaarheid van de certificaten intact was gebleven, en de prijs van de certificaten op peil, zelfs tijdens de bankencrisis van 2008. Al omstreeks 2000 werd het risico voor mijn gevoel daarom elk jaar steeds kleiner. Maar ja, zoals Minsky en de Post-Keynesianen in hun kritiek op het bankstelsel zeiden, statistieken die laten zien dat er al vele jaren geen problemen zijn geweest kunnen een vals gevoel van veiligheid geven. Dit mede omdat banken juist door zulke statistieken meer risico gaan nemen. Misschien gold dit ook voor Triodos Bank. Wie weet is Triodos, achteraf gezien, te snel gegroeid, en heeft men daarom ook te veel certificaten uitgegeven. Betera beleggers dan ik hadden meer met Minsky en de Post-Keynesianen gedaan, en het risico wat dit betreft dus terecht hoger ingeschat.

Heel andere certificaathouders waren te zien in tv-programma [Radar](#). Een deel van deze beleggers was waarschijnlijk geen docent economie, zodat bij hen wat uitgebreidere voorlichting nodig kan zijn. Radar ging onder meer in de situatie van iemand die (volgens de advocaat) door Triodos was geadviseerd bijna zijn hele vermogen in certificaten Triodos te steken, en dat advies had opgevolgd. Ook waren er mensen die op relatief korte termijn cash nodig hadden, en hadden gedacht dit via de verkoop van certificaten te verkrijgen. De kans dat er in dit soort gevallen sprake is geweest van onjuiste voorlichting met flinke nadelige gevolgen voor de belegger lijkt mij (als niet-jurist) hier groter dan in mijn geval. Al met al laten de voorbeelden vooral zien dat de situatie voor verschillende beleggers verschillend is geweest.

Mensen die onterecht behandeld zijn, of zich onterecht behandeld voelen, hebben een goede reden om zich in het openbaar over een zaak te beklagen of naar de rechter te gaan. Mensen die zich door Triodos wel correct behandeld voelen, hebben minder reden om tijd te steken in openbare uitingen hierover, of om naar de rechter gaan. Misschien zijn zulke mensen ook minder interessant voor journalisten. Dit alles betekent dat uit de berichtgeving in de media de indruk kan ontstaan dat het aantal certificaathouders met terechte klachten groter is dan het in werkelijkheid is.

6. De huidige situatie

Nu de overgang naar het nieuwe model een feit is, is het probleem nog vooral dat de koers van de certificaten vooralsnog erg laag is. Wellicht wordt het in de toekomst beter.

De [Stichting Certificaathouders Triodos Bank](#) is een van de partijen die juridische stappen overweegt, maar gelukkig eerst kiest voor een dialoog met de bank. Daarbij lijkt de Stichting sterk rekening te houden met de financiële belangen van de certificaathouders. Gegeven de schade die deze beleggers geleden hebben is dat goed voorstelbaar.

Helaas is er door de Stichting of andere critici van het huidige beleid nog geen voorstel gedaan dat de problemen van alle certificaathouders en stakeholders goed kan oplossen. Toegegeven, er zijn voorstellen die de koers van de certificaten mogelijk of zelfs waarschijnlijk kunnen verhogen – zoals nog meer zeggenschap voor certificaathouders, met als een van de mogelijke gevolgen wellicht een overname door een grote, mogelijk meer commerciële bank. Echter, met zulke voorstellen zou Triodos haar plichten verzaken tegenover certificaathouders die er recht op hebben dat de bank hen, zoals beloofd, een hoog maatschappelijk dividend uit blijft keren. Tot zulk onrechtmatig handelen kan Triodos beter niet overgaan, zeker niet in de huidige, toch al moeilijke situatie.

Het is goed dat Triodos praat met partijen als de Stichting Certificaathouders Triodos Bank. Echter, deze stichting vertegenwoordigt niet alle certificaathouders. De bank mag niet de rechten negeren van certificaathouders die vinden dat het juridisch juist is dat zij als verschaffers van eigen vermogen de financiële kosten van de crisis hebben gedragen, maar die ook vinden dat zij, nu de crisis in elk geval wat de verhandelbaarheid betreft voorbij is, recht houden op een hoog maatschappelijk dividend.

7. Conclusie

Dit stuk is geschreven door een juridische leek, en is slechts bedoeld als aanzet tot verdere discussie. De voorlopige conclusies zijn als volgt. Het grootste probleem bij Triodos is waarschijnlijk het volgende: adviseurs van de bank hebben een aantal beleggers verkeerd voorgelicht over het risico van de niet-verhandelbaarheid van de certificaten, waardoor die beleggers soms flinke schade hebben opgelopen. In een aantal gevallen zal Triodos daarvoor mogelijk schadevergoeding moeten betalen. Hopelijk gaat het hierbij om een relatief beperkte groep. De schadevergoeding zal dan minimaal mede worden betaald door de certificaathouders die wel voldoende zijn voorgelicht. Dat is ook juist, want de verschaffers van het eigen vermogen horen nu eenmaal als eersten voor tegenvallers op te draaien.

Het lijkt er in eerste instantie niet op dat de bank, of haar directie, zich schuldig heeft gemaakt aan contractbreuk of verwijtbaar wanbeleid. Daarbij is het oude, nu afgeschafte handelssysteem een goed systeem, voor zover de certificaathouders steeds goed over de risico's worden geïnformeerd – wat dus niet altijd gebeurd lijkt te zijn.

Ten slotte is het, zoals ook gesteld door [De Graaf](#) (2023), jammer dat de economische wetenschap zo weinig aandacht heeft besteed aan modellen voor de financiering van het vermogen van banken anders dan het pure aandeelhoudersmodel. Was dat wel gebeurd, dan waren er wellicht goede voorstellen gedaan die het risico op stillegging van de handel in het oude Triodos-model hadden kunnen verminderen, en waren de in dit stuk besproken problemen mogelijk nooit ontstaan.