



Triodos Bank S. A.
Comité exécutif et Conseil des Commissaires
Hoofdstraat 10
3972 LA Driebergen-Rijsenburg

Par e-mail : info@triodos.nl ; zakelijk@triodos.nl ; CorporateSecretary@triodos.com

La Haye, le 4 mai 2022

Référence : 2022 007

Concerne : EI-VEB – Triodos, objections (complémentaires) au sens de l’art. 2:349 CC,

Cher Monsieur De Geus, cher Monsieur Rijpkema,

Merci pour votre réponse au courrier envoyé par European Investors-VEB (« EI-VEB ») le 17 mars 2022. J’ai lu votre courrier avec attention, tant l’exposé des faits relatifs à la négociabilité des certificats d’actions de la Banque Triodos (« Certificats ») que vos réponses aux questions et objections formulées par l’EI-VEB. Ces éléments ne sont hélas pas convaincants.

1. L’EI-VEB et les investisseurs qu’elle représente

L’EI-VEB est une association au sens de l’art. 3:305a CC néerlandais qui est habilitée à entamer de manière autonome des procédures juridiques visant à protéger les intérêts similaires d’autres personnes, pour autant qu’elle défende ces intérêts.

Conformément à son objet social, l’EI-VEB défend les intérêts de tous les investisseurs, notamment ceux qui détiennent des Certificats de la Banque Triodos S. A. (« Triodos »).

2. Objections à propos du cours des choses au sens de l’art. 2:349 CC

Dans ce courrier, au-delà de réitérer des objections déjà formulées à propos de la gestion et du cours des choses au sens de l’art. 2:349 CC, l’EI-VEB étend ses récriminations.

Les objections de l’EI-VEB portent principalement sur (1) des agissements contraires à la loi et/ou aux statuts, (2) la mauvaise gestion sur le plan de l’économie d’entreprise et (3) le fait que l’administration n’ait pas communiqué correctement les informations.

L'EI-VEB estime que ces objections constituent des motifs fondés de douter d'une bonne gestion et devraient par conséquent être une raison suffisante pour adresser à la Chambre des Entreprises (Ondernemingskamer) une demande d'ouverture d'enquête sur la gestion et le cours des choses chez Triodos.

Voici succinctement les objections soulevées.

(1) Agissements contraires à la loi et/ou aux statuts

Le 18 mars 2020, Triodos a suspendu la possibilité d'acheter ou de vendre des Certificats via le système interne d'échange facilité par Triodos, avec pour conséquence que la liquidité a quasiment totalement disparu des Certificats. Le 6 octobre 2020, Triodos a rouvert la possibilité d'échange des Certificats via la banque, avec toutefois des restrictions en termes d'ampleur et de fréquence des transactions. Le 5 janvier 2021, Triodos a à nouveau suspendu la possibilité d'échange susmentionnée. Après une réouverture des échanges à la fois brève et limitée, le 21 décembre 2021, il fut annoncé que la possibilité d'échange existante serait directement suspendue.¹

Triodos a annoncé préparer un système d'échange semi-ouvert (Multilateral Trading Facility ; MTF) pour permettre que les Certificats soient négociables à l'avenir. Triodos estime avoir besoin pour cela de 12 à 18 mois, à dater de décembre 2021, de sorte que les détenteurs de certificats, dans le scénario le plus favorable, ne pourront pas disposer pendant près de deux ans des moyens qu'ils ont confiés à Triodos.

L'EI-VEB émet des doutes quant à la sûreté d'exécution de l'implémentation finale d'une MTF, vu les conditions (« questions ») posées par Triodos dans ce contexte. Outre les conditions du marché et la question de savoir si Triodos est « prête » en interne pour l'implémentation, l'existence d'un intérêt suffisant sur le marché est également déterminante (c'est-à-dire : voir s'il existe suffisamment d'investisseurs intéressés par l'achat de Certificats).

Ce dernier point, à savoir un intérêt suffisant pour les Certificats, est au cœur de la question. C'est précisément le déséquilibre entre acheteurs et vendeurs de Certificats qui a abouti à la suspension du système d'échange interne. L'intérêt des acheteurs ne pourra dès lors être stimulé que si le cours auquel les Certificats sont négociés devient (largement) inférieur à la valeur intrinsèque, ce qui n'est pas souhaitable pour les Détenteurs de certificats actuels.

D'après Triodos, le système d'échange (entre-temps abandonné) où le prix était fixé sur base de la valeur intrinsèque, s'il a longtemps fait ses preuves, avait cessé d'être efficace.

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

Les causes sous-jacentes de ce dysfonctionnement invoquées par Triodos ne convainquent toutefois pas et ne sont en tout cas aucunement fondées.

Triodos cite par exemple l'impact de la pandémie de coronavirus comme accélérateur du déséquilibre entre l'offre et la demande de Certificats. La banque n'a toutefois pas attendu la fin de la pandémie pour examiner si cela réduirait également le déséquilibre. Qui plus est, la banque n'a jamais établi de lien entre la fin de la pandémie et le fonctionnement du système d'échange interne.

En septembre 2021, la banque constatait qu'il n'était « plus vraisemblable que le système existant d'échange de certificats soit encore en mesure de mettre structurellement en équilibre à tout moment la pression de vente créée par les événements de la vie des Détenteurs de certificats ou pour d'autres raisons et une demande suffisante de certificats à la valeur intrinsèque ». La banque n'a jamais pu expliquer clairement en quoi les « événements de la vie » évoqués auraient subitement eu un effet accru sur la négociation de certificats.

En mettant un terme à son programme de rachat et en poursuivant la vente et l'offre de ses Certificats à des clients pendant la brève reprise de ce programme fin 2021, Triodos a enfreint le code de conduite imposant l'obligation d'une gestion d'entreprise intègre et maîtrisée.²

En effet, on ne voit pas comment la vente et l'offre de nouveaux Certificats pendant la courte période de reprise du programme de rachat pourraient être qualifiées de traitement bienveillant des clients que Triodos a activement approchés par des e-mails promotionnels proposant d'acheter des Certificats en bénéficiant d'une remise. Triodos devait tout de même clairement savoir qu'il ne pouvait en aucun cas être question – et ce avant longtemps – d'une possibilité de reprise durable et équilibrée de son programme de rachat.

Le fait qu'à l'époque de l'ouverture d'octobre 2021 Triodos en ait elle-même sérieusement douté est démontré par le plafond de rachat de ses Certificats fixé à EUR 5.000. On ne voit pas comment Triodos aurait pu défendre avec bienveillance les intérêts de ses clients en leur proposant de nouveaux Certificats. S'il est probable que les clients aient pu être attirés par une

² Art. 3:17 alinéa 2 sub b Wft (code néerlandais de contrôle financier). Ces règles concernent l'intégrité, qu'il faut comprendre comme la lutte contre : 1°. les conflits d'intérêts ; 2°. le fait de commettre des faits punissables ou d'autres violations de la loi dans le chef d'entreprises financières ou de leurs collaborateurs, susceptibles de nuire à la confiance dans l'entreprise financière ou dans les marchés financiers ; 3°. les relations avec des clients susceptibles de nuire à la confiance dans l'entreprise financière ou dans les marchés financiers ; et 4°. tous agissements d'entreprises financières ou de leurs collaborateurs allant d'une quelconque manière à l'encontre de ce qui est socialement admis en vertu du droit non écrit, susceptibles de nuire gravement à la confiance dans l'entreprise financière ou dans les marchés financiers.

réduction de EUR 2 sur la valeur intrinsèque de EUR 84 et par l'exonération des frais de transaction usuels, cette action promotionnelle révèle que Triodos n'avait en réalité plus confiance dans le fait que ce programme de rachat ait la moindre chance d'une reprise durable.

Le recrutement de nouveaux acheteurs de Certificats donne dès lors totalement l'impression d'une volonté de créer artificiellement une demande de Certificats pour que le programme de rachat puisse encore se poursuivre un certain temps, alors que Triodos savait ou était censée savoir qu'une reprise durable de ce programme de rachat n'était pas réaliste. La base de financement, la structure des coûts et le modèle d'entreprise empêchaient toute forme de reprise durable du programme de rachat. Les acheteurs de Certificats lors de cette courte période de reprise doivent donc uniquement être considérés comme des victimes ; ils ont acheté des Certificats d'un tiers, Triodos, qui savait ou était censé savoir que ces acheteurs n'entreraient plus jamais en considération pour la revente de ces Certificats.

Le fait qu'il soit question d'une relation *execution-only* ne signifie pas que Triodos échappe au principe de traitement intègre et bienveillant de ses clients. Cela ne dispense pas davantage Triodos de son obligation de placer les intérêts de ses clients au cœur de ses activités.

Le fait de proposer activement l'achat de certificats à ses clients et d'en faire la publicité alors que Triodos savait ou était censée savoir que le programme de rachat ne pouvait être repris que temporairement est à tout le moins en contradiction avec le code de conduite selon lequel il convient d'éviter toute (suspicion de) confusion des intérêts propres de Triodos avec ceux de ses clients.

Triodos savait ou devait raisonnablement savoir que le programme de rachat ne pourrait jamais reprendre sur le long terme, et les conditions alléchantes de la promotion indiquent par ailleurs qu'elle s'y attendait. Triodos savait en outre que la cotation sur une MTF – qu'elle semblait finalement avoir choisi – se traduirait par des pertes considérables pour ses Détenteurs de certificats. De ce fait, Triodos n'était plus en position de présenter à ses clients la vente de ses propres certificats comme étant un produit ne comportant pas un risque élevé.

Par ailleurs, Triodos n'était plus en position de qualifier ses Certificats comme produit adapté pour ses clients.³ La reprise incertaine du programme de rachat a exposé ses clients à des risques inconsidérés.

³ En vertu de l'art. 4:24 Wft, Triodos devait effectuer un test d'adéquation ; les certificats d'actions ne figurent pas dans la liste des produits non complexes dans l'art. 4:24 alinéa 5 Wft. Pour proposer ces certificats d'actions non négociables en bourse, Triodos devait obligatoirement effectuer un test d'adéquation auprès de ses clients.

S'agissant de l'obligation de sollicitude d'une banque telle que Triodos et du statut d'une relation *execution-only* entre Triodos et ses clients, le cadre suivant est important.

Au-delà de la jurisprudence, en tant qu'organisme professionnel de placement à considérer par excellence comme un expert, la banque est soumise à un devoir (particulier) de diligence visant à protéger ses clients contre les risques de sa propre légèreté ou un manque de discernement. La portée de ce devoir de diligence dépend des circonstances concrètes au cas par cas, en tenant également compte de la réglementation en vigueur en matière de droit public.

Ce devoir de diligence implique notamment que la banque, indépendamment de la nature et de la complexité de l'instrument financier, doit avoir préalablement analysé suffisamment les possibilités financières, la compétence et les objectifs du client, afin de pouvoir évaluer et, le cas échéant, déterminer dans quelle mesure et de quelle manière elle doit informer le client sur le fonctionnement et les caractéristiques d'une transaction ou d'une construction appliquée qu'il envisage, et de le prévenir des risques (particuliers) qui y sont liés, ainsi que du fait qu'une transaction ou une stratégie (d'investissement) appliquée qu'il envisage ne convient éventuellement pas à ses possibilités financières ou à ses objectifs, aux risques qu'il est prêt à prendre ou à ses compétences.⁴

L'obligation d'avertissement peut naître de circonstances où un risque spécifique ou un danger implicite n'est pas visible sans avertissement (explicite), par exemple en raison de la complexité du rapport juridique, et il incombe à l'organisme de placement de le comprendre.

(2) Mauvaise gestion d'entreprise

Le « rendement sociétal » est au cœur de la mission de Triodos. Comme la banque l'a régulièrement souligné, avoir un impact dans ce domaine n'est possible que lorsqu'il est envisagé en combinaison avec les prestations financières de la banque en termes de risques et de rendements.

Sur la base des résultats récents, il existe des raisons fondées de douter de la bonne gestion en termes d'économie d'entreprise chez Triodos. Il s'agit ici d'un modèle de financement non durable qui entraîne que l'objectif de Triodos ne peut pas (ou ne peut plus) être atteint.

Le fait que ces dernières années Triodos n'ait pas été gérée correctement, conformément à ce qu'on peut attendre d'une banque professionnelle sous surveillance, est révélé par l'examen approfondi de quelques objectifs financiers communiqués par la banque. Chaque fois, Triodos a

⁴ HR 3 février 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU4914, r.o. 3.4. renvoyant à HR 26 juin 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686; HR 11 juillet 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419 et HR 24 décembre 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799.



insisté auprès des Détenteurs de certificats sur l'importance de ces objectifs et leur faisabilité a été confirmée.

L'EI-VEB fait en premier lieu référence au ratio cost-income, qui est un instrument de mesure important de l'efficacité. En tout cas depuis 2016, 79 à 80 pour cent des recettes de Triodos sont affectés aux frais. C'est sensiblement supérieur à l'objectif de la banque qui était de maintenir ce ratio sous les 70 pour cent. Triodos a notamment expliqué les faibles performances par les coûts de (l'implémentation de) la législation et de la réglementation.

Déjà en 2017, la banque avait annoncé qu'il faudrait un certain temps pour atteindre l'objectif de 70 pour cent (ou moins). Une baisse à 75 pour cent devait toutefois être atteinte plus rapidement, comme ce fut notamment prétendu lors de l'Assemblée générale du 19 mai 2017. Jusqu'à présent, ce n'est toutefois pas le cas, bien que Triodos ait chaque fois attiré l'attention des Détenteurs de certificats sur l'importance de ce ratio.

Les faibles performances de Triodos au fil des ans ont également eu un impact sur les faibles rendements des fonds propres constitués ces dernières années par Triodos. De 2017 à 2020, la banque visait un objectif de rendement sur fonds propres à hauteur de 3 à 5 pour cent. Au cours de ces mêmes années, Triodos a obtenu un rendement proche du plancher de cette fourchette, pour finir par descendre en dessous du seuil inférieur en 2020.

Triodos qualifie son propre objectif de rentabilité de « fair », ce qui doit être envisagé dans le cadre de la triple mission évoquée précédemment (« créer un impact en utilisant consciemment l'argent pour faire changer la société »), du rendement et du risque. Selon ses propres dires, la banque donne priorité à sa mission ; ce n'est qu'en second lieu qu'elle aborde le risque et le rendement. La banque met apparemment en balance un rendement inférieur à ce qui se pratique couramment sur le marché en raison de sa mission (« impact sociétal ») et du profil de risques.

Il est donc compréhensible que les détenteurs (potentiels) de certificats s'attendent au profil de faibles risques annoncé pour le placement, qui s'inscrit dans le cadre du faible rendement réalisé, a fortiori vu les tampons de capitaux élevés maintenus par Triodos. La réalité est qu'on a vendu aux détenteurs de certificats un placement très risqué ayant un faible rendement. Les avertissements obligatoires auxquels Triodos était tenue en vertu des clauses juridiques écrites en petits caractères dans les documents officiels, notamment les prospectus, n'y changent rien.

Par ailleurs, la banque savait ou était censée savoir que le fait de ne pas atteindre les objectifs et/ou de les réaliser de justesse – d'un point de vue de technique du marché – n'a que peu d'implications au niveau des objectifs concurrentiels pour la valorisation de l'entreprise dès lors que le prix des certificats serait fixé librement. Des banques qui fonctionnent de manière sensiblement plus efficace et rentable que Triodos sont en effet souvent négociées en bourse



sous la valeur intrinsèque. Chez Triodos, il convient de tenir compte d'un écart particulièrement grand en raison des restrictions des échanges et de la gouvernance choisie, dans laquelle les Détenteurs de certificats n'ont que très peu leur mot à dire.

Triodos aurait dès lors dû être depuis longtemps au courant du fait que dans un environnement d'échange moins contrôlé par la banque, les Certificats seraient cotés nettement sous la valeur intrinsèque. Triodos n'a vu aucun obstacle à continuer à utiliser pendant des années le système d'échange interne, sans prévenir d'aucune manière les Détenteurs de certificats que ce système pourrait un jour s'arrêter.

(3) Informations incorrectement communiquées par l'administration

Comme abondamment exposé ci-dessus de même que dans notre lettre du 17 mars 2022, l'EI-VEB doute de l'interprétation de Triodos quant au moment où les administrateurs et commissaires ont pris conscience du fait que le système d'échange interne n'était plus tenable. Triodos a indiqué précédemment être arrivée à cette conclusion fin 2021, au terme d'une étude menée plus tôt dans l'année.

Lors de l'Assemblée générale du 21 mai 2021, Triodos a laissé de nombreuses options ouvertes quant à la négociation de Certificats et a annoncé chercher une solution pour poursuivre la croissance de l'assise financière. Les intérêts des Détenteurs de certificats devaient expressément faire partie de la réflexion. L'importante baisse attendue de la valeur des Certificats a été le résultat auquel on s'attendait. Au-delà d'être amer, ce résultat était également prévisible depuis longtemps en connaissant la réalité économique de la société Triodos ainsi que l'état du marché.

L'EI-VEB estime donc que Triodos n'a pas rendu publique en temps voulu l'évaluation interne du système d'échange et ne l'a pas partagée à temps avec les Détenteurs de certificats. Il n'y a en outre aucune clarté sur la manière dont s'est déroulé le processus décisionnel ayant abouti à l'abandon du système d'échange interne, sur la décision d'opter en faveur d'une MTF et sur le fait de savoir si les intérêts des Détenteurs de certificats ont été pris en considération dans la mesure annoncée précédemment par Triodos.

L'EI-VEB réitère sa demande à Triodos de donner des explications sur les discussions et le processus décisionnel relatifs au système d'échange interne (et à sa suspension) ainsi que sur les alternatives envisagées lors des réunions du Comité exécutif et du Conseil des Commissaires.

L'EI-VEB se réserve expressément tous droits d'élargir ses objections. La VEB précise expressément qu'elle vous soumet d'ores et déjà ces objections dans le cadre de l'art. 2:349 CC.



3. La VEB est prête à discuter, mais une transparence totale est indispensable.

Dans son courrier du 25 mars 2022, Triodos a exprimé sa volonté de dialoguer avec la VEB. La VEB accepte volontiers cette invitation à dialoguer, à condition que cette discussion ait lieu dans les 14 jours du présent courrier.

Merci de communiquer le plus rapidement possible à l'EI-VEB votre réaction sur le contenu des présentes.

Cordialement,

European Investors-VEB

Gerben Everts

Directeur