

ANALYSE  
FINANCITÉ

AUTRICE  
MORGANE KUBICKI



---

# TRIODOS ET LES CERTIFICATS

---

DÉCEMBRE 2022

Financité

*Dans l'impossibilité de récupérer leur investissement dans la banque néerlandaise Triodos, les détenteur·rice·s de certificats sont en rogne. En janvier, ils et elles ont appris que leurs certificats avaient perdu 30% de leur valeur. Une audience, demandée par la plateforme Stichting Certificathouders Triodos Bank aura bien lieu le 22 décembre pour « comprendre le processus décisionnel de la banque. » Cette analyse vise à détailler le fonctionnement des certificats d'action et les décisions de la banque depuis 2020.*

**En quelques mots :**

- Triodos émet bien des actions, mais celles-ci sont immédiatement souscrites par une fondation qui garde le droit de vote.
- En mars 2020, alors que frappe la crise sanitaire, Triodos décide de suspendre la possibilité d'acheter ou de vendre des certificats d'actions.
- Une plateforme d'échange doit être créée et les certificats perdent 30% de leur valeur.

**Mots clés liés à cette analyse :** investissement socialement responsable

## Introduction

Suspension, ouverture, promesse de rachat puis finalement dividende amélioré, les détenteurs et détentrices de certificats d'action de Triodos ne savent plus où donner de la tête. Il faut dire que depuis la crise sanitaire, les rebondissements ont été nombreux et pas nécessairement en leur avantage. La grogne monte chez certain·e·s, mais c'est souvent l'incompréhension qui domine. Cette analyse vise à retracer le fil du système des certificats chez Triodos, les décisions successives prises par la banque et les éventuelles raisons.

### 1 Le certificat d'action

Pour préserver l'indépendance et la politique durable de la banque, Triodos a opté à sa création pour une structure différente de celle d'une institution classique. La banque, qui est une société anonyme de droit néerlandais (la structure que nous connaissons en Belgique n'a pas de personnalité juridique propre, elle n'est qu'une succursale, c'est-à-dire un prolongement, de la maison-mère), émet bien des actions, mais celles-ci sont immédiatement souscrites par la Stichting Administratiekantoor Aandelen Triodos Bank (la Fondation pour l'administration des actions de la banque Triodos, en français). Cette fondation est la seule à avoir le droit de vote associé aux actions et donc à pouvoir voter aux assemblées générales de Triodos.

Les personnes qui ont investi dans la banque, elles, n'ont en réalité pas acheté une

*Les certificats ne sont pas cotés en bourse et ne s'échangent au prix qui dépend de l'offre et la demande.*

action, mais un certificat. Car pour chaque action, la fondation émet un certificat d'action. Celui-ci donne aux détenteur·rice·s les mêmes droits économiques qu'une action, c'est-à-dire 100% du dividende, mais sans les droits de vote.<sup>1</sup>

Fin 2020, la banque comptait 43 614 détenteur·rice·s de certificats, dont 7 478 (17,1 %) en Belgique.

Les certificats d'actions ne sont pas cotés en bourse et ne s'échangent donc pas à un prix qui dépendrait de l'offre et la demande comme c'est le cas pour beaucoup de produits financiers. C'est la banque qui détermine quotidiennement la valeur intrinsèque du certificat calculé sur base des fonds propres de la structure, divisé par le nombre d'actions. Ces certificats reflètent ainsi la valeur comptable de la Banque Triodos. Cette méthode doit notamment éviter que leur valeur soit influencée par de la spéculation et l'attente de résultats futurs.

Les certificats d'actions sont émis en continu et un·e investisseur·euse peut s'en procurer quand il·elle le souhaite. Pour revendre son certificat, il faut à nouveau passer par Triodos qui agit comme intermédiaire et qui peut acquérir des certificats d'action émis si jamais il n'y a pas d'acheteur·euse dans l'immédiat.

« Au-dessus de cette limite les vendeurs de certificats d'actions de la Banque Triodos ne pourront vendre leurs certificats que s'il y a des acheteurs. (La Banque Triodos) n'est pas tenue de racheter les certificats d'actions de la Banque Triodos. Dans tous les cas un ordre se liquide sur la base de la valeur déterminée par la Banque Triodos le jour de traitement de votre transaction », précise la Banque Triodos.<sup>2</sup>

### *1.1 Suspension des échanges*

Pendant longtemps, le système fonctionne sans accro. Mais en mars 2020, alors que frappe la crise sanitaire, Triodos décide de suspendre la possibilité d'acheter ou de vendre des certificats d'actions.

« La raison de cette suspension temporaire est due à l'incertitude que la pandémie du Covid-19 a provoquée sur l'économie au sens large, secteur financier inclus. Cette incertitude perturbe les marchés à une échelle sans précédent. En pareilles circonstances, la Banque Triodos choisit de cesser de proposer des certificats d'action. De même, les ordres de vente des certificats d'action ne seront plus acceptés jusqu'au moment où il y aura une plus grande clarté sur les effets de la pandémie du Covid-19 sur la Banque Triodos et sur les certificats d'action », justifie l'institution. Aucune

<sup>1</sup> <https://www.triodos.be/fr/questions-les-plus-frequentes/questce-quun-certificat-daction-de-la-banque-triodos?id=e04b56aaf24f>

<sup>2</sup> <https://www.triodos.be/fr/questions-les-plus-frequentes/comment-est-determinee-la-valeur-du-certificat-daction-de-la-banque-triodos?id=1fbd1eca9f65>

information supplémentaire n'est donnée sur la reprise des ordres d'achat et de vente. Fin 2020, les échanges reprennent avant de s'arrêter à nouveau la première semaine de janvier 2021.

En janvier 2022, les détenteur·rice·s de certificats reçoivent un courrier de la banque. Ce dernier les informe que leurs certificats qui valaient 84 euros avant la suspension des échanges valent désormais 59 euros par titre, soit une décote de 30%. Que s'est-il passé ?

### 1.2 *Rachats tampons*

Historiquement, afin de faciliter les échanges, c'est la banque Triodos qui agissait en tant que contrepartie.

Le système fonctionne si l'offre et la demande restent équilibrées et n'obligent pas la Banque Triodos à mobiliser trop de son capital pour racheter les certificats aux détenteur·rice·s. C'est ce qui s'est produit début 2020. « Le système de négociation existant pour les certificats, qui nous a été fort utile pendant plus de quarante ans, a atteint ses limites au début de la pandémie de Covid-19. L'offre et la demande de certificats ont été déséquilibrées à un point tel que la Banque Triodos n'était plus en mesure de racheter des certificats à la valeur nette d'inventaire (VNI) endéans les limites réglementaires et, par conséquent, ne pouvait plus faciliter elle-même les échanges de certificats. Les restrictions légales auxquelles la Banque Triodos est soumise ne le permettent pas », justifie le CEO Jeroen Rijpkema.<sup>3</sup>

Pour faire plus simple, de nombreux·euses détenteur·rice·s de certificats ont voulu vendre leur titre et Triodos n'a pas été en mesure de tous les racheter au risque de mettre son capital en danger. Il a fallu suspendre le système. Un essai de réouverture en octobre 2021 n'a pas résolu le problème du système qui a été suspendu à nouveau.

### 1.3 *Marché secondaire*

Fin décembre 2021, pour remédier à l'impossibilité d'effectuer les échanges, la banque annonce qu'elle prépare la mise en place de la cotation des certificats sur une plateforme Multilateral Trading Facility (MTF) d'ici 12 à 18 mois. Ce système permettra aux détenteur·rice·s de s'échanger les certificats sans que Triodos n'ait à les racheter d'abord et qu'elle ne touche donc à son capital pour le faire. Elle prévient également qu'il faut s'attendre à ce que le prix d'échange soit « sensiblement inférieur » au prix auquel la banque rachetait les certificats jusqu'ici. Celui-ci était basé sur la valeur intrinsèque de la banque. À ce moment-là, les résultats étaient en

<sup>3</sup> Questions et réponses à l'issue des séances d'information en ligne sur les certificats d'actions de la Banque Triodos, <https://www.triodos.be/binaries/content/assets/tbbe/fr/agm/questions-et-reponses.pdf>

baisse à 27 millions en 2020 (contre 39 millions en 2019).<sup>4</sup>

En fait, une cotation des certificats sur un marché implique de ne plus calculer leur prix sur la valeur comptable de Triodos comme c'était le cas jusqu'à présent (le capital divisé par le nombre d'actions), mais d'avoir un prix variable déterminé (notamment) par l'offre et la demande ainsi que les attentes futures de dividende par exemple. Ce sont donc les acheteur·euse·s et vendeur·euse·s de certificats qui déterminent le prix et non plus la banque.

Mais pour mettre en place ce système, l'administration fiscale néerlandaise demande à Triodos de définir la valeur économique du certificat fin 2021. Selon la banque « la non-négociabilité actuelle des certificats est reflétée dans l'ajustement du prix de 30 % par rapport au dernier prix de négociation basé sur la VNI de 84 EUR. Nous estimons que c'est la meilleure évaluation à l'heure actuelle et nous considérons qu'il est dans l'intérêt de nos parties prenantes d'être transparents à ce sujet. »<sup>5</sup>

#### 1.4 Programme de rachat restreint

En février, la plateforme d'achat et de vente n'est pas encore opérationnelle, mais la banque annonce un programme d'achat de certificats pour 14 millions d'euros. Les détenteur·rice·s vont donc pouvoir vendre leurs certificats jusqu'à 2 000 euros par détenteur·rice (avec des exceptions prévues jusqu'à 6 000 euros)

Les 14,4 millions d'euros disponibles pour le rachat restreint de certificats correspondent à la marge de manœuvre restante pour l'achat de certificats ("Market Making Buffer") dans l'ancien système.<sup>6</sup> Le prix, lui, est fixé aux 59 euros de l'analyse économique menée dans le cadre de la mise en place du système d'échange, tel que communiqué aux autorités fiscales néerlandaises. « Le rachat restreint de certificats vise à fournir une certaine liquidité pendant la période de suspension des échanges, conformément aux règles et réglementations applicables », précise Jeroen Rijpkema, Président du Comité exécutif et CEO de la Banque Triodos.

Mais en plein été, la banque fait marche arrière et annule le programme de rachat invoquant des « complexités imprévues dans la mise en œuvre du programme [...] la

4 Ariane van Caloen, La « proposition bizarre » de Triodos qui fait monter la grogne chez les actionnaires de la banque, La Libre, 18 février 2022, <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/2022/02/18/la-proposition-bizarre-de-triodos-qui-fait-monter-la-grogne-chez-les-actionnaires-de-la-banque>

5 Questions et réponses à l'issue des séances d'information en ligne sur les certificats d'actions de la Banque Triodos, <https://www.triodos.be/binaries/content/assets/tbbe/fr/agm/questions-et-reponses.pdf>

6 La Banque Triodos présente les détails du programme de rachat restreint de certificats d'actions, communiqué de presse du 15 février 2022, <https://www.triodos.be/fr/communiques-de-presse/2022/triodos-bank-presents-details-restricted-buyback-programme-of-depository-receipts>

*En plein été,  
la banque fait  
marche  
arrière et  
annule le  
programme  
de rachat.*

banque a conclu que le programme de rachat restreint et le dispositif de solidarité ne peuvent plus être exécutés en temps voulu. » À la place, les 45 000 détenteur·rice·s se voient offrir un dividende extraordinaire d'un euro.

## 2 Est-ce que Triodos va mal ?

La décote soudaine de la valeur des certificats a interrogé nombre de détenteur·rice·s. L'impossibilité de vendre ce produit et d'avoir accès à des liquidités a fini par mettre en rogne une partie de ceux-ci.

En mai, Triodos a également annoncé qu'elle souhaitait réduire ses effectifs de 10%, soit 130 à 150 personnes en moins d'ici 2024. « Afin de rester les premiers en matière de financement durable, nous devons améliorer notre ratio coûts-revenus et notre rendement sur le patrimoine », explique l'entreprise dans un communiqué.

C'est que, 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.

Quelques semaines plus tard, l'annonce du plan de restructuration fait place à l'annonce par le quotidien néerlandais Het Financieel Dagblad du départ de deux dirigeant·e·s, celui du directeur financier et de la responsable de la gestion des risques.

Interrogé par l'hebdomadaire Trends<sup>7</sup>, l'économiste de la KU Leuven Hans Degryse parle surtout d'un « problème de coordination » pour évoquer la situation de la Banque Triodos. Il y aurait d'un côté l'impossibilité de négocier les certificats qui inquiète les

<sup>7</sup> Patrick Claerhout, « Is er een toekomst voor ethische banken? », Trends, 9 juin 2022



investisseur·euse·s et de l'autre l'engagement de ces dernier·ère·s à investir dans une perspective de long terme. « Ce n'est pas un problème insurmontable. Triodos doit veiller à ce que le calme revienne afin que tout le monde ne sorte pas en même temps. Le meilleur moyen d'y parvenir est d'obtenir de bons résultats. »

Mais, au-delà de la question de la liquidité des certificats (pouvoir les vendre), se pose celle de leur valeur. Il est compréhensible que les détenteurs de certificats s'attendent à un profil de faibles risques, du reste annoncé pour le placement, qui contrebalance le faible rendement réalisé. Or, la cotation sur une MTF se traduit, comme nous l'avons vu, par des pertes considérables pour eux.

À en croire une enquête Ipsos commandée par Triodos fin 2021<sup>8</sup>, « les émotions sont diverses et variées, mais la plupart des personnes interrogées est convaincue que la Banque Triodos résoudra la situation actuelle de manière appropriée » du côté des détenteur·rice·s.

Cependant, les détenteur·rice·s mécontent·e·s, organisé·e·s au sein de la plateforme Stichting Certificaathouders Triodos Bank (qui a succédé à la plateforme Triodom) ne sont pas vraiment de cet avis. « La direction de la Banque Triodos ne cesse de répéter que "la banque se porte bien" et que "la banque est solide", alors que les personnes qui ont rendu la banque possible n'ont pas pu accéder à leur argent depuis des années et risquent de perdre 50 % de leurs revenus », regrette le président. Rappelant que la proposition de la banque d'octroyer 1,80 euro de dividende par certificat, soit environ 50% du bénéfice par certificat, est bien en deçà de la politique de dividende de Triodos qui est de viser 70% de distribution de dividende par certificat<sup>9</sup>.

Fin juin, le bénéfice net annoncé par Triodos s'élevait à 18,8 millions d'euros, soit 8,9 millions de moins que l'année précédente. La banque justifie avoir mis de côté près de 6 millions d'euros pour assumer son programme de réduction des effectifs et précise que les travaux préparatoires à la mise en place de la fameuse plateforme d'échange de certificats ont coûté 1,3 million d'euros depuis janvier 2022.

### 3 L'escalade

En octobre, la Stichting Certificaathouders Triodos Bank, qui n'est pas du tout satisfaite des récents événements, dépose une requête auprès de la Chambre des entreprises de la Cour d'appel d'Amsterdam. Elle demande à la Chambre des

<sup>8</sup> Enquête des parties prenantes auprès des détenteurs de certificats d'actions, des clients et des collaborateurs, Triodos Bank, novembre 2021,

<https://www.triodos.be/binaries/content/assets/tbbe/fr/agm/presentation---resultats-denquete-detenteurs-de-certificats-clients-et-collaborateurs.pdf>

<sup>9</sup> Triodos schoffeert certificaathouders met te laag dividend, 9 mai 2022,

[https://www.stichtingcertificaathouderstriodosbank.nl/images/pdf/220509\\_Persbericht\\_Stichting\\_Certificaathouders\\_Triodos\\_Bank\\_over\\_crisis\\_bij\\_de\\_Triodos\\_Bank.pdf](https://www.stichtingcertificaathouderstriodosbank.nl/images/pdf/220509_Persbericht_Stichting_Certificaathouders_Triodos_Bank_over_crisis_bij_de_Triodos_Bank.pdf)

*Les  
mécontent·e·s  
sont  
organisé·e·s  
au sein d'une  
plateforme.*

entreprises de mener une enquête sur la politique de la Banque Triodos.<sup>10</sup> Triodos annonce regrette l'escalade et demande à la Chambre des entreprises de rejeter la demande d'enquête.

Entre temps, les Assemblées extraordinaires de la Banque Triodos et de la Stichting Administratiekantoor Aandelen Triodos Bank (SAAT) approuvent le 11 octobre la proposition de dividende extraordinaire de 1,01 euro et la cotation des certificats d'actions sur une plateforme de négociation.

L'Association des actionnaires néerlandais (Vereniging voor Effectenbezitters, VEB) a entre temps apporté son soutien à la procédure entamée par la plateforme Stichting Certificaathouders Triodos Bank dont l'audience aura bien lieu le 22 décembre : « L'objectif est de mieux comprendre le processus décisionnel de la banque. Quand la décision a-t-elle été prise d'arrêter le commerce interne des certificats de dépôt, était-elle prise à temps ou aurait-elle dû être mieux informée, et toutes les alternatives ont-elles été correctement étudiées ? La VEB considère cette question comme importante car elle estime que les détenteurs de certificats de dépôt ont besoin d'une image précise du déroulement des événements dans le passé. »<sup>11</sup>

## Conclusion

Rien ne permet à ce jour d'affirmer que Triodos aurait volontairement caché des informations ou mis en place cette plateforme pour faire face à une situation financière délicate.

Ce qui apparaît cependant est que les informations fournies aux détenteurs et détentrices ont été tardives et pour le moins difficiles à déchiffrer. Le principe de fonctionnement par certificat d'action porte lui-même à confusion. L'audience de 22 décembre déterminera sans doute avec plus de précision si la banque a donné toutes les informations nécessaires aux détenteur·rice·s de certificats.

*Morgane Kubicki  
Décembre 2022*

<sup>10</sup> <https://www.stichtingcertificaathouderstriodosbank.nl/nieuws/laatste-nieuws/92-nieuws/laatste-nieuws/193-enqueteprocedure-aangevraagd-bij-de-ondernemingskamer>

<sup>11</sup> <https://www.stichtingcertificaathouderstriodosbank.nl/nieuws/laatste-nieuws/92-nieuws/laatste-nieuws/200-stichting-certificaathouders-triodos-bank-blij-met-actieve-ondersteuning-door-veb-in-onderzoek-over-beleid-bij-triodos-bank>



## Recommandations Financité

En lien avec cette analyse, le mémorandum Financité « *56 propositions pour une finance au service de l'intérêt général, proche et adaptée aux citoyen·ne·s* »<sup>12</sup> plaide pour.

Favoriser les institutions financières dont l'impact est le plus élevé au niveau social, environnemental et économique

Recommandation 20 : Financité demande aux autorités fédérales et européennes de réserver les incitants publics (garantie bancaire par exemple) aux institutions financières structurellement organisées pour répondre à des objectifs d'intérêt général et justifiant d'un impact favorable au niveau social, environnemental et économique.

<sup>12</sup> [https://www.financite.be/sites/default/files/20190122\\_memorandum\\_2019-web\\_final.pdf](https://www.financite.be/sites/default/files/20190122_memorandum_2019-web_final.pdf)

## A propos de Financité

*Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses.*

*Cette analyse s'intègre dans une des 3 thématiques traitées par le Réseau Financité, à savoir :*

***Finance et société :***

*Cette thématique s'intéresse à la finance comme moyen pour atteindre des objectifs d'intérêt général plutôt que la satisfaction d'intérêts particuliers et notamment rencontrer ainsi les défis sociaux et environnementaux de l'heure.*

***Finance et individu :***

*Cette thématique analyse la manière dont la finance peut atteindre l'objectif d'assurer à chacun, par l'intermédiaire de prestataires « classiques », l'accès et l'utilisation de services et produits financiers adaptés à ses besoins pour mener une vie sociale normale dans la société à laquelle il appartient.*

***Finance et proximité :***

*Cette thématique se penche sur la finance comme moyen de favoriser la création de réseaux d'échanges locaux, de resserrer les liens entre producteurs et consommateurs et de soutenir financièrement les initiatives au niveau local.*

Depuis 1987, des associations, des citoyen·ne·s et des acteurs sociaux se rassemblent au sein de Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire.

L'asbl Financité est reconnue par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.