

# ECLI:NL:GHAMS:2023:649

Instantie	Gerechtshof Amsterdam
Datum uitspraak	16-03-2023
Datum publicatie	16-03-2023
Zaaknummer	200.317.114/01 OK
Rechtsgebieden	Ondernemingsrecht
Bijzondere kenmerken	Eerste aanleg - meervoudig
Inhoudsindicatie	OK; Enquête; afwijzing verzoek
Vindplaatsen	Rechtspraak.nl

## Uitspraak

beschikking

---

### **GERECHTSHOF AMSTERDAM** **ONDERNEMINGSKAMER**

zaaknummer: 200.317.114/01 OK

beschikking van de Ondernemingskamer van 16 maart 2023

inzake

de stichting

**STICHTING CERTIFICAATHOUDERS TRIODOS BANK**, namens de in bijlage A opgenomen houders van certificaten van aandelen in het kapitaal van Triodos Bank N.V.,

gevestigd te Den Haag,

**VERZOEKERS,**

advocaat: **mr. M.N. van Dam**, kantoorhoudende te Amsterdam,

t e g e n

de naamloze vennootschap

**TRIODOS BANK N.V.,**

gevestigd te Zeist,

**VERWEERSTER,**

advocaten: **mr. F.G.K. Overkleef**, **mr. D.H.D. Hannema** en **mr. C.N. Perrick**, allen kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

1. de stichting

**STICHTING ADMINISTRATIEKANTOOR AANDELEN TRIODOS BANK,**

gevestigd te Zeist,

**BELANGHEBBENDE,**

advocaten: **mr. S.P. Kamerbeek** en **mr. K. Notenboom**, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

**2 [A],**

wonende te [...],

**3. [B],**

woonplaats onbekend,

**4. [C],**

wonende te [...],

**5. [D],**

woonplaats onbekend,

**6. [E],**

woonplaats onbekend,

**BELANGHEBBENDEN,**

advocaat: **mr. J.L. van der Schrieck**, kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

7. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid

**VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS,**

gevestigd te Den Haag,

**BELANGHEBBENDE,**

advocaten: **mr. G.F.E. Koster** en **P.W.J. Coenen**, beiden kantoorhoudende te Den Haag.

Hierna zullen partijen en andere (rechts)personen (ook) als volgt worden aangeduid:

- Stichting Certificaathouders Triodos Bank als de Stichting;
- de in bijlage A opgenomen houders van certificaten

van aandelen in het kapitaal van Triodos Bank N.V.

gezamenlijk als verzoekers;

- verweerster als Triodos;
- belanghebbende sub 1 als SAAT;
- belanghebbenden sub 2 tot en met 6 gezamenlijk als de raad van commissarissen;
- belanghebbende sub 7 als VEB.

## **1 Het verloop van het geding**

- 1.1 De Stichting heeft namens verzoekers bij verzoekschrift van 10 oktober 2022 de Ondernemingskamer verzocht, samengevat, een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van Triodos, primair over de periode vanaf april 2008, subsidiair over een in goede justitie te bepalen langere periode, en Triodos te veroordelen in de kosten van de procedure.
- 1.2 Triodos heeft bij verweerschrift van 1 december 2022 verzocht het verzoek van de Stichting af te wijzen en de Stichting te veroordelen in de kosten van de procedure.
- 1.3 SAAT heeft bij verweerschrift van 1 december 2022 verzocht de Stichting niet-ontvankelijk te verklaren in haar verzoek, althans het verzoek af te wijzen.
- 1.4 De raad van commissarissen heeft bij verweerschrift van 1 december 2022 verzocht het verzoek van de Stichting af te wijzen.
- 1.5 VEB heeft bij verweerschrift van 1 december 2022, na vermindering van haar verzoek ter zitting, verzocht:
  1. VEB als belanghebbende toe te laten;
  2. het verzoek toe te wijzen over de periode vanaf 2007, althans een in goede justitie vast te stellen periode;
  3. Triodos te veroordelen in de kosten van de procedure.
- 1.6 Het verzoek is behandeld op de zitting van 22 december 2022. De advocaten hebben toen de standpunten van de verschillende partijen toegelicht aan de hand van overgelegde aantekeningen en wat mr. Van Dam en mr. Overkleefte betreft onder overlegging van tevoren toegestuurde nadere

producties. Partijen en hun advocaten hebben vragen van de Ondernemingskamer beantwoord en inlichtingen verstrekt. Ter zitting heeft [F] namens een groep certificaathouders, optredend onder de naam Triodos Tragedie, het woord gevoerd.

## 2 Inleiding en feiten

2.1 Triodos voorziet sinds haar oprichting in haar kernvermogen door de uitgifte van certificaten van aandelen in haar kapitaal. Deze certificaten zijn verhandelbaar op een door Triodos gefaciliteerd handelssysteem, en daarnaast kunnen de certificaathouders hun certificaten zonder tussenkomst van Triodos onderling verhandelen. In januari 2021 heeft Triodos het faciliteren van de handel stilgelegd en sindsdien zijn de certificaten niet meer verhandelbaar. Deze zaak gaat in de kern over de vraag of de handelwijze van Triodos met betrekking tot de (houdbaarheid van de) kapitaalstructuur en de verhandelbaarheid van de certificaten van Triodos een gegronde reden oplevert om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Triodos te twijfelen.

2.2 Triodos is een bank met activiteiten in Nederland, België, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Spanje en Duitsland. Zij is statutair gevestigd in Nederland. Triodos is op 30 juni 1980 opgericht. Sinds haar oprichting investeert zij uitsluitend in initiatieven die een positieve impact hebben op de wereld. Artikel 2.2 van de statuten van Triodos luidt:

*"De vennootschap beoogt met de uitoefening van het bankbedrijf bij te dragen aan maatschappelijke vernieuwing, met als uitgangspunt dat ieder mens zich in vrijheid kan ontwikkelen, gelijke rechten heeft en verantwoordelijkheid draagt voor de gevolgen van zijn/haar economisch handelen voor de medemens en de aarde."*

Triodos is niet gericht op het maximaliseren van winst. Triodos staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (hierna: "DNB") en de Autoriteit Financiële Markten (hierna: "AFM").

2.3 Het bestuur van Triodos bestaat uit:

[G] , voorzitter, CEO, benoemd in 2021 (hierna: " [G] ")

[H] , CRO, benoemd in 2019

[I] , CCO, benoemd in 2021

[J] , COO, benoemd in 2021

[K] , CFRO a.i., benoemd in 2022

2.4 Daarnaast kent Triodos een raad van commissarissen bestaande uit belanghebbenden sub 2 tot en met 6:

[A] , benoemd in 2019, voorzitter sinds 2022

[B] , benoemd in 2019

[C] , benoemd in 2021

[D] , benoemd in 2021

[E] , benoemd in 2022

Binnen de raad van commissarissen bestaan enkele permanente (sub)commissies, waaronder de *Audit and Risk Committee* (hierna ook "de ARC"). De ARC richt zich op het voorbereiden van besprekingen en besluitvorming van de raad van commissarissen op het gebied van *financial reporting*, *audit issues* en *risk management*.

Triodos is een structuurvennootschap. De raad van commissarissen is bevoegd de bestuurders te benoemen en ontslaan en heeft een goedkeuringsrecht ten aanzien van een aantal besluiten van

het bestuur, waaronder het verlenen van medewerking aan de uitgifte van certificaten op naam van aandelen en het aanvragen van toelating van aandelen en certificaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit als bedoeld in artikel 1:1 Wft.

- 2.5 Alle aandelen in het kapitaal van Triodos worden gehouden door SAAT. SAAT heeft certificaten van aandelen in Triodos uitgegeven (hierna: "de certificaten", en in citaten ook "*depository receipts*" of "*DR's*"). Het geplaatst kapitaal van Triodos, € 723.352.800, is bijeengebracht door ongeveer 43.500 certificaathouders die gezamenlijk ongeveer 14,2 miljoen certificaten houden. In de administratievoorwaarden van SAAT is opgenomen (artikel 6):

*"De stichting oefent het stemrecht op de haar toebehorende aandelen zelfstandig uit. Daarbij laat zij zich leiden zowel door het belang van certificaathouders en dat van de Bank als door de beginselen die in de doelstelling van de Bank zijn uitgedrukt."*

De certificaathouders hebben geen zeggenschap ten aanzien van de uitoefening door SAAT van het stemrecht in de algemene vergadering van Triodos. De certificaathouders hebben wel vergaderrechten ten aanzien van Triodos. Verder moeten de certificaathouders bij de besluitvorming worden betrokken als het gaat om een wijziging van de administratievoorwaarden, de statuten van SAAT of de opheffing van de certificering. Het bestuur van SAAT bestaat uit vijf leden. Per 1 januari 2023 is [L] als voorzitter van het bestuur opgevolgd door [M] .

- 2.6 Triodos heeft vanaf haar oprichting haar kernvermogen (ook wel: *Common Equity Tier-1* of CET-1 kapitaal) aangetrokken door de verkoop van aandelen aan SAAT, die daarvan certificaten uitgaf, waarbij Triodos de distributie verzorgde. De groei van Triodos werd telkens mogelijk gemaakt door nieuwe (certificaten van) aandelen te verkopen of door het uitkeren van *stockdividend*; het uitbetalen van het jaarlijks dividend van Triodos in de vorm van extra certificaten. Tot 2007 had Triodos niet de mogelijkheid zelf certificaten in te kopen. Certificaathouders die wilden verkopen moesten wachten tot een koper zich meldde. Triodos verzorgde daarbij als effectendienstverlener op *execution only* basis de aan- en verkooporders voor de desbetreffende (aspirant)certificaathouders op basis van een daartoe gesloten overeenkomst.

- 2.7 Triodos publiceerde voor de uitgifte van de certificaten door SAAT ieder jaar een door de AFM goedgekeurd nieuw prospectus met informatie over de bank en de certificaten. In het prospectus 2007 is onder meer opgenomen:

**" No Listing**

*No listing on any stock exchange will be requested for the Depository Receipts.*

(...)

***Risks relating to the Depository Receipts and the Offering***

*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 them.*

*The Depository Receipts have not, and will not, be listed on a stock exchange. The Bank maintains a market in Depository Receipts, whereby the price is determined on the basis of the net asset value. Such an illiquid market for the Depository Receipts could mean that the Depository Receipts can not be sold for a long period of time, which could adversely affect the value of an investor's investment.*

*Furthermore, in the event that the net asset value falls, the market value of the Depository Receipts may fall below the price paid by the investor for the Depository Receipts."*

- 2.8 Vanaf 2007 voorzag Triodos in de mogelijkheid voor certificaathouders om binnen bepaalde grenzen aan- en verkooptransacties met Triodos te verrichten. Triodos werd dus wederpartij bij alle door haar gefaciliteerde transacties en ging ook zelf certificaten inkopen. Deze transacties werden, evenals de transacties via Triodos voor 2007, verricht tegen een prijs per certificaat die werd gebaseerd op de intrinsieke waarde van Triodos, aangeduid als de *net asset value* (hierna ook wel: "NAV"). Deze waarde wordt periodiek door Triodos vastgesteld. Daarnaast bestaat de

mogelijkheid voor certificaathouders om onderling, zonder tussenkomst van Triodos, certificaten te verhandelen.

2.9 Het bedrag waarvoor Triodos certificaten kan inkopen is op grond van prudentiële regelgeving ter zake van de door de bank aan te houden minimum kapitaalbuffers gelimiteerd tot een percentage (3%) van het CET-1 kapitaal van Triodos (de "Ruimte voor Inkoop"). De Ruimte voor Inkoop nam – met de groei van het aantal uitstaande certificaten en het CET-1 kapitaal van Triodos – toe van ongeveer € 2,5 miljoen in januari 2007 tot ongeveer € 28,2 miljoen medio 2020. In juni 2020 is het bedrag toegenomen tot € 36 miljoen. Voor deze verhogingen heeft Triodos de benodigde toestemming verkregen van DNB. De omvang van de Ruimte voor Inkoop werd steeds vermeld in het prospectus van het desbetreffende jaar. Daarnaast heeft de algemene vergadering van Triodos, zijnde SAAT, periodiek een inkoopmachtiging verleend. Tot medio 2019 stond DNB niet toe dat de Ruimte voor Inkoop werd aangewend voor verkooporders van institutionele partijen. Nadat deze restrictie door DNB was opgeheven hanteerde Triodos zelf een maximum voor de verkoop door één certificaathouder van € 1 miljoen per week.

2.10 In november 2017 heeft de *Group Depository Receipt Committee* (de "GDRC"), de commissie binnen Triodos ingesteld voor aangelegenheden met betrekking tot de certificaten, een *Risk Control & Self Assessment* ("RCSA") verricht met betrekking tot de certificaten. Eén van de onderzochte risico's zag op het scenario dat het aantal verkooporders het aantal aankooporders zodanig overschrijdt dat de Ruimte voor Inkoop de disbalans niet kan opvangen. Triodos heeft dit scenario aangeduid als het *Buffer Full Scenario*. In het RCSA wordt een inschatting gemaakt van enerzijds de *impact* en anderzijds de *likelihood* van het *Buffer Full Scenario*. Uit de RCSA volgt dat het *possible* is dat dit risico zich voordoet, en dat als dat het geval is de potentiële impact *extreme* is, hetgeen samen genomen leidt tot een *Risk Rating* van het *Buffer Full Scenario* als *High*. In de RCSA worden als "key controls" genoemd onder meer:

- *"Increase buffer from 2% to 5%*
- *Clear communication plan*
- *White knight solution*
- *Selling off RWA's [Risk Weighted Assets, OK]*
- *Planning of campaigns of branches with less overlap"*

Onder "Rationale" wordt daarover opgemerkt:

*"Even though these measures might help they cannot prevent the event from happening"*

En als "Action plan":

- *"Initiate research to assess if a 'white knight' (an investor who is willing to step in in difficult times) is possible*
- *Request buffer increase at DNB and subsequently the AGM*
- *Instructions to branches about planning of campaigns and appropriateness test*
- *Create a Risk Acceptance"*

2.11 In december 2017 heeft de *Non Financial Risk Committee* van Triodos (de "NFRC"), de commissie binnen Triodos belast met het identificeren, analyseren en beoordelen van niet-financiële risico's, het risico op een *Buffer Full Scenario* besproken en eveneens geclassificeerd als *high*.

2.12 In het eerste kwartaal van 2018 heeft het bestuur van Triodos een analyse van het certificaathoudersbestand laten uitvoeren door de GDRC. Uit deze analyse is naar voren gekomen dat een vergrijzing had plaatsgevonden. De certificaathouder van Triodos in Nederland was gemiddeld 58 jaar oud en de gemiddelde leeftijd waarop een certificaathouder instapt bleek 51 jaar te zijn. Tegelijkertijd bleek dat het bereiken van een zekere leeftijd (in samenhang met pensioenbehoeften en het aflossen van hypothecaire geldleningen) een belangrijke reden was om

de certificaten te verkopen. Verder was het certificaathoudersbestand minder divers geworden, er resteerden nog maar twee institutionele beleggers. Ook is gewezen op de komende striktere wetgeving met betrekking tot de uitgifte van de certificaten (MiFID II en de Prospectus Richtlijn) en op de gevolgen van de Brexit waarbij goedkeuring van de toezichthouder in het Verenigd Koninkrijk vereist zou worden voor verkoop aan certificaathouders aldaar. Als "*hypothesis questions (fruit for thought)*" worden aangeduid:

"- *Are DR's a valid instrument for retail clients in 10 years time?*

- *How to get a more stable basis other than inflow from TBNL and TBBE?*

- *Is the RoI [return on investment, OK] too low to compensate for the company risk and the liquidity risk for a growing group of existing DR holders?"*

2.13 Op 19 februari 2018 heeft een bestuursvergadering plaatsgevonden waarbij de analyse van de GDRC is besproken. In de notulen van die vergadering is onder meer opgenomen dat een plan van aanpak zal worden opgesteld om de risico's van het *Buffer Full Scenario* te mitigeren en dat nader onderzocht dient te worden op welke wijze het certificaathoudersbestand verbreed kan worden.

2.14 De raad van commissarissen van Triodos komt minimaal zes keer per jaar bijeen in een gezamenlijke vergadering met het bestuur. In een gecombineerde vergadering op 23 augustus 2018 heeft de raad van commissarissen aan het bestuur gevraagd naar de reden dat de verkoop van certificaten achterbleef bij de verwachting. Het bestuur heeft erop gewezen dat grote campagnes nog liepen en dat de verkoop gehinderd werd door de striktere MiFID II regels. De raad van commissarissen heeft gevraagd hoe het bestuur daarop zou reageren, waarop het bestuur heeft geantwoord dat dit bij de vaststelling van de begroting voor volgend jaar zal worden meegenomen, dat de kapitaalratio's van Triodos nog steeds sterk zijn, maar dat de groeiambitie van Triodos en haar kapitaal (markt) strategie "*should remain aligned*" en dat "*next year's budget will be the starting point for an in-depth discussion on capital market strategy*". In oktober 2018 heeft de GDRC haar RCSA (zie 2.10) bijgewerkt waarbij het risico van het *Buffer Full Scenario* onveranderd als "*possible*" en "*high*" werd geclassificeerd. In een gecombineerde vergadering op 16 november 2018 heeft de raad van commissarissen opgemerkt dat de uitgifte van certificaten afneemt. Het bestuur heeft daarop bevestigd dat "*this is being monitored. Triodos' DR proposition and target consumer base are being reviewed*".

2.15 Op 17 december 2018 heeft het bestuur van Triodos het *Buffer Full Scenario* besproken. In de notulen van die vergadering is onder meer opgenomen:

" **(7.1) High risk: buffer full**

*[P] [ [P] , Director Retail Banking en Process Owner van de RCSA, OK] explains that the Group DR Committee (GDRC) has conducted an RCSA on two Depository Receipts key emergency processes (possible scenario's) on 17 November 2017. The two key emergency processes are: (i) Suspension of Trade; and (ii) Buffer full scenario. The RCSA of the Buffer Full scenario results in a high risk that in the view of the committee cannot be further mitigated. On 19 December 2017, the NFRC agreed with this analysis of the GDRC and advised the EB to approve this risk acceptance. The EB members accept the high risk. [N] [ [N] , destijds CFO van Triodos, OK] misses a contingency plan that would be applicable when the utilization of the buffer increases abnormally in order to prevent the high risks to arise, and an analysis of the desired capacity of the buffer. The EB asks the GDRC to come with a contingency plan addressing those issues."*

2.16 Op 19 en 20 maart 2019 hebben een vergadering van de ARC en een gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen plaatsgevonden. De ARC heeft tijdens deze vergadering haar zorgen geuit:

"*Referring to the lower than budgeted Depository Receipts (DR's) growth and the lower than expected CET1 ratio (going below the internal 18% threshold), the ARC expresses their concern on the decrease in capital growth and asks what Triodos' strategy and plans are on improving the DR position."*

- 2.17 Op 27 juni 2019 hebben het bestuur en de raad van commissarissen gesproken over maatregelen om ervoor te zorgen dat aan de interne doelstellingen voor kapitaalratio's en winstgevendheid wordt voldaan. Gesproken is over het intensiveren van campagnes voor de verkoop van certificaten, de mogelijkheid van het aantrekken van Tier-2 kapitaal en kostenreductie. Ook nadien is daarover meermalen overleg gevoerd.
- 2.18 In de zomer van 2019 heeft binnen Triodos een overgang plaatsgevonden van Dutch GAAP naar IFRS verslaggevings- en accountingsprincipes. Als gevolg daarvan kon tijdelijk geen NAV worden vastgesteld, zodat Triodos het faciliteren van de handel in certificaten voor een maand heeft opgeschort. Door deze opschorting bouwde het aantal certificaathouders dat wilde verkopen zich op en waren er op het moment van hervatting van de handel relatief veel certificaathouders die wilden verkopen. Als gevolg daarvan was gedurende enige tijd een aanzienlijk deel van de Ruimte voor Inkoop in gebruik. Binnen enkele weken na hervatting van de handel was de beschikbare Ruimte voor Inkoop weer op het gebruikelijke niveau.
- 2.19 Tijdens een bestuursvergadering op 26 augustus 2019 heeft het bestuur besloten de mogelijkheid van het aantrekken van Tier-2 kapitaal door uitgifte van een groene achtergestelde obligatielening (een *green bond*) nader te laten onderzoeken.
- 2.20 In een notitie van 25 oktober 2019 heeft de GDRC risico's met betrekking tot het uitgeven van certificaten signaleerd en geconcludeerd:

**"4. Conclusion**

*DR's are currently the main source of CET-1 capital of Triodos Bank. Rules in respect of (offering of) financial instruments are constantly tightening. These rules are designed for-, and aimed at standard financial instruments and market practices. Because of the unique character of the DRs, the rules often have an unwanted and complicated impact on the DRs. In future, this may give rise to issues that cannot be easily resolved. In a worst case scenario, it could even result in a (temporary) suspension of the offering/issuance of DRs. The GDRC sees this as an increasing risk which cannot be easily mitigated. The GDRC recommends to start exploring strategic options to address this risk."*

- 2.21 In reactie op de hiervoor genoemde notitie van de GDRC heeft het bestuur van Triodos in een notitie van 2 januari 2020 geconcludeerd:

*"In October 2019 the Group DR Committee (GDRC) drafted a document in which several developments and concerns were written regarding the sustainability of DRs as source of CET-1 capital. (...)*

**2 Concerns / risks**

*The following concerns / risks are described in the Group DR Committee memo:*

*(...)*

*The liquidity provision function, in particular the size and use of the buffer, is limited by the capital requirements imposed by the CRR/CRD, and in certain cases subject to the prior approval of the AGM and/or DNB.*

*This is also a valid concern but at the same time an important protection for the bank and the other (remaining) investors. The limitation of the liquidity provision function should and is well described in the DR prospectus.*

*The situation of a forced suspension of trading due to a full buffer has been assessed in a separate RCSA. Although the probability of such an event is low, its impact once it would occur is expected to be high. This high risk cannot be further mitigated; it was accepted by the NFRC on 3 September 2019. (...)*



### 3 Conclusion

*We recognize and acknowledge the concerns described in the GDRC memo. We are aware of the fiduciary duties we have in the sale of DRs and the fact that we have to be transparent to our investors. This transparency is given in the DR prospectus. As we see no clear alternatives at the moment, which would benefit our investors, we accept the risks and have taken measures to make sure we comply with internal and external regulation. At the same time, we will investigate what alternatives we see in the near future."*

2.22 In een vergadering van 13 januari 2020 heeft het bestuur nogmaals het risico van het *Buffer Full Scenario* geaccepteerd en gesteld dat alternatieven onderzocht moeten worden. In navolging daarop zijn gesprekken gevoerd met diverse partijen over een mogelijke investering in certificaten, waaronder met twee banken in het netwerk van de *Global Alliance for Banking on Values* (hierna: "GABV-netwerk").

2.23 In maart 2020, kort na het begin van de Covid-19 pandemie, is een disbalans ontstaan doordat het aanbod van certificaten de vraag sterk overschreed. Op 17 maart 2020 heeft in de ochtend een bestuursvergadering plaatsgevonden. In de notulen van die vergadering is onder meer opgenomen:

*"[O] [ O ] , destijds COO van Triodos, OK] informs the EB that currently EUR 16.5 million of the DR buffer is utilized, mainly caused by outflow in the Netherlands. However, the outflow is relatively strong and when EUR 20 million of the buffer would be utilized, the EB should consider suspending DR trading in a structured way. For now, the outflow is closely monitored to determine whether the trend is continuing or that the outflow declining into an S-curve."*

Diezelfde dag heeft in de avond een tweede bestuursvergadering plaatsgevonden. In de notulen is opgenomen:

*"[P] [ P ] , Director Retail Banking en Process Owner van de RCSA, OK] introduces the updated memo to the SB/ARC and explains that in the afternoon EUR 18.8 million of the buffer had been utilized and that a controlled suspension of trade should be considered as the utilization of the buffer approaches EUR 20 million.*

(...)

*After carefully weighting the uncertainty that the COVID-19 pandemic has created for the economy at large, including the financial sector, the unprecedented disruption to markets, the trend in outflow of DRs, and in order to protect the capital base of the bank and to be prudent in uncertain times, the EB decides to stop offering DRs and to stop accepting selling orders of DRs until there is more clarity on the effects the COVID-19 pandemic has on Triodos Bank and we expect that the buying and selling of DR's will be (again) more in balance. This decision will take effect – unless there are new developments – as of Wednesday 18 March 2020, 17:30 CET. The EB asks the Group DR Committee to execute this decision."*

2.24 Op 17 maart 2020 heeft de ARC, in aanwezigheid van leden van het bestuur, vergaderd over de ontstane situatie waarbij de verwachting was dat de grens van de buffer snel bereikt zou worden hetgeen zou leiden tot een opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten. CEO [Q] heeft daarbij toegelicht dat de opschorting zou plaatsvinden voordat de gehele Ruimte voor Inkoop was opgebruikt, om voldoende buffer over te houden om op enig moment het faciliteren van de handel in certificaten weer te kunnen opstarten. Op 18 maart 2020 heeft opnieuw een gecombineerde vergadering met het bestuur en de raad van commissarissen plaatsgevonden.

2.25 Op 18 maart 2020 heeft Triodos bekendgemaakt dat zij het faciliteren van de handel in certificaten had opgeschort.

2.26 Op 27 maart 2020 heeft SAAT, vooruitlopend op de algemene vergadering op 29 juni 2020, aan het bestuur van Triodos vragen gesteld over de verwachtingen, de gevolgen en de risico's van de opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten. Daarbij heeft zij het bestuur ook verzocht het aangekondigde besluit geen dividend over 2019 uit te keren te heroverwegen.

2.27 Op 31 maart 2020 heeft een vergadering plaatsgevonden tussen het bestuur van Triodos en SAAT, waarbij ook een afgevaardigde van de raad van commissarissen aanwezig was. Tijdens deze vergadering heeft SAAT diverse vragen gesteld over het besluit geen dividend over 2019 uit te keren en over het opschorten van het faciliteren van de handel in certificaten. SAAT heeft tijdens deze vergadering benadrukt dat de belangen van de certificaathouders een belangrijke rol bij de besluitvorming dienen te spelen.

2.28 Op 1 april 2020 heeft Triodos bekendgemaakt dat zij over 2019 geen dividend uitkeert.

2.29 In de periode na de opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten hebben verschillende bestuursvergaderingen plaatsgevonden. Uit de notulen van de bestuursvergadering van 20 april 2020 volgt dat onder meer is gesproken over de voorwaarden waaronder de handel in certificaten zou kunnen worden hervat:

*"– Conditions for reopening: [P] [ [P] , Director Retail Banking, OK] proposes the following factors to consider in reopening: termination of government measures, the level of a volatility index, and consumer sentiment. [R] , general counsel, OK] adds the feasibility that the buffer can absorb the sell-pressure upon reopening and states that gating can spread out the sell-pressure over time, but that the sell-pressure should not be expected to exceed the buffer. [S] [ [S] , destijds CFO van Triodos, OK] adds operational excellence as a criterium;*

*– Prospectus, supplement and rule book: [R] outlines the purpose of each of the documents, the intended content (including IFRS comparable financials Y/N) and (parallel) timelines for (AFM) approval;*

*– Gating: [R] explains the intention of gating, different options and levels of complexity and corresponding ease of operational implementation;*

*– [H] [ [H] , lid van het bestuur van Triodos, OK] suggests keeping a frequent log of the arguments not to reopen the DR-trade that week, in order to provide transparency on this when needed. [P] will create and maintain this log;*

*– The pros and cons of timely reopening (with simple but strict gating principles) versus reopening at a later stage (with more complex gating principles). [Q] [ [Q] , destijds CEO van Triodos, OK] asks to assess the option to open up as soon as possible, with for example a maximum DR-sale of EUR 5,000 per month (simple gating). This would at least provide a possibility, albeit limited, for small DR holders to sell their DRs;*

*– DNB approval: [R] will check whether DNB approval is required for increasing or emptying the buffer;*

*– Reputation risk: [Q] states that a prolonged suspension of trade, for example due to AFM approval time, may not be easy to communicate to DR holders and may entail significant reputational risks;"*

Daarnaast is gesproken over mogelijke alternatieven:

*"– Alternative options to re-opening, such as a share buy-back, what is limited by the current buffer;*

*– Communication: [H] proposes to provide a more detailed explanation to the DR holders;*

*– Alternative types of capital, including market-priced capital. [Q] states that all relevant options should be explored, including offering market-priced capital, but that this would be a fundamental step in the history of the bank considering its roots, mission and identity and that – if considered at all – stakeholders (regulatory, supervisory, and shareholder) would have to be closely involved in such a decision. The EB agrees to explore possible collaborations with MTF [multilateral trading facility, OK] platforms and contact them for initial enquiries;*

(...)

*The EB asks to develop a scenario for short-term re-opening with a stringent gating measure and a scenario that aims at re-opening on the longer term, and to describe the potential further reaching measures, including the pros and cons of each option."*

Het scenario voor de heropening van het faciliteren van de handel in certificaten op korte termijn werd intern aangeduid als Project Bucharest. Het scenario voor de langere termijn, waarbij ook

werd gekeken naar alternatieven, werd intern aangeduid als Project Sofia.

2.30 Project Bucharest is besproken in vijf ARC-vergaderingen en vier gecombineerde vergaderingen. Tijdens die vergaderingen heeft de raad van commissarissen diverse vragen gesteld. Zo is in de notulen van de gecombineerde vergadering van 14 mei 2020 opgenomen:

*"The SB appreciates the clear memos of the EB and the external legal counsel. The SB wonders how the EB balanced the mission/identity in the weighting of criteria, what discounts were granted in the past, how the target date to open will be determined (28 June just before AGM?), what the communication plan will be, and whether all options to empty or increase the buffer have been looked at."*

2.31 Bij persbericht van 18 juni 2020 heeft Triodos aan de certificaathouders een update gegeven van de stappen die Triodos zet om het faciliteren van de handel in certificaten te kunnen hervatten. Bij e-mail van diezelfde dag heeft SAAT diverse vragen aan het bestuur gesteld, waaronder welke alternatieven zijn overwogen om de handel in certificaten te faciliteren en of een daling van de NAV te verwachten viel.

2.32 Bij brief van 24 juni 2020 heeft VEB aan Triodos bericht dat zij klachten van haar achterban heeft ontvangen over het stopzetten van de handel. Daarbij heeft VEB diverse vragen gesteld, waaronder:

*"(iv) Het persbericht van 18 juni 2020 meldt dat de berekening van de koers die – kort gezegd afgeleid is van de netto-activa-waarde – elke week is doorgedaan. Er wordt opgemerkt dat "deze benadering ongecontroleerde marktvolatiliteit en speculatie vermijdt en de koers van onze Certificaten van Aandelen stabielere maakt dan de koers van beursgenoteerde aandelen". Zou Triodos kunnen uitleggen wat een belegger aan stabiliteit heeft op het moment dat Certificaten niet verkocht kunnen worden?*

*(...)*

*(vi) Kan Triodos toezeggen richting certificaathouders dat het de voorwaarden van de Certificaten, en dan voornamelijk ten aanzien van de dividenduitkeringen, niet zal aanpassen zodra de handel weer van start is gegaan?*

*(vii) In het persbericht van 18 juni 2020 laat Triodos weten dat "de coronacrisis structurele zwakheden in het hedendaagse mondiale sociaaleconomische systeem blootlegt".*

*a. Legt de crisis ook niet de inherente weeffout van de huidige certificaatstructuur bloot waarbij verkoop van de instrumenten bij turbulentie op financiële markten de facto onmogelijk is omdat dit direct consequenties heeft voor de buffers van de bank?*

*b. Bij geen enkele andere Nederlandse bank is de handel in aandelen of certificaten stopgezet. Dit komt in de eerste plaats omdat Triodos zelf als tegenpartij optreedt. Bent u bereid uw vermogensstructuur te herzien, zodat beleggers de Certificaten ook op de beurs kunnen verhandelen?*

*c. Wat rechtvaardigt de keuze van Triodos om deze structuur nog langer voort te zetten?*

*(...)"*

2.33 Op 29 juni 2020 heeft de algemene vergadering van Triodos plaatsgevonden. Op diezelfde dag heeft een vergadering van certificaathouders plaatsgevonden.

2.34 Op 8 juli 2020 heeft Triodos alle vragen in voormelde brief van VEB beantwoord. Met betrekking tot de vraag of het bestaande interne handelssysteem houdbaar is heeft Triodos geantwoord:

*"(iv) Triodos Bank is een bank met een duidelijke missie: geld laten werken voor positieve, sociale, ecologische en culturele veranderingen door bewust met geld om te gaan. Certificaathouders verschaffen Triodos Bank het benodigde kapitaal voor het realiseren van die positieve verandering. Zij ontvangen een rendement dat bestaat uit een combinatie van dividend en waardegroei. De NAV-methode leidt tot een veel stabielere prijsontwikkeling in vergelijking met het vaak grilliger koersverloop van een prijs die op de markt op basis van vraag en aanbod tot stand komt. Tegelijkertijd is er een risico dat de Certificaten langere tijd niet kunnen worden verkocht.*

*(...)*

*(vii) a. Zie het antwoord on A(iv).*

*(vii) b. Triodos Bank heeft vanaf de oprichting gekozen voor een handelssystematiek die aansluit bij de Net Asset Value van de bank. Deze systematiek bevordert een stabiele prijsvorming en voorkomt korte termijn (speculatieve) handel. Een notering op een gereguleerde markt sluit niet aan bij die principes.*

*(vii) c. Zie het antwoord onder A (iv)."*

2.35 Op 24 september 2020 heeft Triodos het prospectus 2020 gepubliceerd. In het prospectus 2020 zijn de risicoparagrafen geactualiseerd, waarmee aan het beleggend publiek is gecommuniceerd dat het risico bestaat dat Triodos opnieuw genoodzaakt kan zijn het faciliteren van de handel in certificaten op te schorten of te beperken. Daarnaast is in het prospectus 2020 vermeld dat de Ruimte voor Inkoop was verhoogd tot € 36 miljoen. Ook is in het prospectus 2020 opgenomen:

*"No listing*

*The Depository Receipts are not listed on any regulated market or multilateral trading platform (MTF) nor is there an intention to do so. (...)*

*What are the key risks that are specific to the Depository Receipts?*

- Triodos Bank facilitates transactions in Depository Receipts by repurchasing and (re)selling Depository Receipts. Triodos Bank at its sole discretion may decide to limit or suspend its facilitating activities, f.i. in case of unbalanced order volumes, or in case Triodos Bank has reached or approaches its regulatory limit to repurchase Depository Receipts. As a consequence, investors may during a period of time of several months, or much longer, not be able to sell or otherwise dispose of (all of) their Depository Receipts.*

- The Price of the Depository Receipts is based on the NAV of Triodos Bank, which is calculated in accordance with the International Financial Reporting Standards (IFRS) accounting standard. Risks to the banking industry in general and how these relate to Triodos Bank in particular, and risks specifically related to the business and circumstances of Triodos Bank, may have a material adverse effect on the NAV of Triodos Bank. Under IFRS provisions for credit losses are based on historic, current and forwardlooking information. This may cause downward volatility in the pricing of the Depository Receipts due to changes in the economic outlook. In 2020 these changes in the economic outlook are mainly caused by the economic crisis as result of the COVID-19 pandemic.*

- Triodos Bank may not be able to pay dividends in the future. Triodos Bank's ability to pay dividends depends on Triodos Bank realizing an adequate level of profit. In any event, there is no obligation for Triodos Bank to pay dividends. The payment of dividends is at the sole discretion of Triodos Bank at all times. The payment of dividends is further subject to statutory, regulatory, legal and financial requirements and restrictions."*

2.36 Op 27 september 2020 heeft Triodos een document gepubliceerd 'Principes voor het faciliteren van transacties in Certificaten van aandelen in het kapitaal van Triodos Bank' (hierna: de Transactie Principes). In de Transactie Principes is onder andere een niet-limitatieve opsomming gegeven van omstandigheden op grond waarvan Triodos het faciliteren van de handel nogmaals kan opschorten, zoals die ook al in het prospectus is opgenomen:

*"Triodos Bank heeft volledige discretionaire bevoegdheid om te besluiten de verwerking en uitvoering van Orders op te schorten. De omstandigheden waaronder Triodos Bank kan besluiten tot opschorting van verwerking en uitvoering zijn onder andere (maar niet beperkt tot): marktvolatiliteit, onevenwichtige ordervolumes, een daling van de beschikbare Ruimte voor Inkoop van Certificaten, beperkingen op grond van regelgeving, ernstige verstoringen van communicatiesystemen, stroomuitval of andere noodsituaties die buiten de invloedssfeer van Triodos Bank liggen."*

2.37 Op 30 september 2020 heeft een gesprek plaatsgevonden tussen het bestuur van Triodos en SAAT, waarbij ook de toenmalige voorzitter van de raad van commissarissen aanwezig was. In de conceptnotulen van die vergadering is onder meer opgenomen:

*"SAAT emphasises that SAAT needs to be informed with regard to topics that affect the interest of the*

*DRH. Apart from SAAT's responsibility to monitor developments of the Bank and its impact on the interest of the DRH, the Bank should inform SAAT with regard to the topics that affect interests of the DRH as well. Since the Bank engages with DR on an ongoing basis, SAAT should be informed by the Bank with regard to the outcomes of this engagement regularly, adequately and timely.*

*(...)*

*SAAT expects from Triodos that it takes into account the banks interest, but also take into account thoroughly the interests of the DRH and to engage with DRHS and show sincere compassion in the communication (orally, e.g. the webinar and in writing)."*

- 2.38 In een vergadering van 4 oktober 2020 heeft de ARC ingestemd met het voornemen van het bestuur het faciliteren van de handel in certificaten te hervatten. Op 5 oktober 2020 heeft Triodos besloten het faciliteren van de handel in certificaten vanaf 13 oktober 2020 te hervatten. De notulen van de vergadering van het bestuur van 5 oktober 2020 houden onder meer het volgende in:

*" The EB reviews the arguments for reopening the trade, as provided by the GDRC:*

*The new prospectus has been approved by the AFM; additional trading restrictions have been put in place to support balanced trading; the half year results 2020 have been published which gives investors insight in the financial performance of Triodos Bank over the first 6 months of 2020; necessary adjustments in the different sales channels have been made based on the adjusted target market sheet and the new prospectus; the final release of the new appropriateness test for TBNL has been scheduled for Tuesday 6 October 2020; an analysis on the latest COVID-19 developments has been done as well as a limited analysis on the current economic factors, which all do not give a clear indication to maintain the current suspension of trade.*

*The EB reviews the reopening decision from a financial, risk, commercial and operational point of view.*

*(...)*

*The EB acknowledges the risk of another suspension of trade if, on average, the outflow exceeds the inflow. [P] confirms that the maximum of the buffer will not be exceeded, as the sell-orders are processed based on their time stamps. [R] states that the ARC has indicated its support for a reopening of trade on 4 October.*

*The EB decides to resume the facilitation of transactions in Triodos Bank Depository Receipts on Tuesday 13 October 2020 at 09:00 hrs CET in order to service DR holders that have not been able to trade over the past 6 months, to create a balanced trading pattern again, and to pave the way for attracting new CET-1 capital for Triodos Bank in the future."*

Bij persbericht van een 6 oktober 2020 zijn de certificaathouders hierover geïnformeerd. Daarbij is verwezen naar de Transactie Principes en meegedeeld dat Triodos het faciliteren van de handel opnieuw zou kunnen opschorten of beperken.

- 2.39 Op 13 oktober 2020 is het faciliteren van de handel in certificaten hervat, waarbij is bepaald dat per beleggingsrekening voor maximaal € 5.000 aan certificaten per week aan Triodos kon worden verkocht (de zogenaamde "gating").
- 2.40 Na de hervatting van het faciliteren van de handel in certificaten tot en met 18 december 2020 heeft de ARC tienmaal vergaderd over het verloop van de handel in de certificaten. Ook de voltallige raad van commissarissen is in die periode tweemaal bijeengekomen om dit onderwerp te bespreken.
- 2.41 Op 15 oktober 2020 heeft nogmaals een vergadering plaatsgevonden met het bestuur van Triodos en SAAT, waarbij ook de toenmalige voorzitter van de raad van commissarissen aanwezig was.
- 2.42 Op 16 oktober 2020 is Triodos een campagne gestart om de vraag naar certificaten te stimuleren, waarbij in Nederland een korting werd geboden van € 2 per certificaat en waarbij geen

transactiekosten in rekening werden gebracht.

- 2.43 Op 26 oktober 2020 heeft Triodos besloten om per 27 oktober 2020 het maximumbedrag waarvoor certificaten aan Triodos konden worden verkocht te verlagen van € 5.000 naar € 1.000 per beleggingsrekening per week.
- 2.44 In november 2020 heeft een institutionele belegger uit het GABV-netwerk voor ongeveer € 2,7 miljoen aan certificaten gekocht.
- 2.45 Bij e-mail van 29 november 2020 heeft SAAT diverse vragen aan het bestuur van Triodos gesteld, onder andere over het verloop van de handel in certificaten, die door het bestuur op 11 december 2020 schriftelijk zijn beantwoord.
- 2.46 Tijdens een bestuursvergadering van 7 december 2020 heeft het bestuur geconstateerd dat het aantal verkooporders het aantal kooporders nog steeds oversteeg. Verder zijn in het kader van Project Sofia drie werkstromen besproken. De eerste werkstroom zag op de mogelijkheid om binnen het bestaande handelssysteem nieuwe investeerders aan te trekken. In werkstroom 2 werden mogelijke alternatieven voor het bestaande handelssysteem in kaart gebracht, waaronder een beursnotering. Werkstroom 3 zag op de voorbereidingen voor uitgifte van de *green bond*. Het bestuur heeft het projectteam gevraagd de opties van Project Sofia verder uit te werken en besloten dat het faciliteren van de handel in certificaten voortgezet kon worden.
- 2.47 Op 10 december 2020 heeft een gecombineerde vergadering plaatsgevonden, waarbij het bestuur de raad van commissarissen heeft geïnformeerd over Project Sofia.
- 2.48 Op 15 december 2020 heeft een vergadering plaatsgevonden met het bestuur van Triodos en SAAT, waarbij ook een lid van de raad van commissarissen aanwezig was, en waarbij de door SAAT op 29 november 2020 gestelde vragen en de antwoorden van het bestuur van 11 december 2020 (zie 2.45) zijn besproken en toegelicht.
- 2.49 Eind december 2020 heeft een tweede institutionele belegger uit het GABV-netwerk voor ongeveer € 10 miljoen aan certificaten gekocht.
- 2.50 In een bestuursvergadering van 4 januari 2021 heeft het bestuur geconstateerd dat de disbalans tussen inkoop en verkoop van certificaten niet voldoende hersteld was. Het bestuur overwoog:

*"Project Sofia has, despite all efforts, not yet been able to deliver a viable alternative for or improvement of the system of DR trade in short terms. A suspension of trade is the only option, as potential buyers cannot be fully informed on possible changes in the near future. Moreover, a viable alternative or a working improvement would have to be up-and-running before the maximum of the buffer is expected to be reached (March 2021).*

*With a timely suspension of trade, about EUR 15 million remains in the buffer, which can potentially apply in the future to facilitate the restart of the DR trade. Without any buffer remaining, a potential future reopening of the DR trade would be almost impossible. (...) After the first wave of Corona in 2020 and following months, there was the expectation that Corona would develop less strongly, and that the economy could recover relatively quickly. The DR trade was resumed in order to allow the DR inflow and outflow to rebalance. The decision to reopen (on 13 October 2020) was based on the expectation that markets would normalize after the first Corona wave and that people would consider an investment in the bank;*

*However, Covid is showing a second (and most likely also a third) wave. In addition, the ongoing uncertainty about the longer-term economic effects of Corona has not disappeared. As time progressed, the chance to rebalance the inflow and outflow has become smaller.*

*The combination of those trends and the fact a clear alternative/improvement of the current trade*

*system is still under development, supports a decision to suspend the DR trade."*

- 2.51 Op 5 januari 2021 heeft Triodos het faciliteren van de handel in certificaten met onmiddellijke ingang voor de tweede keer opgeschort. Zij heeft dit bij persbericht van diezelfde dag bekendgemaakt. Op dat moment was € 21,6 miljoen van de € 36 miljoen aan Ruimte voor Inkoop gebruikt en resteerde dus nog € 14,4 miljoen.
- 2.52 Vanaf januari 2021 heeft het bestuur van Triodos Project Sofia geïntensiveerd, met als doelstellingen (i) het herstellen van de verhandelbaarheid van de certificaten (ii) het veiligstellen van toegang tot kapitaal en (iii) het behoud van de focus op de missie en waarden van de bank. Daarover heeft op regelmatige basis overleg plaatsgevonden met SAAT en de raad van commissarissen. Binnen de raad van commissarissen is daartoe een nieuwe commissie ingericht: de *Supervisory Board Depository Receipt Committee*.
- 2.53 Op 18 maart 2021 heeft Triodos in het kader van de publicatie van de halfjaarcijfers de certificaathouders bericht dat:
- "Triodos Bank will closely monitor the situation to see if balanced trading is considered possible again and the suspension can be lifted. At the same time alternatives are researched with the aim to realise a structural improvement for current limited tradability of the Depository Receipts."*
- 2.54 In de periode van maart tot juli 2021 heeft Triodos, bijgestaan door externe adviseurs (waaronder Nauta Dutilh, KPMG, Deloitte), negen opties onderzocht met betrekking tot de wijze waarop zij in de toekomst haar kapitaalstructuur kan inrichten. Deze opties waren:
- (i) Current situation, (ii) Trade at discounted NAV, (iii) Bulletin board, (iv) DR buy back, (v) Attract new investor(s), (vi) MTF, (vii) Listing, (viii) IPO, (ix) Cooperative.*
- 2.55 In de tussentijd is [G] in april 2021 [Q] opgevolgd als CEO van Triodos. Tijdens de algemene vergadering van Triodos van 21 mei 2021 is [G] officieel benoemd.
- 2.56 In augustus 2021 heeft Triodos zeven parameters opgesteld om de in 2.54 genoemde opties aan te toetsen:
- "(i) safeguarding the mission, values and independence, (ii) business continuity, (iii) access to CET-1 capital, (iv) providing tradability, (v) time to develop and implement, (vi) associated costs, (vii) operational feasibility."*
- 2.57 De uitkomsten van die toets, waarbij de voor- en nadelen van elk van de negen opties uiteen zijn gezet en op basis van de zeven toetsingscriteria telkens een score werd toegekend, zijn in een intern rapport van 3 september 2021 uiteengezet en toegelicht. Het rapport is op 8 september 2021 in een gecombineerde vergadering door het bestuur met de raad van commissarissen besproken. Besloten is drie opties nader te onderzoeken: (i) het in stand laten van het oorspronkelijke handelssysteem met bepaalde aanpassingen, (ii) het realiseren van verhandelbaarheid van de certificaten aan een MTF en (iii) een beursnotering van de certificaten.
- 2.58 In september 2021 heeft Triodos financieel adviesbureau Lazard ingeschakeld voor een second opinion met betrekking tot de in Project Sofia geïdentificeerde opties, de gehanteerde toetsingscriteria en de uitwerking daarvan in het rapport van 3 september 2021. Lazard heeft op 27 september 2021 een rapport uitgebracht waarin zij enkele suggesties doet, en concludeert dat:
- "Based on our review of the Project Sofia Option Analysis Report, we can confirm that up until now Triodos Bank and its advisers have done a thorough job assessing the prevailing situation with regards to the bank's depository receipts and identifying & assessing the various options going forward"*
- 2.59 Op een buitengewone algemene vergadering van 28 september 2021 is aan de certificaathouders toegelicht dat voormelde drie opties nader onderzocht zullen worden en zijn

vragen van de certificaathouders beantwoord. Ook zijn de certificaathouders geïnformeerd over het tijdspad om tot besluitvorming te komen. Tijdens deze buitengewone algemene vergadering heeft SAAT een oproep gedaan op korte termijn een oplossing te vinden voor certificaathouders die als gevolg van de opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten in ernstige problemen zijn geraakt.

- 2.60 Eveneens op 28 september 2021 heeft een vergadering van certificaathouders van SAAT plaatsgevonden, waarbij verslag is gedaan van de buitengewone algemene vergadering van Triodos en vragen van de certificaathouders zijn beantwoord.
- 2.61 In oktober en november 2021 heeft Triodos in totaal acht informatiebijeenkomsten voor certificaathouders georganiseerd. De feedback van de certificaathouders is intern op 23 november 2021 aan het bestuur gepresenteerd.
- 2.62 Bij persbericht van 27 oktober 2021 heeft Triodos naar buiten gebracht dat zij een *green bond* van € 250 miljoen heeft uitgegeven, die zal worden genoteerd aan Euronext en waarmee het Tier-2 kapitaal van Triodos wordt versterkt .
- 2.63 Triodos heeft een onderzoek laten verrichten door marktonderzoeksbureau Ipsos met als voornaamste onderzoeksvraag: *"How does the current situation impact the original involvement and motivation of Triodos Bank's DR Holders, now and in the near future?"*. Op 1 december 2021 heeft Ipsos haar rapport aan Triodos uitgebracht. De conclusie is dat de kernwaarden van de bank de belangrijkste reden zijn om certificaathouder te worden, dat de meeste certificaathouders Triodos trouw zullen blijven, maar dat de opschorting van het faciliteren van de handel een negatief effect heeft gehad en dat 20% van de certificaathouders zich minder betrokken voelt en zijn certificaten wil verkopen. Er bestaat geen duidelijke voorkeur voor een beursnotering dan wel een MTF.
- 2.64 Mede op basis van de uitkomsten van het Ipsos-onderzoek heeft het bestuur de inschatting gemaakt dat als gevolg van de opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten het verschil tussen aanbod en vraag naar certificaten (de *overhang*) inmiddels tussen € 150 en € 250 miljoen bedroeg en dat het hervatten van het faciliteren van de handel in certificaten daarmee praktisch onuitvoerbaar was.
- 2.65 Tijdens een gecombineerde vergadering met de raad van commissarissen op 10 december 2021 heeft het bestuur het voornemen om te besluiten tot een MTF-notering toegelicht. Daarbij zijn ook het besluitvormingsproces, de gekozen lange termijn oplossing en te treffen korte termijn maatregelen besproken. De raad van commissarissen heeft daarop ingestemd met het voornemen van het bestuur.
- 2.66 Het bestuur heeft een onderzoek laten uitvoeren door ABN AMRO naar het door Triodos doorlopen besluitvormingstraject en de afwegingen die zij daarbij heeft gemaakt. In haar rapport van 13 december 2021 concludeert ABN AMRO:
- "Based on the documents reviewed and conversations held, Triodos has in our view performed a thorough step-by-step process to come to the intended decisions. On the basis of key objectives and a stakeholder test, relevant alternatives have been carefully considered and scored, supported by both internal teams and several external financial and legal advisers*
- In this process all key stakeholders have been involved (e.g. Supervisory Board, SAAT, DNB, DR holders/clients, works council and employees from various departments including Risk)*
- Although trading on an MTF is not likely to be a permanent solution for all objectives set by the EB in our view, we understand why the EB has opted for this route at this moment in time"*
- 2.67 Op 14 december 2021 heeft het bestuur van Triodos SAAT geïnformeerd over het voornemen een MTF-notering voor de certificaten na te streven. Het bestuur heeft daarbij inzicht gegeven in het doorlopen besluitvormingsproces en de gemaakte afwegingen. Naar aanleiding van dit voornemen



heeft SAAT een eigen beoordeling gemaakt en daartoe extern juridisch advies ingewonnen.

2.68 Op 20 december 2021 heeft het bestuur van Triodos besloten de verhandelbaarheid van de certificaten aan een MTF te realiseren. Ten behoeve van de besluitvorming door het bestuur is een document opgesteld getiteld 'Programme Sofia: document on the intended decision on the future capital strategy'. In de executive summary staat:

*"Triodos Bank is a mission-driven bank with a strong identity. (...) To protect its mission and identity, the founders of Triodos Bank deemed it crucial that Triodos Bank functions as an independent bank. They therefore chose Triodos Bank not to have individual shareholders but Depository Receipt Holders (DRH), and to abstain from listing on a stock exchange. Since its inception in 1980, (...) (SAAT) is acting as the sole shareholder of Triodos Bank. In the current trading system for the Depository Receipts issued by SAAT (DRs), the DRs are traded against a fixed price-setting scheme, based on the Net Asset Value (NAV) of the DRs.*

*Triodos Bank facilitates the trade as the sole counterparty for buy and sell transactions. Pursuant to the rules of the Dutch Central Bank and EBA guidelines, its capacity to buyback DRs to facilitate tradability is limited to a buffer, currently set at EUR 36 million, being 3% of the CET-1 capital. Through this system, Triodos Bank has always strived to avoid market dynamics surrounding its ownership that could entertain short-term financial gains and speculation, and therefore undermine its mission.*

*Whilst the DR-system has worked well for more than 40 years and even withstood the financial crisis in 2008-2009, it has recently become under strain due to, amongst other things, a changed regulatory environment, combined with a shift in the composition of the DRHs community. In addition, the absence of a variable price-mechanism hinders the restoration of a new supply and demand equilibrium. These challenges became particularly apparent, when Triodos Bank was forced to suspend the trade in its DRs in March 2020, during the start of the COVID-19 pandemic, due to an oversupply of sell orders that the aforementioned buffer was unable to cater for. After reopening the trade on 13 October 2020, Triodos Bank was again forced to suspend the trade on 5 January 2021 due to an oversupply, despite various gating measures.*

*Based on an internal analysis, the actual total sales pressure (the 'overhang') cannot be identified exactly, but is estimated at EUR 150-200 million. Based on conversations with DRHs, the EB uses a more conservative estimation, in the range of EUR 150-250 million. In light hereof, the current system based upon a fixed NAV-based price mechanism, combined with a limited buffer to facilitate trade, is deemed no longer future-fit for ensuring tradability under all circumstances for a growing community and continued access to capital. Having the DRs traded against (a potentially considerable lower) variable price representing the market value, has therefore become inevitable. In view of this new reality, the EB decided to explore alternative solutions to ensure both the tradability of the DRs, access to new capital as well as protecting the mission and values of Triodos Bank.*

*In its ambition to keep Triodos Bank future-proof and to understand its capital requirements as it goes forward, Triodos Bank engaged external advisors to co-develop a new impact strategy, corporate strategy, and target-operating model.*

*Based on the outcome hereof, Triodos Bank decided to target a return on equity (RoE) of 6% and a cost-income ratio (C/I ratio) of 71% by 2025. (...)*

*As the EB wanted to make sure that it was equipped with sufficient information to make the right decision on the future capital strategy as well, it made considerable efforts to understand the positions of the stakeholders involved with Triodos Bank. It conducted interviews, and organised general meetings and town halls. In addition, it engaged Ipsos to research the perspectives of the DRHs, retail and business clients, co-workers, senior leadership and society at large.*

*(...)*

*After the second suspension of trade, the EB has given the issue its full attention and has taken the responsibility to guide the bank and its stakeholders to a long-term solution. The assessment criteria that the EB has applied in its decision-making consist of five key objectives and three implementation criteria. The key objectives included: (i) safeguarding the mission, values and independence, (ii) business continuity, (iii) access to CET-1 capital, (iv) providing tradability, and (v) DR value. The*

implementation criteria included (vi) time to develop and implement, (vii) associated costs, and (viii) operational feasibility.

After extensive discussions on this topic, the EB concluded that the MTF solution currently is more suitable for Triodos Bank than the Euronext solution. The primary reason being that Triodos Bank expects to be in a better position to protect the mission and values of Triodos Bank on this trading platform, and that this transition to a trading platform fits better with its current organisational capabilities and can be seen as an evolutionary step. Triodos Bank has decided to take all necessary steps to prepare Triodos Bank for the listing of its DRs on MTF Captin. As it is expected to take about 12-15 months until such listing has been achieved, Triodos Bank is also exploring the possibilities to implement short-term measures to provide relief to the DRHs that have been unable to trade their DRs since 5 January 2021. Subject to obtaining all required (regulatory) approvals and satisfying the applicable legal requirements, Triodos Bank will commence with a DR-buyback programme and intends the implementation of a hardship arrangement (...) As the process of regulatory approvals in respect of a hardship arrangement (...) will not be finalized before year end, these cannot already be announced in December. "

2.69 Een dag later heeft Triodos dit besluit in een persbericht naar buiten gebracht:

*"Triodos Bank will take all necessary steps to prepare for a listing on a Multilateral Trading Facility ('MTF'), including obtaining all relevant approvals;*

- Community based MTF solution with variable pricing seen as the best fit for Triodos Bank to replace the currently suspended trading system for Depository Receipts of ordinary shares ('DRs');*
- Listing on an MTF provides route to improve tradability for investors based on variable pricing, instead of pricing based on Net Asset Value ('NAV');*
- Triodos Bank's ability to pursue its mission in line with its values remains firmly anchored in governance and legal structure;*
- Restricted Buyback Programme of Depository Receipts of EUR 14.4 million, equivalent to the remaining room to purchase DRs ('Market Making Buffer');*
- Triodos Bank will continue its pursuit of additional intermediate solutions to help mitigate some of the consequences of the suspended trading for the DR holders, in line with applicable rules and regulations."*

In het persbericht is de volgende verklaring van SAAT opgenomen:

*"In its independent role as sole shareholder, the Board of Stichting Administratiekantoor Aandelen Triodos Bank ('SAAT') has been informed by the bank. SAAT has been able to take note of the process of information gathering and decision making by the Executive Board, which is supervised by the Supervisory Board, and has concluded that a careful process has been completed. The interests of multiple stakeholders were identified and carefully considered. SAAT notes that the mission, the interests of the bank and the interests of depository receipt holders have each been taken into account. SAAT understands the decision announced today to pursue a listing on an MTF. SAAT is pleased to note that the bank continues to work on exploring additional intermediate solutions to help DR holders."*

2.70 Bij persbericht van 15 februari 2022 heeft Triodos de details bekendgemaakt van het voorgenomen Restrictief Terugkoopprogramma en een bijzondere regeling voor certificaathouders die financieel erg te lijden hadden onder de opschorting (hierna: "de Solidariteitsregeling"). Volgens het Restrictief Terugkoopprogramma zou Triodos van iedere certificaathouder die dat wenste certificaten inkopen, met een maximum van € 2.000 per beleggingsrekening. Voor certificaathouders die in aanmerking zouden komen voor de Solidariteitsregeling zou een maximum van € 6.000 per beleggingsrekening gelden. Het persbericht vermeldt:

*"The EUR 14.4 million that is available for the restricted buyback of DRs is equivalent to the remaining room to purchase DRs ('Market Making Buffer') within the former DR setup. The proposed buyback programme will be a one-off and no further buyback programmes nor CET-1 capital reductions are foreseen. The price for the programme is set at EUR 59, the same price as determined for*

*administrative and fiscal reasons at the end of last year. This price represents the last trading price minus a 30% discount for illiquidity and is considered a fair assessment of the current economic value. It should be noted that this price will be applied for the restricted buyback programme and does not represent any indication of the future price of the DRs at the moment of listing on an MTF."*

- 2.71 Op 15 en 17 februari 2022 heeft Triodos vier digitale bijeenkomsten georganiseerd voor haar certificaathouders, waar zij geïnformeerd zijn over de gevolgen van de MTF-notering en de stappen die gezet moeten worden om tot die notering te komen. Ook is op deze bijeenkomsten toegelicht hoe Triodos tot het besluit tot een MTF-notering is gekomen en zijn de uitkomsten van het Ipsos-onderzoek gedeeld. Op 23 februari 2022 heeft Triodos in een persbericht bekendgemaakt dat zij ABN AMRO had aangesteld als financieel adviseur voor het noteringstraject.
- 2.72 Bij brief van 8 maart 2022 heeft de Stichting, toen nog in oprichting, de raad van commissarissen van Triodos gevraagd een gesprek aan te gaan over de wijze waarop recht gedaan kan worden aan de belangen van de certificaathouders en de missie van Triodos.
- 2.73 Bij brief van 17 maart 2022 heeft VEB haar bezwaren tegen het beleid en de gang van zaken van Triodos kenbaar gemaakt. Die bezwaren komen erop neer dat het bestuur van Triodos heeft nagelaten doortastend op te treden ten aanzien van (de onhoudbaarheid van) het interne handelssysteem, dat Triodos haar zorgplicht tegenover haar certificaathouders heeft geschonden en dat de raad van commissarissen heeft nagelaten effectief toezicht te houden op het bestuur.
- 2.74 In het jaarverslag 2021 van Triodos, gedateerd op 17 maart 2022, heeft SAAT in een uitgebreid rapport toegelicht om welke redenen zij het besluit van het bestuur van Triodos tot een MTF-notering heeft goedgekeurd.
- 2.75 Op 18 maart 2022 heeft het bestuur van Triodos de Stichting uitgenodigd voor een gesprek.
- 2.76 Op 24 maart 2022 heeft de Stichting aan het bestuur van Triodos bericht:  
*"Aan de hand van uw schrijven van 18 maart 2022 begrijpen wij dat de Triodos Bank het niet van belang acht dat wij rechtstreeks contact hebben met de RvC. We stellen daarom vast dat u tekort schiet in het mogelijk maken van open, heldere en duidelijke communicatie tussen dit orgaan van Triodos Bank en onze Stichting."*
- 2.77 Op 25 maart 2022 heeft Triodos de bezwarenbrief van VEB beantwoord.
- 2.78 Op 28 maart 2022 heeft een gesprek plaatsgevonden tussen SAAT en de Stichting.
- 2.79 Op een buitengewone algemene vergadering van Triodos van 29 maart 2022 heeft SAAT het voormelde Restrictief Terugkoopprogramma en de Solidariteitsregeling goedgekeurd, waarna Triodos dit diezelfde dag in een persbericht bekend heeft gemaakt.
- 2.80 In mei 2022 heeft SAAT diverse *meet-ups* met de certificaathouders georganiseerd.
- 2.81 Bij brief van 4 mei 2022 aan Triodos heeft VEB haar bezwaren zoals opgenomen in haar brief van 17 maart 2022 herhaald en daaraan toegevoegd dat bij Triodos sprake is van wanbeleid op bedrijfseconomisch gebied.
- 2.82 Op 9 mei 2022 heeft de Stichting op haar website een bericht gepubliceerd met als titel 'Triodos schoffeert certificaathouders met te laag dividend'. In dit bericht doet de Stichting een beroep op SAAT om aan te dringen op een hogere dividenduitkering.
- 2.83 Op 12 mei 2022 heeft een gesprek plaatsgevonden tussen het bestuur van Triodos en de Stichting.

2.84 Op 20 mei 2022 heeft de algemene vergadering van Triodos plaatsgevonden. Op deze vergadering is een update gegeven over de voortgang met betrekking tot de MTF-notering. Ook heeft SAAT op deze vergadering een door het bestuur voorgestelde dividenduitkering van € 1,80 per certificaat over 2021 goedgekeurd.

2.85 Op 27 mei 2022 heeft Triodos € 1,80 per certificaat als dividend over 2021 uitgekeerd.

2.86 Bij brieven van 3 en 20 juni 2022 heeft de Stichting aan Triodos bericht dat de volgende vragen niet afdoende zijn beantwoord:

*"1. Voorgeschiedenis: hoe is het zover kunnen komen met betrekking tot de opschorting van de verhandelbaarheid van de certificaten; afwaardering; dividendbeleid en de behandeling van de primaire stakeholder van de bank, de certificaathouders. Wanneer heeft de RvB geconstateerd dat het business model van de bank in deze tegen zijn grenzen aanliep en wat is er toen gedaan?"*

*2. Afweging: welke scenario's zijn toen overwogen, op basis waarvan zijn afwegingen en keuzes voor MTF, afwaardering, dividendbeleid en wijze van communiceren met certificaathouders gemaakt?"*

*3. Integrale afwenteling: waarom is er voor gekozen de problemen van de bank integraal af te wentelen op (veelal senior) particuliere certificaathouders."*

Ook heeft de Stichting verzocht om het volledige verslag van het Ipsos-onderzoek te ontvangen.

2.87 Op 27 juni 2022 heeft Triodos de tweede bezwarenbrief van VEB beantwoord. Triodos schrijft onder meer:

*"De suggestie van de VEB dat bij Triodos Bank sprake zou zijn van wanbeleid op bedrijfseconomisch gebied herkennen wij in het geheel niet. Het bedrijf van Triodos Bank is sterk en gezond. Zowel haar solvabiliteit als liquiditeit zijn sterk en zij is in staat geweest de structurele groei in kosten (waarover later meer) voor een belangrijk deel op te vangen met structurele kostenbesparingen elders in het bedrijf en door structurele opbrengstenstijgingen. (...) Ook de recent nog herbevestigde BBB-rating die Triodos Bank bij Fitch heeft, onderstreept de gezonde financiële positie van Triodos Bank. (...)*

*Het is juist dat de 'cost-income ratio' van Triodos Bank en het behaalde rendement op het eigen vermogen ('return on equity') in recente jaren voortdurend punten van aandacht voor Triodos Bank zijn geweest. In september 2021 heeft Triodos Bank op deze punten ook aangescherpte doelstellingen geformuleerd (maximaal 75% cost-income ratio en 4-6% return on equity in 2025) en concrete maatregelen om deze doelstellingen te behalen zijn onlangs bij persbericht van 17 mei 2022 aangekondigd. De in 2021 behaalde return on equity is met 4,1% al binnen de geformuleerde doelstelling. (...) Daarbij merkt Triodos Bank op dat de return on equity zoals de VEB zelf ook stelt in de jaren pre Covid-19 ook daadwerkelijk binnen de destijds door Triodos Bank gecommuniceerde bandbreedte is uitgekomen. Dat het kostenniveau van de activiteiten van Triodos Bank in de jaren sinds 2016 aan de hoge kant is gebleven erkent Triodos Bank, maar anders dan de VEB stelt is dit niet terug te voeren op ineffectief bestuur of een inefficiënte organisatie. Het is een gegeven dat alle banken in Nederland in deze periode te maken hebben gekregen met structureel hogere kosten, onder meer vanwege aanvullende kapitaaleisen en de noodzaak tot het aanscherpen van procedures ter bestrijding van witwassen (en het opschalen van de daarvoor benodigde mankracht binnen de organisatie), alsmede vanwege de aanhoudend lage (negatieve) rente in de Eurozone en de desondanks groeiende spaargelden die aan de bank zijn toevertrouwd, resulterend in ook toegenomen kosten voor het Deposito Garantiestelsel. (...) Ook geldt hier dat de toenmalige RvB onder toezicht van de toenmalige RvC in het verleden op verschillende momenten in de tijd mogelijkheden heeft verkend en ook concrete maatregelen heeft genomen die erop waren gericht om structureel het kostenniveau van Triodos Bank te verlagen en de inkomsten te verhogen. Ook de huidige RvB onderneemt actie om het kostenniveau te optimaliseren, onder meer door efficiëntie te verbeteren en tot een reorganisatie te besluiten."*

2.88 Bij brief van 28 juni 2022 heeft Triodos aan de Stichting een toelichting gegeven op de door de Stichting gestelde vragen en aan de Stichting bericht dat het Triodos niet is toegestaan bepaalde informatie uitsluitend aan de Stichting te verstrekken, omdat zij gehouden is alle beleggers gelijk te behandelen. Ook heeft Triodos gevraagd om een vervolgesprek.

2.89 Bij brief van 6 juli 2022 heeft de advocaat van de Stichting de bezwaren van de Stichting tegen het beleid en de gang van zaken van Triodos kenbaar gemaakt. In die brief is onder meer opgenomen:

#### **" 4. CONCLUSIE EN INFORMATIEVERZOEK**

- 4.1. *Op grond van het voorgaande, in combinatie met het gebrek aan transparantie, stelt de Stichting (vooralsnog) vast dat Triodos zich onvoldoende rekenschap heeft gegeven van de gerechtvaardigde belangen van de Certificaathouders. Triodos heeft daarmee gehandeld in strijd met de vennootschapsrechtelijke redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.*
- 4.2. *De Stichting heeft – als belangenbehartiger van de Certificaathouders - recht op en belang bij openheid van zaken. Om die reden verzoek ik Triodos om **binnen 14 dagen na heden** de volgende vragen gedocumenteerd te beantwoorden en/of informatie te verstrekken.*

*(i) Op welke wijze heeft het bestuur van Triodos de afgelopen 10 jaar de risico's die kleven aan de wijze van 'handel' in de Certificaten (doorlopend) in kaart gebracht en gemonitord? Wat waren de risico's en hoe is daarmee omgegaan? Lagen er concrete plannen klaar voor het geval het door Triodos bedachte systeem zou stagneren? Graag ontvangt de Stichting onderliggende contingency plans en risico-inventarisaties en -analyses.*

*(ii) Welke opties heeft het bestuur geïnventariseerd toen de problemen met de 'handel' in Certificaten ontstonden? Welke opties stonden op de 'long list', hoe heeft de afweging van de belangen plaatsgevonden en hoe is het bestuur tot de conclusie gekomen dat alleen een notering (aan de beurs of een MTF) als haalbare optie overbleef? In hoeverre heeft Triodos zich daarbij rekenschap gegeven van de bijzondere aard van haar overwegend particuliere Certificaathouders? Bij voorkeur ontvangt de Stichting ook onderliggende adviezen van (externe) adviseurs.*

*(iii) De Stichting heeft begrepen dat eind 2020/begin 2021 het leeuwendeel van de institutionele beleggers hun Certificaten hebben verkocht. Kunt u toelichten waarom deze institutionele partijen hun investering liquideerden? Kunt u daarbij uitleggen wat de implicaties daarvan waren voor de 'handel' in Certificaten en hoe Triodos de uittreding van deze investeerders heeft opgevangen?*

*(iv) De benutte marge leek in de aanloop naar de Tweede Opschorting te normaliseren. Tijdens het gesprek bij Triodos stelde de bank dat deze normalisering het gevolg was van de handel door een grote investeerder. Graag ontvangt de Stichting een (gedocumenteerde) toelichting hierop/onderbouwing hiervan.*

*(v) Graag ontvangt de Stichting een afschrift van de rapportage(s) van Ipsos naar aanleiding van de enquête."*

2.90 Op diezelfde dag heeft een gesprek plaatsgevonden tussen Triodos en VEB.

2.91 Nadien is gebleken dat het Restrictief Terugkoopprogramma op grond van Belgische wetgeving betreffende het openbaar overnamebod als openbaar inkoopbod zou worden aangemerkt. Daarvoor zou goedkeuring van de Belgische marktautoriteit FSMA verkregen dienen te worden, waarop Triodos niet had geanticipeerd. Dit probleem verhelpen zou de timing van de uitrol van de MTF-notering in gevaar brengen. Triodos heeft daarom besloten het Restrictief Terugkoopprogramma en de Solidariteitsregeling geen doorgang te laten vinden. Bij persbericht van 1 augustus 2022 is dit aan het belegend publiek gecommuniceerd. Daarbij is voorts aangekondigd dat:

*"Triodos Bank proposes an extraordinary dividend payment of EUR 1.01 (before withholding tax, if applicable) per Depository Receipt (DR), to the amount of EUR 14.4 million. This amount equals the capital reserved for the buyback programme and solidarity arrangement and will thus be paid back to DR holders."*

2.92 Op 18 augustus 2022 heeft Triodos op haar website een overzicht gepubliceerd van het besluitvormingsproces dat heeft geleid tot de keuze om een MTF-notering na te streven en de in dat kader onderzochte alternatieven en de gemaakte afwegingen. Op diezelfde dag heeft Triodos,

bij gelegenheid van de presentatie van de halfjaarcijfers, aangekondigd tussentijds dividend van € 0,35 per certificaat uit te keren, nadat SAAT Triodos verzocht had haar dividendbeleid te heroverwegen. Bij die gelegenheid heeft Triodos ook bekendgemaakt dat zij Captin heeft aangesteld als provider van de MTF en bevestigd dat de verwachting is dat het proces van notering in het tweede kwartaal van 2023 zal zijn afgerond.

- 2.93 Op 18 augustus 2022 heeft Triodos de bezwarenbrief van de Stichting beantwoord. Triodos heeft daarbij opnieuw verzocht om in gesprek te gaan.
- 2.94 Op 29 augustus 2022 heeft de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening in een specifieke zaak geoordeeld dat – samengevat – geen sprake is geweest van een toerekenbare tekortkoming van Triodos bij de naleving van haar zorgplicht bij het aanbieden van certificaten aan de consument.
- 2.95 Op 15 september 2022 heeft een tweede gesprek plaatsgevonden tussen de Stichting en het bestuur van Triodos. Tijdens dit gesprek heeft de Stichting aangedrongen op transparantie.
- 2.96 Op 28 september 2022 heeft de advocaat van de Stichting een tweede bezwarenbrief gestuurd, waarin de Stichting kenbaar maakte dat haar vragen nog niet waren beantwoord.
- 2.97 In september 2022 heeft Ipsos haar bevindingen met betrekking tot een tweede onderzoeksvraag, *'What are DR holders needs & expectations regarding the design of the listing of the Depository Receipts on the MTF platform?'*, met Triodos gedeeld.
- 2.98 Bij brief van 3 oktober 2022 heeft Triodos geantwoord op de tweede bezwarenbrief van de Stichting. In die brief heeft Triodos aangestuurd op het verkennen van gezamenlijke denkrichtingen en daarbij kenbaar gemaakt dat zij graag het gesprek voortzet.
- 2.99 Op 5 oktober 2022 heeft een derde en laatste gesprek plaatsgevonden tussen de Stichting en Triodos. Tijdens dit gesprek zijn partijen niet nader tot elkaar gekomen.
- 2.100 ABN AMRO heeft begin oktober 2022 gerapporteerd over de interesse in de markt voor een investering in Triodos op een MTF.
- 2.101 Op 10 oktober 2022 heeft de Stichting het in 1.1. genoemde verzoekschrift ingediend.
- 2.102 Op een buitengewone vergadering van aandeelhouders van Triodos van 11 oktober 2022 heeft SAAT de voorgenomen notering van de certificaten op een MTF goedgekeurd. Daarnaast is voormeld voorstel tot het uitkeren van € 1,01 als buitengewoon dividend goedgekeurd. Ook heeft SAAT op deze vergadering ingestemd met een door het bestuur opgestelde nieuwe kapitaalstrategie. Deze strategie komt erop neer dat Triodos haar groei niet langer zal financieren door uitgifte van certificaten, maar vanuit ingehouden en in te houden winst. Triodos zal voortaan niet meer dan de helft van de nettowinst uitkeren als dividend. Eerder al had Triodos maatregelen van organisatorische aard aangekondigd, waaronder een vermindering van 130-150 arbeidsplaatsen voor het einde van 2024.
- 2.103 Op 13 oktober 2022 heeft Triodos het buitengewoon dividend van € 1.01 (zie 2.102) en het tussentijds dividend van € 0,35 (zie 2.92) per certificaat uitgekeerd.
- 2.104 Op 30 november 2022 heeft Triodos een overzicht gepubliceerd van de te zetten stappen om tot een MTF-notering van de certificaten te komen (hierna: "de roadmap"). In de roadmap is ook opgenomen op welke momenten en op welke wijze de certificaathouders geïnformeerd zullen worden. De verwachting is dat in maart 2023 een definitief besluit door de aandeelhoudersvergadering kan worden genomen waarna in de loop van het tweede kwartaal van 2023 notering kan plaatsvinden en de certificaten weer verhandelbaar zullen zijn.

2.105 Op vrijdag 9 december 2022 heeft kredietbeoordelaar Fitch Ratings een bericht over Triodos gepubliceerd dat onder meer het volgende inhoudt:

*"Fitch Ratings has revised the Outlook on Triodos Bank N.V.'s Long-Term Issuer Default Rating (IDR) to Negative from Stable and affirmed the IDR at 'BBB' and Viability Rating at 'bbb'.*

*The revision of the Outlook reflects the downside risks to Triodos's ratings from uncertainty about the impact on the bank's franchise and profitability from potential conduct-related costs. The latter could result from the petition submitted by a group of Depositary Receipt (DR) holders with the Enterprise Chamber of Amsterdam, which aims at opening an investigation into Triodos's potential mismanagement with regards the process of listing its DRs. Fitch's base case is that a potential enquiry proceeding could provide some basis for litigation claims from DR holders, which could put pressure on the bank's earnings."*

### **3 De gronden van de beslissing**

3.1 De Stichting heeft namens verzoekers aan het verzoek ten grondslag gelegd dat er gegronde redenen zijn voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Triodos. De Stichting heeft naar aanleiding van de in de verweerschriften van Triodos, de raad van commissarissen en SAAT verstrekte nadere informatie haar standpunt ter zitting verder toegelicht. Samengevat heeft de Stichting het volgende naar voren gebracht:

- a. Triodos heeft zich onvoldoende rekenschap gegeven van de risico's die verbonden waren aan haar kapitaalstructuur. Triodos had zich veel eerder bewust kunnen en moeten zijn van de dreigende gevolgen van het vasthouden aan het interne handelssysteem waarbij zij zelf certificaten inkocht tegen een prijs die werd gebaseerd op haar NAV, in samenhang met de steeds strengere regelgeving voor de uitgifte van certificaten, een leegloop van institutionele beleggers en een verdergaande vergrijzing van het certificaathoudersbestand. Door onder die omstandigheden vast te houden aan het atypische handelssysteem heeft Triodos zich blootgesteld aan het specifieke risico dat de handel zou stagneren en Triodos geen toegang meer zou hebben tot CET-1 kapitaal. Triodos heeft daarop onvoldoende geanticipeerd. Het risicomanagement schoot tekort.
- b. Triodos heeft nadat in 2017 het risico van een stagnerende handel was geïdentificeerd en als *high* was bestempeld verzuimd tijdig afdoende mitigerende maatregelen te nemen en een noodplan op te stellen.
- c. Triodos had moeten onderzoeken waarom een disbalans is ontstaan tussen aanbod van en vraag naar de certificaten. Triodos heeft nagelaten een deugdelijke oorzakenanalyse te verrichten. Het is niet aannemelijk dat het probleem aan de coronacrisis is te wijten, zoals Triodos stelt. Zonder een dergelijke oorzakenanalyse kan geen zorgvuldige besluitvorming plaatsvinden.
- d. Triodos heeft zich onvoldoende rekenschap gegeven van de belangen van de certificaathouders bij haar besluit om over te gaan naar een notering op een MTF. Ook heeft Triodos te weinig transparantie betracht met betrekking tot de belangenafweging die zij heeft gemaakt. Door af te wijken van de fundamentele uitgangspunten van Triodos, zoals die telkens zijn vervat in het prospectus ontstaat een groot risico op zorgplichtclaims.
- e. Er is sprake van een falend beleid met betrekking tot het Restrictief Terugkoopprogramma. Niet duidelijk is waarom een afwaardering van 30% ten opzichte van de NAV een faire prijs zou zijn. Triodos had bovendien moeten voorzien dat het Restrictief Terugkoopprogramma in strijd zou zijn met lokale wet- en regelgeving.
- f. De verhoudingen tussen Triodos en haar certificaathouders zijn ernstig verstoord. Triodos is voortdurend negatief in het nieuws. Een en ander heeft zijn weerslag op het functioneren van de organen van de bank; in korte tijd is een groot aantal bestuurders opgestapt.
- g. Er is sprake van een tekortschietende governance binnen Triodos. SAAT stelt zich als enig

aandeelhouder onvoldoende kritisch op tegenover het bestuur. Zij is een verlengstuk van het bestuur in plaats van een orgaan dat de belangen van de certificaathouders behartigt. Ook de raad van commissarissen schiet tekort bij de uitoefening van zijn toezichhoudende taken. Er is binnen Triodos onvoldoende sprake van *checks and balances*.

3.2 VEB heeft het verzoek van de Stichting ondersteund en heeft daarbij – samengevat – het volgende naar voren gebracht:

- a. Het bestuur en de raad van commissarissen van Triodos hebben de houdbaarheid van het handelssysteem niet, althans niet voldoende en tijdig, geëvalueerd. Triodos had van die onhoudbaarheid veel eerder dan eind 2021 op de hoogte kunnen en moeten zijn. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben de certificaathouders niet volledig en niet tijdig geïnformeerd over de houdbaarheid van het interne handelssysteem.
- b. Triodos heeft gehandeld in strijd met de wet, in het bijzonder met de op haar rustende zorgplicht bij het aanbieden en verkopen van certificaten.
- c. Triodos heeft geen gezond bedrijfseconomisch beleid gevoerd en heeft ook daarmee de belangen van de certificaathouders stelselmatig veronachtzaamd. Er is sprake van een zeer risicovolle belegging die laag rendeert.

3.3 Triodos en SAAT hebben in de eerste plaats aangevoerd dat de Stichting en verzoekers niet-ontvankelijkheid moeten worden verklaard in hun verzoek. Daarnaast hebben Triodos, SAAT en de raad van commissarissen inhoudelijk gemotiveerd verweer gevoerd. De Ondernemingskamer zal hieronder waar nodig op dit verweer ingaan.

#### *Ontvankelijkheid van de Stichting en verzoekers*

3.4 De Stichting heeft aangevoerd dat in totaal 2.496 certificaathouders zich bij de Stichting hebben aangesloten als sympathisant. Deze certificaathouders houden gezamenlijk 1.554.162 certificaten met elk een nominale waarde van € 50, zodat zij gezamenlijk een belang vertegenwoordigen van € 77,7 miljoen. Daarnaast hebben 35 certificaathouders een volmacht aan de Stichting verstrekt. Deze certificaathouders vertegenwoordigen een gezamenlijk belang van ruim € 9 miljoen. De Stichting betoogt dat zij op basis van deze volmachten en gelet op artikel 2:346 lid 1 sub c BW in ieder geval ontvankelijk is in haar verzoek.

3.5 Triodos heeft aangevoerd dat het feit dat de Stichting zichzelf 'de behartiging van belangen van de certificaathouders van de Triodos Bank' als doelstelling heeft gegeven en dat zich sympathisanten hebben gemeld niet relevant is bij de beantwoording van de vraag of de Stichting in deze procedure ontvankelijk is. De Stichting is niet economisch gerechtigd tot de certificaten van deze sympathisanten. Ook heeft de Stichting geen bewijs overgelegd dat de 35 volmachtgevers daadwerkelijk gerechtigd zijn tot het genoemde aantal certificaten op het moment van het indienen van het verzoekschrift. De Stichting kan niet worden aangemerkt als collectieve belangenbehartiger en voor zover dat wel zo zou zijn dan geldt dat het recht van enquête niet voor een belangenbehartiger in de zin van artikel 3:305a BW is opengesteld.

3.6 Naar het oordeel van de Ondernemingskamer zijn verzoekers ontvankelijk in hun verzoek. De Ondernemingskamer begrijpt de positie van de Stichting aldus dat zij niet voor zichzelf optreedt maar als gevolmachtigde van 35 in bijlage A bij deze beschikking genoemde certificaathouders. Deze certificaathouders zijn dus de verzoekers in deze procedure. Ter zitting heeft mr. Kamerbeek desgevraagd bevestigd dat inmiddels genoegzaam is aangetoond dat deze certificaathouders op het moment van het indienen van het verzoekschrift gerechtigd waren tot het genoemde aantal certificaten van aandelen. Dit betekent dat zij gezamenlijk houders zijn van 180.245 certificaten met een nominale waarde van elk € 50, derhalve in totaal ruim € 9 miljoen, zodat zij gezamenlijk meer dan 1% van het geplaatst kapitaal van Triodos vertegenwoordigen en op grond van artikel 2:346 lid 1 sub c BW ontvankelijk zijn in hun verzoek.

#### *VEB is belanghebbende*



3.7 VEB heeft verzocht haar als belanghebbende aan te merken in deze procedure. Omdat VEB houder is van twee certificaten van aandelen in het kapitaal van Triodos merkt de Ondernemingskamer VEB aan als belanghebbende.

*Inleiding: De bank en het handelssysteem*

3.8 Uitgangspunt bij de beoordeling is dat Triodos geen gewone bank is. Belangrijke doelen van de bank zijn maatschappelijke vernieuwing, meer bewust omgaan met geld en de verschillende kwaliteiten van geld inzetten voor een positieve ontwikkeling. De missie van Triodos is in de breedste zin de kwaliteit van leven te realiseren en bevorderen. Winstgevendheid is geen doel op zich. Tegen deze achtergrond heeft Triodos bewust gekozen voor de bestaande certificaathouderstructuur, waarbij de certificaathouders geen directe zeggenschap hebben en de aandelen worden gehouden door SAAT, die de doelen en de missie van Triodos onderschrijft en ondersteunt. In lijn met haar doelstellingen heeft Triodos gekozen de handel in certificaten te doen plaatsvinden tegen NAV om een stabiele prijsvorming te bevorderen en korte termijn investeringen tegen te gaan. Deze bijzondere kenmerken van de bank en de certificaten zijn bij de certificaathouders bekend; zij blijken uit de statuten van Triodos en SAAT, de administratievoorwaarden en de door Triodos uitgegeven prospectussen van de certificaten en zijn voor veel certificaathouders een belangrijke reden om in Triodos te investeren.

3.9 In de beginjaren na haar oprichting in 1980 had Triodos een bescheiden omvang. In de nasleep van de kredietcrisis van 2007/2008 is de belangstelling voor verantwoord bankieren toegenomen. Triodos maakte als gevolg daarvan een aanzienlijke groei door, waarbij het aantal geplaatste aandelen met een nominale waarde van € 50 steeg van 672.176 in 2006 tot 14.401.765 in 2020. Triodos heeft vanaf haar oprichting de uitgifte van de certificaten door SAAT verzorgd en de handel in certificaten gefaciliteerd, waarbij de aan- en verkoopprijs steeds gebaseerd was op haar NAV. Aanvankelijk fungeerde Triodos daarbij uitsluitend als tussenpersoon voor de handel tussen verkopende en kopende certificaathouders. Vanaf 2007 heeft Triodos het ook mogelijk gemaakt dat zij, binnen de marges van de Ruimte voor Inkoop voor eigen rekening certificaten in- en verkocht. Dit handelssysteem is in maart 2020 tot stilstand gekomen en vormt de aanleiding voor deze procedure.

*Zijn de risico's van het handelssysteem tijdig onderkend en geadresseerd?*

3.10 In november 2017 heeft de GDRC in het kader van een risico analyse (RCSA) het *Buffer Full Scenario* onderzocht en geconcludeerd dat de kans dat dit scenario zich zou voordoen *possible* was en de impact daarvan *extreme* (2. 10). In de RCSA worden als *key controls* genoemd; een verhoging van de buffer, een duidelijk communicatieplan, interventie door een derde partij (White Knight), verkoop van activa en het werven van certificaathouders buiten de bestaande doelgroep. De RCSA wijst erop dat deze maatregelen weliswaar kunnen helpen maar dat zij niet kunnen voorkomen dat het *Buffer Full Scenario* zich voordoet. Verder worden, in lijn met deze *key controls*, voorstellen gedaan voor mogelijk te zetten stappen. De RCSA is vervolgens in december 2017 besproken in de NFRC (2.11), waarbij het risico van een *Buffer Full Scenario* als *high* is geclassificeerd.

3.11 Begin 2018 bleek uit een analyse van de GDRC dat de gemiddelde leeftijd van bestaande certificaathouders was gestegen naar 58 jaar en die van nieuwe certificaathouders naar 51 jaar (2.12). Tegelijkertijd bleek dat het bereiken van een hogere leeftijd een belangrijke reden was voor de verkoop van certificaten. Verder was het certificaathoudersbestand minder divers geworden, waren vier van de zes institutionele beleggers uitgestapt, was de verwachting dat komende strengere regelgeving de verkoop van certificaten zou bemoeilijken en dat Brexit de toegang tot de markt in het Verenigd Koninkrijk zou belemmeren. In de analyse wordt uitdrukkelijk de vraag gesteld of de certificaten over 10 jaar nog wel een valide instrument voor consumenten zijn. Deze analyse is op 19 februari 2018 door het bestuur van Triodos besproken (2.13). Daarbij is

besloten dat een plan van aanpak wordt opgesteld om de risico's van het *Buffer Full Scenario* te mitigeren en dat nader onderzocht zou worden hoe het certificaathoudersbestand kon worden verbreed. De Ondernemingskamer heeft niet kunnen vaststellen dat een plan van aanpak is opgesteld.

- 3.12 In de gecombineerde vergaderingen van het bestuur en de raad van commissarissen van 23 augustus 2018 en 16 november 2018 is aandacht besteed aan (de oorzaken van) de achterblijvende uitgifte van certificaten (2.14). Daarbij is geconstateerd dat de verkoop van certificaten afnam en heeft het bestuur meegedeeld dat de interesse in de certificaten en de groep van potentiële afnemers wordt onderzocht. Op 17 december 2018 heeft het bestuur het *Buffer Full Scenario* besproken en geclassificeerd als hoog risico (2.15). Daarbij is door CFO [N] opgemerkt dat er geen noodplan bestond voor het geval het *Buffer Full Scenario* zich daadwerkelijk voor zou doen. Besloten is de GDRC te vragen een noodplan op te stellen. De Ondernemingskamer is niet gebleken dat nadien een dergelijk noodplan is opgesteld.
- 3.13 In de vergadering van het bestuur en de ARC van 19 maart 2019 heeft de ARC zorgen geuit over de afnemende verkoop van certificaten en de lager dan verwachte CET-1 ratio en gevraagd naar de strategie en de plannen van Triodos om de verkoop van certificaten te stimuleren (2.16). In de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen van 27 juni 2019 is gesproken over het intensiveren van campagnes, het aantrekken van Tier-2 kapitaal en kostenreductie (2.17). Op 26 augustus 2019 heeft het bestuur besloten het aantrekken van Tier-2 kapitaal door uitgifte van een *green bond* te laten onderzoeken (2.19). Op 25 oktober 2019 heeft de GDRC opnieuw gewezen op het risico van het *Buffer Full Scenario* voor de toegang van Triodos tot CET-1 kapitaal en de verhandelbaarheid van de certificaten (2.20). De GDRC zag dit als een toenemend risico dat niet makkelijk kon worden opgelost. De GDRC heeft aanbevolen strategische opties te verkennen om dit risico te adresseren. In een bestuursmemo van 2 januari 2020 wordt het door de GDRC genoemde risico opnieuw onderkend, geconcludeerd dat er op dat moment geen duidelijke alternatieven bestonden en wordt voorgesteld het risico te accepteren en mogelijke alternatieven voor de nabije toekomst te onderzoeken (2.21). Op 13 januari 2020 heeft het bestuur dienovereenkomstig besloten en besloten dat alternatieven onderzocht moeten worden (2.22). Op 18 maart 2020 heeft het bestuur het faciliteren van de handel in certificaten opgeschort, omdat het *Buffer Full Scenario* zich dreigde voor te doen (2.25). De Ondernemingskamer is niet gebleken dat er op dat moment een noodplan of een analyse van mogelijke alternatieven voorhanden was. Evenmin waren op dat moment mitigerende maatregelen getroffen.
- 3.14 Uit het voorgaande blijkt dat Triodos al in 2017 heeft geconstateerd dat zich het scenario zou kunnen voordoen dat het faciliteren van de handel in certificaten tegen NAV moest worden stilgelegd omdat het aantal te koop aangeboden certificaten de vraag zodanig zou overstijgen dat de Ruimte voor Inkoop volledig zou worden benut. Dit was een serieus te nemen risico; Triodos zou als gevolg daarvan immers geen toegang meer hebben tot nieuw aan te trekken CET-1 kapitaal en de certificaathouders zouden hun stukken niet meer kunnen verkopen, waardoor zij in ernstige problemen zouden kunnen raken, met als gevolg dat het vertrouwen in, en de reputatie van Triodos ernstige schade zouden ondervinden. Anders dan Triodos in deze procedure stelt was de kans dat dit scenario zich zou voordoen niet 'onwaarschijnlijk' maar werd het door de GDRC ingeschat als mogelijk (*possible*) en werd de impact ingeschat als extreem. Dat het bestuur zich bewust was van de ernst van het dreigende risico blijkt uit het feit dat in februari 2018 besloten werd een plan van aanpak op te stellen en dat CFO [N] in december 2018 erop aandrong dat een noodplan zou worden opgesteld. Tegen die achtergrond is niet goed te begrijpen waarom het bestuur van Triodos niet al meteen in 2018 een concreet plan heeft opgesteld voor te nemen mitigerende maatregelen en de beschikbare alternatieven voor het bestaande interne handelssysteem in kaart heeft gebracht, terwijl evenmin een noodplan is opgesteld voor het geval het *Buffer Full Scenario* zich daadwerkelijk zou voordoen. Dit klemmt temeer nu de GDRC al in 2017 een *action plan* voorstelde en begin 2018 al uitdrukkelijk aan de orde stelde of de bestaande kapitaalstructuur op basis van de verkoop van certificaten aan consumenten op de langere termijn

wel houdbaar zou zijn. In plaats daarvan heeft het bestuur in de loop van 2018 en 2019 het bestaan van het risico telkens onderkend en bij herhaling aangekondigd dat het de mogelijke mitigerende maatregelen en alternatieven voor de bestaande kapitaalstructuur zou onderzoeken en een *contingencyplan* zou opstellen, maar tot concrete plannen en maatregelen heeft dit in die periode niet geleid. In het verlengde daarvan is opmerkelijk dat de raad van commissarissen het bestuur daar niet indringender op heeft aangesproken. De raad van commissarissen was immers al in 2018 van het als hoog ingeschatte risico op de hoogte en heeft in maart 2019 nog eens zijn zorg uitgesproken en geïnformeerd naar de strategie en de plannen van Triodos om de verkoop van certificaten te stimuleren. Tot meer dan een herhaalde toezegging van het bestuur een en ander te gaan onderzoeken is het evenwel niet gekomen. Dit alles levert een gegronde reden op voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Triodos in de periode vóór 18 maart 2020; de datum dat Triodos zich voor het eerst genoodzaakt zag het faciliteren van de handel in certificaten op te schorten.

*Is een deugdelijke probleemanalyse gemaakt en zijn de belangen van de certificaathouders voldoende betrokken bij de keuze voor een MTF?*

- 3.15 Na het uitbreken van de Covid-19 pandemie heeft het bestuur op 17 maart 2020 geconstateerd dat een zodanige disbalans tussen vraag en aanbod van certificaten was ontstaan dat de Ruimte voor Inkoop spoedig geheel benut dreigde te raken (2.23). Om voldoende buffer over te houden om het faciliteren van de handel weer te kunnen hervatten, is, in overleg met de ARC (2.24), besloten het faciliteren van de handel in certificaten per 18 maart 2020 op te schorten. Naar aanleiding van het opschorten van de handel heeft het bestuur van Triodos zich in samenspraak met de raad van commissarissen en SAAT in de eerste plaats beraden op de mogelijkheid het faciliteren van de handel in certificaten te hervatten (Project Bucharest) en daarnaast op maatregelen voor de lange termijn en mogelijke alternatieven voor de bestaande kapitaalstructuur en het interne handelssysteem (Project Sofia).
- 3.16 Triodos, de raad van commissarissen en SAAT hebben ieder vanuit hun eigen perspectief uitgebreid toegelicht en onderbouwd op welke wijze in het kader van Project Bucharest de besluitvorming over het hervatten van het faciliteren van de handel in certificaten heeft plaatsgevonden. Uit de analyse van de GDRC van begin 2018 (2.12) was gebleken dat het certificaathoudersbestand minder divers was, de hogere gemiddelde leeftijd een belangrijke reden was voor de verkoop van certificaten, nog maar twee institutionele beleggers resteerden en strengere regelgeving en Brexit de verkoop van certificaten belemmerden. Tegen deze achtergrond heeft het bestuur geconstateerd dat de als gevolg van de Covid-19 pandemie ontstane onzekere economische vooruitzichten voor veel certificaathouders aanleiding waren geweest om hun certificaten te willen verkopen, terwijl daartegenover nog slechts een geringe vraag naar certificaten bestond.
- 3.17 Het bestuur heeft vervolgens onderzocht onder welke voorwaarden Triodos het faciliteren van de handel zou kunnen hervatten. Daarover heeft uitgebreid overleg en afstemming met de raad van commissarissen en SAAT plaatsgevonden, waarbij telkens vragen zijn gesteld en beantwoord (2.26, 2.27 en 2.30). In de vergadering van 20 april 2020 zijn de voorwaarden voor hervatting besproken (2.29). In overleg met DNB is vervolgens toestemming verkregen om de Ruimte voor Inkoop te vergroten tot € 36 miljoen, zijn de halfjaarcijfers 2020 opgesteld en gepubliceerd en is een nieuw prospectus opgesteld en gepubliceerd (2.35). Daarnaast is de handel per certificaathouder beperkt tot € 5.000 per week, en is een inschatting gemaakt van de economische vooruitzichten in verband met de aanhoudende Covid-19 pandemie. Op 30 september 2020 heeft overleg plaatsgevonden met SAAT (2.37). Op 4 oktober 2020 heeft de ARC ingestemd met hervatting van het faciliteren van de handel (2.38). In de vergadering van het bestuur van 5 oktober 2020 zijn de getroffen maatregelen en de verwachtingen afgewogen tegen het risico dat het faciliteren van de handel in certificaten opnieuw zou moeten worden opgeschort, waarbij ook het belang van de certificaathouders om hun stukken te kunnen verkopen en het belang van de

bank om weer toegang te krijgen tot CET-1 kapitaal zijn meegewogen. Het bestuur heeft daarop besloten het faciliteren van de handel per 13 oktober 2020 te hervatten en dit bij persbericht van 6 oktober 2020 bekendgemaakt (2.38).

- 3.18 De Ondernemingskamer is tegen deze achtergrond van oordeel dat niet kan worden volgehouden dat, zoals de Stichting stelt, aan het besluit om het faciliteren van de handel in certificaten per 13 oktober 2020 te hervatten geen deugdelijke oorzakenanalyse ten grondslag heeft gelegen en dat om die reden sprake zou zijn van een ondeugdelijk besluit. Triodos, de raad van commissarissen en SAAT hebben in het kader van deze procedure ruimhartig inzage gegeven in de wijze waarop het bestuur van Triodos op 5 oktober 2020 tot het besluit om het faciliteren van de handel te hervatten is gekomen, op welke wijze de raad van commissarissen en SAAT daarbij zijn betrokken en welke afwegingen daarbij zijn gemaakt. De Ondernemingskamer ziet daarin geen aanwijzingen dat dit besluit op onjuiste, onzorgvuldige of onevenwichtige wijze tot stand is gekomen of dat daarbij de belangen van de certificaathouders niet of niet voldoende zijn meegewogen.
- 3.19 Parallel aan Project Bucharest heeft Triodos in het kader van Project Sofia de mogelijkheden voor de langere termijn en alternatieven voor de bestaande kapitaalstructuur en het interne handelssysteem in kaart gebracht en onderzocht. Project Sofia bestond uit drie werkstromen: (i) het aantrekken van nieuwe investeerders binnen het bestaande handelssysteem, (ii) het onderzoeken van mogelijke alternatieven voor het bestaande handelssysteem en (iii) het voorbereiden van de uitgifte van een *green bond* (2.46). In november en december 2020 hebben twee beleggers uit het GABV-netwerk voor in totaal € 12,7 miljoen aan certificaten gekocht (2.44 en 2.49). Op 27 oktober 2021 heeft Triodos een *green bond* uitgegeven voor € 250 miljoen waarmee haar Tier-2 vermogen werd versterkt (2.62). Op 7 december 2020 heeft het bestuur geconstateerd dat nog steeds een disbalans bestond tussen het aantal aan- en verkooporders (2.46). Het projectteam is gevraagd de opties van Project Sofia verder uit te werken. Op 10 en 15 december 2020 zijn de raad van commissarissen en SAAT hierover geïnformeerd (2.47 en 2.48). Op 4 januari 2021 heeft het bestuur van Triodos geconcludeerd dat de disbalans tussen aan- en verkooporders niet voldoende was hersteld en dat een hernieuwde opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten de enige optie was om te voorkomen dat de buffer in maart 2020 volledig zou zijn gebruikt (2.50). Op 5 januari 2021 is het faciliteren van de handel in certificaten voor de tweede keer opgeschort (2.51). De Stichting en VEB hebben niet concreet gesteld dat dit besluit onzorgvuldig is genomen of onjuist was dan wel dat het bestuur van Triodos op dat moment een andere afweging had kunnen en moeten maken.
- 3.20 Vanaf januari 2021 zijn Project Sofia en het overleg daarover met de raad van commissarissen en SAAT geïntensiveerd (2.52). Samen met externe adviseurs zijn negen alternatieven in kaart gebracht, waaronder handhaving van het bestaande systeem, en een notering aan een MTF of een beursnotering (2.54). Voor elk van de negen alternatieven zijn de voor- en nadelen onderzocht (2.56) waarbij is gekeken naar: behoud van de missie van Triodos, continuïteit van de onderneming, toegang tot CET-1 kapitaal, verhandelbaarheid, tijdigheid van implementatie, kosten, uitvoerbaarheid en, in een later stadium, waardebehoud van de certificaten. Een en ander is uitvoerig onderbouwd toegelicht in een rapport van 3 september 2021 en op 8 september 2021 met de raad van commissarissen besproken (2.57). Op 27 september 2021 heeft Lazard een *second opinion* over het proces en de geïdentificeerde opties uitgebracht (2.58), waarna het bestuur op de buitengewone algemene vergadering van 28 september 2021 (2.59) bekend heeft gemaakt en toegelicht dat drie opties verder zouden worden onderzocht: (i) instandhouding van het handelssysteem met aanpassingen, (ii) notering aan een MTF en (iii) een beursnotering.
- 3.21 Nadien heeft Triodos acht informatiebijeenkomsten voor certificaathouders gehouden (2.61), en een onderzoek door Ipsos laten uitvoeren (2.63). Mede op basis van de op 1 december 2021 ontvangen bevindingen van Ipsos heeft het bestuur ingeschat dat de *overhang* inmiddels € 150 tot € 250 miljoen bedroeg en hervatting van het handelssysteem geen realistische optie meer was (2.64). Op 10 december 2021 heeft het bestuur zijn voornemen een MTF-notering na te streven

met de raad van commissarissen besproken en toegelicht (2.65). In opdracht van het bestuur heeft ABN AMRO op 13 december 2021 gerapporteerd over het besluitvormingstraject en de daarbij gemaakte afwegingen (2.66). Op 14 december 2021 heeft het bestuur zijn voornemen een MTF-notering na te streven en de daarbij gemaakte afwegingen besproken met SAAT (2.67). Op 20 december 2021 heeft het bestuur besloten de verhandelbaarheid van de certificaten aan een MTF mogelijk te maken. Daartoe heeft het bestuur in een 29 pagina's tellend *decision document* het besluitvormingstraject, de verkende alternatieven en de gemaakte afwegingen uitgebreid beschreven (2.68). Het besluit is op 21 december 2021 in een persbericht bekendgemaakt (2.69), waarbij SAAT heeft verklaard dat en waarom zij het besluit onderschreef.

3.22 De Ondernemingskamer is van oordeel dat uit het voorgaande genoegzaam blijkt op welke wijze het bestuur van Triodos tot het besluit is gekomen om de handel in certificaten tegen NAV niet langer te faciliteren, maar in plaats daarvan de verhandelbaarheid van de certificaten aan een MTF mogelijk te maken. Uit de door Triodos, de raad van commissarissen en SAAT gegeven toelichting en de overgelegde interne en externe rapporten, adviezen, notulen en persberichten blijkt dat en hoe de mogelijk beschikbare alternatieven in kaart zijn gebracht en gewaardeerd, welke belangen daarbij zijn betrokken en hoe een en ander heeft geleid tot het uiteindelijk op 20 december 2021 genomen besluit. Het bestuur van Triodos heeft zich daarbij telkens door externe experts laten bijstaan en adviseren en heeft het door hem gevolgde proces en de daarbij in kaart gebrachte alternatieven en belangen tot twee keer toe extern laten toetsen. Uit de gang van zaken blijkt dat de raad van commissarissen en SAAT in dat proces telkens zijn betrokken en dat zij, zoals zij ook zelf onderschrijven, steeds tijdig van voldoende informatie zijn voorzien en in de gelegenheid zijn gesteld om vragen te stellen en suggesties te doen en dat zij zich telkens zelfstandig een oordeel hebben gevormd. Anders dan de Stichting stelt zijn in dat proces de belangen van de certificaathouders, waaronder verhandelbaarheid en waardebehoud van de certificaten, uitdrukkelijk aan de orde gesteld en meegewogen. De certificaathouders zijn waar nodig en mogelijk op de hoogte gehouden van de voortgang van het proces en de verkende opties, bijvoorbeeld ter gelegenheid van de buitengewone algemene vergadering van 28 september 2021 en de nadien gehouden informatiebijeenkomsten en via persberichten en de website van Triodos. De Ondernemingskamer is van oordeel dat het bestuur van Triodos op basis van het hiervoor beschreven besluitvormingsproces, de beschikbare informatie en de uit het rapport van 3 september 2021 en het *decision document* van 20 december 2021 blijkende afweging van de betrokken belangen, in redelijkheid heeft kunnen besluiten om de handel in certificaten tegen NAV niet langer te faciliteren, maar in plaats daarvan de verhandelbaarheid van de certificaten aan een MTF mogelijk te maken. Dit alles levert dan ook geen gegronde reden op om te twifelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken van Triodos.

*Heeft Triodos met het aanbieden van de certificaten en de keuze voor een MTF-notering gehandeld in strijd met de wet of de op haar rustende zorgplicht?*

3.23 De Stichting heeft aangevoerd dat Triodos zich onvoldoende rekenschap heeft gegeven van de implicaties van haar besluit om het faciliteren van de handel in certificaten tegen NAV los te laten en een MTF-notering na te streven. In de door Triodos voor de uitgifte van certificaten opgestelde prospectussen en de overige verstrekte informatie is het intern handelssysteem tegen NAV telkens nagenoeg ongeclausuleerd vermeld en wordt gesteld dat de certificaten niet genoteerd zijn aan een beurs of MTF en dat geen voornemen bestaat dat alsnog te doen. Triodos heeft zich daarmee blootgesteld aan mogelijke claims van certificaathouders wegens schending van haar informatie- en zorgplichten, zoals ook blijkt uit het feit dat in Spanje een dergelijke claim is toegewezen. Ook VEB heeft aangevoerd dat Triodos de op haar rustende zorgplicht bij het aanbieden van de certificaten heeft geschonden. Meer concreet stelt VEB daartoe dat Triodos in november 2020 nog certificaten heeft aangeboden terwijl zij op dat moment wist of had moeten weten dat het interne handelssysteem slechts tijdelijk herstart kon worden. Volgens VEB heeft Triodos daarmee de op haar tegenover de certificaathouders rustende algemene zorgplicht geschonden.

3.24 De Ondernemingskamer stelt voorop dat het niet aan haar is om in het kader van deze enquêteprocedure vast te stellen of al dan niet sprake is geweest van een concrete schending van enige op Triodos tegenover de certificaathouders rustende informatie- of zorgplicht. Dat vergt immers een beoordeling van de specifieke verhouding tussen Triodos en elk van haar certificaathouders, waarvoor deze enquêteprocedure zich niet leent. Wel ligt ter beoordeling voor of de wijze waarop het bestuur van Triodos zich bij de door hem gemaakte keuzes rekenschap heeft gegeven van de mogelijkheid dat het stilleggen en hervatten van de handel in de certificaten en de keuze voor een MTF-notering zouden kunnen leiden tot aansprakelijkheid van Triodos wegens schending van de op haar rustende wettelijke zorg- en informatieverplichtingen, een gegronde reden oplevert om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken van Triodos.

3.25 De Ondernemingskamer is van oordeel dat dit niet het geval is. Triodos heeft in dat kader terecht erop gewezen dat in de telkens uitgegeven prospectussen de aan de certificaten verbonden risico's uitgebreid zijn beschreven en toegelicht (2.7). Daarbij worden zowel het risico dat het faciliteren van de handel in certificaten op enig moment kan worden gestaakt en het risico dat de certificaathouders hun certificaten langere tijd niet zullen kunnen verkopen uitdrukkelijk genoemd. Triodos heeft er verder op gewezen dat zij bij het opstellen van het prospectus 2020 de risicoparagrafen in het licht van de eerste opschorting heeft geactualiseerd en dat deze door de AFM zijn goedgekeurd (2.35). Tegelijkertijd zijn de Transactie Principes gepubliceerd waarin nog eens uitdrukkelijk is opgenomen dat en onder welke omstandigheden Triodos de volledige discretionaire bevoegdheid heeft om te besluiten de verwerking en uitvoering van orders op te schorten (2.36). Mede gelet op het feit dat Triodos de certificaten aanbod op *execution only* basis, waarbij slechts een beperkte informatieplicht geldt en dat Triodos daarbij telkens ook een geschiktheidstoets afnam, werd het risico op zorgplichtclaims laag ingeschat. Dat in één Spaanse zaak daar anders over is geoordeeld maakt niet dat deze inschatting onjuist zou zijn. In dat kader wijst Triodos er terecht op dat de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening daar in een individuele zaak inmiddels ook anders over heeft geoordeeld. Anders dan VEB betoogt kan uit de door Triodos uitvoerig beschreven gang van zaken (zie ook hetgeen hiervoor onder 3.17 en 3.18 is overwogen) niet worden afgeleid dat het bestuur van Triodos in november 2020 al wist of had moeten weten dat het hervatten van het faciliteren van de handel in certificaten slechts van tijdelijke aard zou zijn. Evenmin bestaan er aanwijzingen dat het bestuur van Triodos al vóór het opnieuw opschorten van het faciliteren van de handel in certificaten op 5 januari 2021 voornemens was om de notering van de certificaten aan een beurs of MTF mogelijk te maken, zodat niet kan worden aangenomen dat de mededelingen daarover in het prospectus 2020 onjuist waren. De slotsom is dat ook op dit punt geen gegronde redenen bestaan voor twijfel aan een juist beleid of een juiste gang van zaken van Triodos.

#### *Het Restrictief Terugkoopprogramma*

3.26 Mede op aandringen van SAAT (2.59) heeft het bestuur van Triodos op 20 december 2021 besloten dat het de resterende Ruimte voor Inkoop van € 14,4 miljoen zou gebruiken om de bekleemde certificaathouders enige ruimte te geven om hun stukken te verkopen. Triodos heeft dit op 21 december 2021 aangekondigd (2.69). Op 15 februari 2022 heeft Triodos de inhoud van het Restrictief Terugkoopprogramma en de Solidariteitsregeling bekendgemaakt (2.70). Daarbij is toegelicht dat de prijs van € 59 waarvoor Triodos de aangeboden certificaten zou terugkopen was gebaseerd op de door Triodos voor fiscale en administratieve doeleinden gehanteerde reële prijs, zoals die in december 2021 was vastgesteld. Op de algemene vergadering van 29 maart 2022 heeft SAAT het Restrictief Terugkoopprogramma goedgekeurd (2.79). In de loop van 2022 heeft Triodos overlegd met toezichthouders in de landen waar de certificaten waren aangeboden. De Belgische toezichthouder FSMA heeft zich op het standpunt gesteld dat het Restrictief Terugkoopprogramma zou kwalificeren als openbaar bod waarvoor een goedgekeurd biedingsbericht was vereist. Omdat Triodos niet in staat was daar tijdig aan te voldoen heeft Triodos op 1 augustus 2022 bekendgemaakt het Restrictief Terugkoopprogramma en de Solidariteitsregeling te schrappen (2.91). Om de certificaathouders alsnog tegemoet te komen

heeft Triodos besloten de resterende Ruimte voor Inkoop van € 14,4 miljoen als buitengewoon dividend aan de certificaathouders uit te keren, hetgeen door SAAT op 11 oktober 2022 is goedgekeurd, waarna op 13 oktober 2022 een dividend van € 1.01 per certificaat is uitgekeerd (2.103).

- 3.27 De bezwaren van de Stichting hebben niet zozeer betrekking op het Restrictief Terugkoopprogramma zelf; de Stichting kan daar wel begrip voor opbrengen. De Stichting plaatst evenwel vraagtekens bij de korting van 30% ten opzichte van NAV die is gehanteerd bij het vaststellen van de inkoopprijs van € 59 per certificaat. Volgens de Stichting is niet duidelijk hoe deze prijs tot stand is gekomen terwijl het juist in het belang van de certificaathouders was om dit op zorgvuldige en transparante wijze vast te stellen. Triodos wijst er op haar beurt op dat zij in het persbericht van 15 februari 2022 heeft uiteengezet dat deze prijs gebaseerd was op de in december 2021 voor fiscale en administratieve doeleinden vastgestelde reële waarde en dat deze prijs geen indicatie was van een eventuele handelsprijs van de certificaten na een MTF-notering.
- 3.28 De Ondernemingskamer is niet gebleken van een falend beleid of onvoldoende transparantie met betrekking tot het Restrictief Terugkoopprogramma. Dat Triodos de bekleemde certificaathouders tegemoet heeft willen komen en dat zij daarvoor de resterende Ruimte voor Inkoop wilde gebruiken is begrijpelijk. Triodos heeft de certificaathouders daar op voorhand over geïnformeerd en hen ook nadien steeds van de nodige informatie voorzien. In dat kader heeft Triodos in het persbericht van 15 februari 2022 ondubbelzinnig aan de certificaathouders meegedeeld dat zij bij het Restrictief Terugkoopprogramma zou uitgaan van een reële prijs, zoals die eind 2021 voor fiscale en administratieve doeleinden was vastgesteld. Waarom dit geen faire prijs zou zijn heeft de Stichting niet toegelicht. Dat het Restrictief Terugkoopprogramma uiteindelijk is afgestuit op het ontbreken van de benodigde goedkeuring van de Belgische toezichthoudende autoriteiten is ongelukkig maar mede gelet op de beperkte voorzienbaarheid daarvan, de tijdsdruk en de gekozen alternatieve oplossing niet van voldoende gewicht. De keuze van Triodos om in plaats daarvan de resterende Ruimte voor Inkoop bij wijze van buitengewoon dividend aan de certificaathouders uit te keren wordt door de Stichting niet ter discussie gesteld. De gang van zaken met betrekking tot het Restrictief Terugkoopprogramma levert geen gegronde redenen op om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken van Triodos.

*Is sprake van een tekortschietende governance en/of verstoorde verhoudingen?*

- 3.29 De bezwaren van de Stichting en VEB met betrekking tot de governance en de verhoudingen binnen Triodos vallen in twee onderdelen uiteen. Allereerst stellen zij zich op het standpunt dat de governance van Triodos niet goed werkt omdat SAAT als enige de stemrechten in de algemene vergadering uitoefent, maar zij zich de belangen van de certificaathouders onvoldoende aantrekt en zich niet of niet voldoende onafhankelijk ten opzichte van het bestuur van Triodos opstelt. Ook de raad van commissarissen schiet tekort bij de uitoefening van zijn toezichthoudende taken. Er is binnen Triodos onvoldoende sprake van *checks and balances*. Daarnaast voert de Stichting aan dat de verhoudingen tussen Triodos en haar certificaathouders ernstig verstoord zijn en dat dit zijn weerslag heeft op het functioneren van de organen van de bank, waardoor in korte tijd een groot aantal bestuurders is opgestapt.
- 3.30 Ten aanzien van de gestelde verstoorde verhoudingen heeft Triodos erop gewezen dat de wijzigingen in het bestuur en de raad van commissarissen van Triodos alle het gevolg zijn van reguliere opvolging of carrièrebeslissingen van de zittende bestuurders en commissarissen. De Stichting heeft dat niet bestreden en ook overigens niet concreet aangevoerd waaruit de volgens haar verstoorde verhouding tussen de organen van Triodos zou blijken. De raad van commissarissen en SAAT hebben in hun verweerschriften toegelicht dat en waarom zij de gemaakte keuze voor een MTF-notering ondersteunen, dat zij menen dat het besluitvormingsproces zorgvuldig is geweest en dat zij daarbij telkens tijdig en voldoende zijn betrokken en geïnformeerd. Van verstoorde verhoudingen tussen het bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van Triodos is niet gebleken. Anders dan de stichting

betoogt is evenmin gebleken dat sprake is van een verstoorde verhouding met de certificaathouders. De enkele omstandigheid dat de bij de Stichting aangesloten certificaathouders ontevreden zijn over het beleid en de gang van zaken van Triodos en de keuze voor een MTF-notering van de certificaten is daarvoor onvoldoende, al was het maar omdat de Stichting volgens eigen opgave maar 2.496 van de in totaal ruim 43.000 certificaathouders vertegenwoordigt.

- 3.31 Ten aanzien van de gestelde gebrekkige governance geldt dat blijkens haar statuten op Triodos het volledige structuurregime van toepassing is waarbij de raad van commissarissen toezicht houdt op het bestuur en de algemene vergadering beperkte zeggenschap heeft. De verhoudingen tussen Triodos, SAAT en de certificaathouders zijn vastgelegd in de statuten van Triodos en SAAT en in de administratievoorwaarden. Daarin is uitdrukkelijk bepaald dat SAAT de aandelen houdt en de daaraan verbonden stemrechten in de algemene vergadering van Triodos uitoefent, terwijl de certificaathouders alleen vergaderrechten hebben. Dit is een bewuste keuze geweest die is gemaakt met het oog op het waarborgen van de onafhankelijkheid, de missie en de doelstellingen van de bank. In artikel 2 van de administratievoorwaarden is in het verlengde daarvan opgenomen dat SAAT het stemrecht op de aandelen zelfstandig uitoefent en dat zij zich daarbij zowel laat leiden door *"het belang van de certificaathouders en dat van de Bank als door de beginselen die in de doelstelling van de Bank zijn uitgedrukt"*. De certificaathouders worden door SAAT ter gelegenheid van de vergadering van certificaathouders geïnformeerd, maar de vergadering van certificaathouders heeft geen zeggenschap ten aanzien van de uitoefening van het stemrecht door SAAT in de algemene vergadering.
- 3.32 SAAT heeft in haar verweerschrift uitvoerig toegelicht dat en op welke wijze zij door het bestuur van Triodos bij de besluitvorming omtrent het faciliteren van de handel in certificaten en de keuze voor een MTF-notering is betrokken en hoe zij daarbij haar eigen afwegingen heeft gemaakt. SAAT heeft veelvuldig met het bestuur overlegd (2.27, 2.37, 2.41, 2.48, 2.52 en 2.67) en daarbij de nodige kritische vragen gesteld (2.26, 2.31, 2.45 en 2.48) en extern advies ingewonnen (2.67). SAAT heeft de certificaathouders ter gelegenheid van vergaderingen van certificaathouders geïnformeerd en daarnaast diverse bijeenkomsten en meetings belegd en bijgewoond (2.60, 2.61, 2.71 en 2.80). SAAT heeft het bestuur verder bij herhaling opgeroepen om zich de belangen van de certificaathouders aan te trekken (2.59 en 2.92), bijvoorbeeld ter zake van het Restrictief Terugkoopprogramma en de dividenduitkeringen, hetgeen ook tot aanpassingen van het beleid heeft geleid. Anders dan de Stichting en VEB stellen blijkt niet dat SAAT zich daarbij niet voldoende kritisch of onafhankelijk van het bestuur van Triodos heeft opgesteld. Dat SAAT uiteindelijk heeft ingestemd met de keuze om in plaats van het faciliteren van de handel in certificaten tegen NAV, een MTF-notering voor de certificaten te realiseren is daarvoor in ieder geval onvoldoende. Overeenkomstig haar statutaire doeleinden had SAAT niet alleen het belang van de certificaathouders te dienen, maar ook het belang van de bank en de doelstelling van de bank. Uit de verklaring bij het persbericht van 21 februari 2021 volgt dat SAAT die belangen heeft afgewogen. SAAT heeft in haar verweerschrift toegelicht dat ook de belangen van de certificaathouders sterk uiteenliepen, waarbij voor een deel van de certificaathouders verhandelbaarheid belangrijker was dan de prijs en dat een deel van de certificaathouders juist het waarborgen van de doelstellingen van de bank belangrijker vond. In het licht van deze omstandigheden bestaan geen aanwijzingen dat SAAT zich bij haar beslissing om in te stemmen met een MTF-notering uitsluitend zou hebben laten leiden door het bestuur van Triodos, noch dat daarbij de belangen van de certificaathouders onvoldoende zijn meegewogen.
- 3.33 De raad van commissarissen heeft aan de hand van de notulen van de telkens gehouden gecombineerde vergaderingen van het bestuur, de ARC en de raad van commissarissen uitvoerig toegelicht en onderbouwd op welke wijze hij ter zake van de besluitvorming over het opschorten van de handel en de keuze voor een MTF-notering door het bestuur van Triodos is geïnformeerd en bij de besluitvorming is betrokken. De Ondernemingskamer is niet gebleken dat het door de raad van commissarissen na de eerste opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten op het bestuur uitgeoefende toezicht tekortschoot. De Stichting en VEB hebben dat inhoudelijk ook niet concreet onderbouwd.



### *Geen gezond bedrijfseconomisch beleid?*

3.34 De stellingen van VEB op dit punt komen er kort gezegd op neer dat VEB meent dat Triodos eerder maatregelen had moeten treffen om de operationele kosten terug te brengen en haar winstgevendheid te vergroten teneinde voor de certificaathouders een beter rendement op hun investering te realiseren. De Ondernemingskamer stelt vast dat Triodos in haar brief van 27 juni 2022 de daarover door VEB gestelde vragen uitgebreid heeft beantwoord, maar dat VEB daar bij verzoekschrift niet nader op in is gegaan, anders dan te stellen dat die argumenten van Triodos niet steekhoudend zijn. VEB heeft daarmee niet bestreden dat de solvabiliteit en liquiditeit van Triodos sterk zijn en dat de *return on equity* in 2021 met 4.1% binnen de gecommuniceerde doelstelling van 3-6% lag. Triodos erkent dat zij weliswaar een relatief hoog kostenniveau heeft, maar stelt onbestreden dat ook andere banken als gevolg van lage rentes, Covid-19, toegenomen controles op witwassen en terrorismefinanciering en strengere regelgeving ter zake van kapitaalseisen te maken hebben met hogere kosten, dat Triodos daarover steeds transparant is geweest naar de certificaathouders en dat zij maatregelen heeft getroffen en treft om de kosten te verlagen en de rentabiliteit te verhogen. Tegen deze achtergrond is ook op dit punt niet gebleken van gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid of een juiste gang van zaken.

### *Belangenafweging*

3.35 Uit het voorgaande volgt dat er gegronde redenen bestaan om te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Triodos ter zake van de wijze waarop het bestuur en de raad van commissarissen zijn omgegaan met het al in november 2017 onderkende aanzienlijke risico dat verbonden was aan het interne handelssysteem van Triodos. Ter zake van de overige door de Stichting en VEB geuite bezwaren is dat niet gebleken.

3.36 Triodos, de raad van commissarissen en SAAT hebben betoogd dat het niet in het belang is van de bank en haar stakeholders om een onderzoek te gelasten. Het verzoek van de Stichting en VEB zou om die reden moeten worden afgewezen. Het belang van Triodos en haar certificaathouders is op dit moment met name gediend met een succesvolle lancering van de MTF, die in het tweede kwartaal van 2023 staat gepland. Een te gelasten onderzoek zou dat proces verstoren en de daarmee gepaard gaande onzekerheid heeft een negatieve invloed op zowel de handel in de certificaten als de bedrijfsvoering van de bank, aldus Triodos, de raad van commissarissen en SAAT.

3.37 De Ondernemingskamer stelt voorop dat de bevoegdheid een enquête te bevelen indien er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twijfelen, een discretionaire is: bij de uitoefening van die bevoegdheid dient een afweging van de betrokken belangen plaats te vinden. De belangenafweging moet steunen op de feiten en omstandigheden van het concrete geval, waarbij naast de doeleinden van het enquêterecht mede moeten worden betrokken de aard van het tussen de verzoeker en de rechtspersoon bestaande geschil en de bezwaren tegen een ruime toepassing van het middel van enquête. De regeling van het enquêterecht is gericht op het belang van de rechtspersoon en bij de belangenafweging staat dat belang daarom voorop (Hoge Raad 18 november 2022, ECLI:NL:HR:2022:1705).

3.38 Tot de doeleinden van het enquêterecht behoren de sanering van en het herstel van gezonde verhoudingen door maatregelen van reorganisatorische aard binnen de onderneming van de betrokken rechtspersoon, het verkrijgen van opening van zaken en de vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid berust voor mogelijk blijvend wanbeleid, terwijl bovendien van de mogelijkheid van de instelling van een enquête een preventieve werking zou kunnen uitgaan (Hoge Raad 10 januari 1990, ECLI:NL:HR:1990:AC1234 (Ogem II)). Tot de doeleinden van het enquêterecht behoort niet de beslechting van geschillen van vermogensrechtelijke aard, noch het doen van onderzoek naar de feitelijke achtergrond van dergelijke geschillen (Hoge Raad 18 november 2005, ECLI:NL:HR:2005:AU2465 (Unilever)).

- 3.39 De gegronde redenen voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Triodos hebben betrekking op het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen in de periode vóór 18 maart 2020. Nadien is de samenstelling van zowel het bestuur als de raad van commissarissen nagenoeg geheel gewijzigd. De bezwaren met betrekking tot het handelen van het bestuur en de raad van commissarissen ná 18 maart 2020 zijn alle verworpen. Tegen de huidige samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen zijn op zich geen bezwaren aangevoerd. De Stichting en VEB hebben ook niet verzocht om met betrekking tot de samenstelling van het bestuur of de raad van commissarissen onmiddellijke voorzieningen te treffen. De verzoeken van de Stichting en VEB zijn daarmee niet gericht op de sanering van en het herstel van gezonde verhoudingen binnen Triodos door maatregelen van reorganisatorische aard.
- 3.40 De Ondernemingskamer stelt verder vast dat Triodos, de raad van commissarissen en SAAT in het kader van deze procedure ruimhartig informatie hebben verstrekt over de gang van zaken die heeft geleid tot de herhaalde opschorting van het faciliteren van de handel in certificaten en de keuze voor een MTF-notering. Triodos, de raad van commissarissen en SAAT hebben ieder voor zich uitvoerig toegelicht op basis van welke informatie de desbetreffende besluiten zijn genomen, hoe die besluiten tot stand zijn gekomen, hoe zij daar aan hebben bijgedragen en welke afwegingen daaraan ten grondslag hebben gelegen. Daarbij zijn telkens afschriften van de notulen van de relevante vergaderingen verstrekt, alsmede van rapporten van interne en externe onderzoeken en adviezen, beleidsdocumenten, memo's, *decision papers*, *second opinions*, brieven en e-mails. De Ondernemingskamer is tegen die achtergrond van oordeel dat een te gelasten onderzoek nog maar in beperkte mate kan bijdragen aan het verkrijgen van verdere opening van zaken en in het verlengde daarvan aan de vaststelling bij wie de verantwoordelijkheid berust voor mogelijk blijvend wanbeleid. Tegelijkertijd geldt dat ook van deze beschikking waarin het beleid en de gang van zaken van Triodos uitgebreid aan de orde is gekomen en beoordeeld al een zeker preventieve werking zal uitgaan.
- 3.41 De Ondernemingskamer is met Triodos, de raad van commissarissen en SAAT van oordeel dat het belang van Triodos en de met haar verbonden onderneming nu in de eerste plaats gediend is met een succesvolle notering van de certificaten aan een MTF. Uit hetgeen hiervoor is overwogen blijkt dat het bestuur van Triodos vanaf 18 maart 2020, toen het faciliteren van de handel in certificaten moest worden opgeschort, de nodige inspanningen heeft geleverd om daarvoor een oplossing te vinden. Het bestuur is daarbij niet over een nacht ijs gegaan, maar heeft, in overleg met de raad van commissarissen en SAAT en bijgestaan door diverse externe deskundigen, uitvoerig onderzoek verricht en laten verrichten. Daarbij zijn de mogelijke alternatieven in kaart gebracht en is op basis van een uitvoerige afweging van de belangen van zowel de bank, haar missie en de certificaathouders, uiteindelijk gekozen om voor de certificaten een notering aan een MTF te bewerkstelligen. Met die notering die volgens planning in het tweede kwartaal van 2023 gerealiseerd zou moeten worden, bestaat de mogelijkheid dat de rust binnen Triodos terugkeert. De certificaathouders zullen dan ruim drie jaar na de eerste opschorting hun stukken desgewenst weer kunnen verkopen en daarmee toegang hebben tot in ieder geval een deel van het door hen geïnvesteerde kapitaal. Het bestuur van Triodos kan zijn tijd en energie gaan richten op het bevorderen van het bestendig succes van de bank. Het gelasten van een onderzoek zou het risico meebrengen dat het proces van een MTF-notering vertraging oploopt, terwijl een dergelijk onderzoek ook negatieve gevolgen kan hebben voor de vraag naar certificaten op het handelsplatform en de daarvoor door de certificaathouders te ontvangen prijs. In dat verband is de negatieve waardering van Fitch van 9 december 2022 (2.105) veelzeggend.
- 3.42 Daartegenover legt het belang van de Stichting en VEB bij een onderzoek onvoldoende gewicht in de schaal. De gegronde bezwaren van de Stichting en VEB zijn beperkt van omvang en liggen inmiddels al in een wat verder verleden. Herstel van gezonde verhoudingen wordt met een onderzoek daarnaar niet beoogd of bewerkstelligd. In het kader van deze procedure is al ruimhartig openheid van zaken gegeven. Voor zover de Stichting en VEB met het onderzoek beogen Triodos aansprakelijk te kunnen stellen voor eventueel geleden schade geldt dat het doen

van onderzoek naar de feitelijke achtergrond daarvan niet behoort tot de doeleinden van het enquêterecht.

3.43 De slotsom is dat weliswaar op onderdelen gegronde redenen bestaan om te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Triodos, maar dat een afweging van de betrokken belangen ertoe leidt dat het verzoek om een onderzoek te gelasten zal worden afgewezen. De Ondernemingskamer ziet onder deze omstandigheden geen aanleiding een proceskostenveroordeling uit te spreken.

#### **4 De beslissing**

De Ondernemingskamer:

wijst het verzoek af.

Deze beschikking is gegeven door mr. A.W.H. Vink, voorzitter, mr. D. Kingma en mr. M.P. Nieuwe Weme, raadsheren, prof. dr. mr. A.J.C.C.M. Loonen en drs. G. van Vollenhoven-Eikelenboom AAG, raden, in tegenwoordigheid van mr. B.J. Blok, griffier, en in het openbaar uitgesproken op 16 maart 2023.

#### **Bijlage A**

1.
2.
3.
4.
5.
6.
7.
8.
9.
10.
11.
12.
13.
14.
15.
16.
17.
18.
19.
20.
21.
22.
23.
24.

25. [T]
26. [T]
27. [T]
28. [T]
29. [T]
30. [T]
31. [T]
32. [T]
33. [T]
34. [T]
35. [T]