

## Over de waardevermindering van het certificaat

Door Bernard Poncé, 09/01/2023

Dit artikel vormt een aanvulling op mijn standpunt in het verslag *Understanding and Acting* dat beschikbaar is op [www.trioforum.be](http://www.trioforum.be), en met name op hoofdstuk 5 daarvan.

De cijfers tussen haakjes verwijzen naar de toelichting op bladzijde 8.

Dit artikel is een vertaling van het originele Franse artikel gemaakt met Deepl Pro. Er kunnen verschillen in betekenis bestaan. Mijn excuses hiervoor.

---

### Speel met oom Ben.



In de onderstaande lijst staat een indringer. Kun je het vinden?

- Intrinsieke waarde
- Waardevermindering
- Belastingvermindering
- Economische waarde
- Reële waarde
- Goed bestuur

Heb je het gevonden? Goed, je kunt beginnen met lezen. 😊

In haar e-mailbericht van 22 december heeft de bank onder meer de economische waardering van het certificaat op 60 euro (1 ) aangekondigd, op basis van dezelfde criteria als die welke voor 2021 zijn vastgesteld, met dit verschil dat ze (iets) preciezer zijn. Maar ze blijven grotendeels ondoorzichtig. Ik wil hier proberen enkele punten te verduidelijken, en vooral de tegenstrijdigheden en vragen die onbeantwoord blijven onder de aandacht te brengen.

## Het persbericht

De bank zegt dat zij *verplicht is te voldoen aan de eisen van de Nederlandse Belastingdienst. Daarom moet Triodos Bank, zoals zij regelmatig doet, de economische waarde - ook bekend als de "reële waarde" - van de certificaten aan het eind van het jaar aangeven bij de belastingdienst en bij de personen die deze in bezit hebben.*

Deze kleine tekst bevat verschillende concepten die moeten worden onderzocht en begrepen.

## Reële waarde

Wat is *de reële waarde*? Het is een boekhoudnorm die de activa en passiva van grote ondernemingen waardeert tegen hun marktwaarde op de balansdatum (2).

In wezen is deze waarde dus niet simpelweg de prijs die het bedrijf waard zou zijn als het zou worden doorverkocht. Het houdt ook rekening met allerlei elementen die buiten de onderneming liggen, maar die haar kunnen beïnvloeden (een oorlog, stijgende rente, negatief marktsentiment, enz.) In dit opzicht staat zij tegenover de *boekwaarde*, die alleen de activa en passiva van de onderneming omvat.

Laten we een concreet voorbeeld nemen: een koelkast! Je kocht het voor €300, wat de boekwaarde is. Je stopt er voor 50 euro aan goederen in. De boekwaarde stijgt tot 350 euro. Na verloop van tijd slijt het en raakt het beschadigd. Op een dag pas je het aan om het vrolijker te maken. Dan komt de tijd dat je het wilt verkopen. Maar hoe bepaal je de prijs? U houdt rekening met verschillende elementen: de aankoopprijs, de leeftijd en de aanpassing, maar ook het verbruik, gezien de huidige prijzen en, waarom niet, de inhoud. Gezien deze elementen adverteert u voor €200 en na een paar dagen biedt iemand u €150. Wat zijn haar waarden?

- de boekwaarde bedraagt 350 euro,
- de economische waarde (of reële waarde) bedraagt € 200
- en zijn marktwaarde is 150 euro.

In de praktijk is de boekwaarde van Triodos momenteel 88 euro, maar de reële waarde is 60 euro, volgens de schatting van de bank. En de marktwaarde ervan zal worden bepaald door de wet van vraag en aanbod op het toekomstige handelsplatform. Zij kan lager" of hoger zijn dan de reële of economische waarde.

## Een eerlijke waarde die uit de lucht komt vallen

Dit begrip *reële waarde* verscheen in het persbericht van Triodos van 21 december 2021. De bank motiveerde haar publicatie met het feit dat er in 2021 geen transacties waren geweest.

Allereerst moet worden opgemerkt dat dit niet helemaal juist is, aangezien er een notering was tot 5 januari 2021. Maar het klopt dat er op 31 december 2021 geen notering was. Sommige critici zullen erop wijzen dat het verrassend was dat het einde van de handelsperiode 2020 helemaal begin 2021 eindigde en niet eind 2020. Dit resulteerde in een marktconforme fiscale waardering voor 2020, namelijk 84 euro (uit het hoofd). En zo won de bank de facto een jaar voordat ze de kleur aankondigde.

In haar verklaring van 5 januari 2021 zei de bank: *...we moeten er nu van uitgaan dat de vroegere handelspatronen in de nabije toekomst waarschijnlijk niet zullen worden hersteld.* De bank wist dat het oude systeem van prijsstelling (volgens haar) zou of moest worden verlaten. Zij heeft destijds niets gezegd of uitgelegd over het begrip "waarde in het economisch verkeer", hoewel zij dat had moeten doen, zoals wij hieronder zullen zien. Waarom zou ze dat gedaan hebben?

## Belastingregeling

Kortom, hier zijn we met dit beroemde communiqué van eind december 2021, waarin alleen sprake is van een *administratieve korting*. In 2022 wordt dit een *economische waarde* of *reële waarde* op basis van fiscale vereisten, waarvan we de details niet kennen, hoewel dit zeer interessant zou zijn. In de tussentijd onthouden we dat de bank ons in 2022 vertelt dat ze *periodiek* de reële waarde verklaart. En we willen graag weten sinds wanneer?

Er zij op gewezen dat in 2019 en 2020 de boekwaarde (ook wel NAV (Net Asset Value) genoemd) aan de belastingdienst is meegedeeld, omdat er sprake was van een notering. Maar dit was geen echte notering, want niet de vrije markt bepaalde de waarde, maar de transacties werden georganiseerd tegen een prijs die door de bank op basis van de boekwaarde was vastgesteld. Aangezien deze boekwaarden door de Nederlandse belastingdienst als zodanig werden aanvaard als reële waarde, is dit het bewijs dat voor de belastingdienst de reële waarde ... elke waarde kan hebben! Bijgevolg zou de reële waarde die aan de belastingdienst moet worden meegedeeld perfect gelijk kunnen zijn aan de boekwaarde of een benaderende waarde. Dit is zelfs in het voordeel van de belastingdienst, aangezien de houders van Nederlandse certificaten op basis van de als waarde in het economisch verkeer aangegeven waarde vermogensbelasting moeten betalen!

Toch besluit de bank, ondanks deze elementen, plotseling en vreemd genoeg, met toestemming van de toezichthouders en de belastingdienst, eind 2021 een reële waarde te geven die 30% lager ligt, op basis van niet duidelijk omschreven criteria. Waarom?

## **Approximatie is mijn vreugde**

*Vermoedelijk met het oog op transparantie vertelt de bank ons eind 2022 dat de geschatte economische waarde voor een Triodos-aandeelbewijs per 1 januari 2023 is vastgesteld op 60 euro. Om deze waarde te bepalen hebben wij rekening gehouden met de adviezen van externe deskundigen van een internationaal accountants- en adviesbureau. De waardering is gebaseerd op in de financiële sector gebruikelijke waarderingmethoden. Het omvat een vergelijkende analyse met traditionele en impactbanken en houdt ook rekening met het veranderende renteklimaat en de huidige situatie met betrekking tot de aandelencertificaten van Triodos Bank.*

In de vragen/antwoorden in verband met haar persbericht van 21/12/21 gaf de bank aan dat zij de prijs van 59 euro had vastgesteld op *basis van onafhankelijk advies en precedentes in andere ondernemingen*, en in een andere vraag verduidelijkte zij haar verklaring met *advies van externe deskundigen, precedentes in andere ondernemingen en professioneel oordeel*. En schiet op! In de uitgave van 2022 wordt opnieuw enige toelichting gegeven, onder meer dat een vergelijking is gemaakt met impactbanken. We zijn blij dat te horen.

Er zij op gewezen dat het betoog weliswaar (iets) nauwkeuriger is dan in 2021, maar dat het vrij ondoorzichtig blijft omdat we niet weten wie de studie heeft uitgevoerd. Bovendien spreekt de bank de in augustus 2022 tegenover mij afgelegde verklaring tegen dat er geen vergelijking is gemaakt met conventionele banken, maar dat soortgelijke gevallen zijn onderzocht. Ik zou graag willen weten met welke impact banken in de wereld die niet beursgenoteerd zijn de bank vergeleken werd. En welke reële waarde passen ze toe voor hun boekhouding? Voor zover ik weet is het certificeringssysteem voor aandelen specifiek Nederlands, dus er kunnen niet veel vergelijkbare banken zijn...

Is het, gelet op het bovenstaande, niet billijk zich af te vragen waarom het begrip "waarde in het economisch verkeer" plotseling is toegepast en of het werkelijk moet worden toegepast?

## **Waar komt het begrip reële waarde vandaan?**

Dit begrip reële waarde is inherent aan een oude internationale boekhoudnorm, de IFRS (International Financial Reporting Standards) (3). Dankzij deze boekhoudnorm kunnen ondernemingen van voldoende omvang op internationaal niveau worden belicht, geanalyseerd en begrepen. Dat is handig, want zo wordt vermeden dat er evenveel boekhoudsystemen moeten worden bestudeerd als er landen zijn.

Deze standaard is natuurlijk in de loop der tijd geëvolueerd en de laatste, IFRS 9, is in 2019 door de bank aangenomen. Onthoud: dat jaar, in juni, werd de handel opgeschort terwijl de bank overschakelde van een zuiver Nederlandse boekhoudnorm naar IFRS. Men kan zich afvragen waarom de overstap?

Toegegeven, de bank heeft dit gerechtvaardigd met het oog op de *geleidelijke groei en internationalisering van Triodos Bank en in lijn met de ontwikkelingen in de bank-*

sector... (4). (4) Dit geldt ook al is de internationalisering van de bank al lange tijd stabiel (laatste externe locatie in Nederland: Duitsland in 2008).

Maar als je bedenkt dat IFRS verplicht is voor beursgenoteerde ondernemingen en **slechts een optie** voor niet-beursgenoteerde ondernemingen, vraag je je af welke voordelen de bank in de deal zou kunnen vinden? Misschien overweegt de bank nu al om nieuw kapitaal te zoeken op een internationale markt? Dan is het begrijpelijk dat het via een ander systeem dan het huidige voor certificaten zou moeten gaan. Volg mij...

Feit blijft *dat* de bank door haar keuze om op de IFRS over te stappen, heeft gekozen voor een waardering volgens deze nieuwe normen. Probleem: de IFRS-norm vereist het gebruik van de "reële waarde" (5). Daar gaan we!

Tijdelijke conclusie: de bank heeft er vrijwillig voor gekozen een reële waarde voor haar certificaten te hanteren. De vraag is, welke?

### **Een eerlijke waarde... zeer variabel**

De datum is 4 juli 2019. De bank komt uit de bevroeringsperiode voor certificaten na de overgang naar de IFRS. Overeenkomstig deze norm moet de bank een reële waarde bekendmaken. Maar wat gebeurt er? De waarde, die begin juni 83 € bedroeg, daalt tot... 82 € begin juli! En er is geen begrip van reële waarde of economische waarde of een van de termen die in het spel aan het begin van dit artikel zijn gebruikt, naar voren gebracht (6). Hij verklaarde alleen dat dit een schatting was, aangezien de IFRS-norm officieel op 1 januari 2020 moet worden toegepast.

En pas eind december 2021 bracht zij dit fair value-beginsel op tafel, eenzijdig en zonder enige waarschuwing of uitleg, afgezien van een tot dan toe ongedocumenteerde fiscale rechtvaardiging. Overwegende dat de bank in haar overwegingen destijds de waardedaling rechtvaardigde door het ontbreken van een transactie en dat zij deze "verklaring" een jaar later aanvulde door te benadrukken *dat de waardering was gebaseerd op in de financiële sector gebruikelijke waarderingmethoden en een vergelijkende analyse met traditionele en impactbanken omvatte* (7), mag men zich afvragen waarom dit niet reeds na de IFRS is gebeurd! Een notering in 2019 en een gedeeltelijke notering in 2020 verklaart niet dat er geen reële waarde is gepubliceerd! Aangezien de bank echter haar "economische" waarde publiceert, blijft zij een boekwaarde publiceren (de laatste is 88 euro).

Er is dus maar één mogelijke conclusie: in 2019 en 2020 schatte de bank de reële waarde gewoon gelijk aan de boekwaarde! En tenslotte is het logisch: de reële waarde houdt rekening met (o.a.) een notering op een vrije markt en de markt van de bank was en is dat niet. Dit interne noteringssysteem, al dan niet van toepassing, kon dus niet worden gebruikt om de reële waarde te bepalen.

Toch heeft de bank besloten dat de reële waarde voor 2021 moet worden verlaagd tot 59 euro. **Maar het enige dat anders is dan vorig jaar is de illiquiditeit van het aandeel!** Er is geen sprake van turbulente markten, rentetarieven, bankvergelijkingen of wat dan ook. Dit alles was al van toepassing in 2019 en 2020.

Maar zoals we hebben gezien, is het ontbreken van een interne notering (het systeem van de bank) niet relevant voor de toepassing van een andere reële waarde dan de boekwaarde, aangezien het juist een interne notering is die door de bank zelf is vastgesteld! De enige reden waarom de bank eind 2021 van gedachten verandert, kan dus alleen de geplande komst van de notering op een +/- vrije markt zijn, de beoemde MTF van Captin. Dit zal drie gevolgen hebben:

- de desoriëntatie en woede van vele houders
- een (onbedoelde maar zeer welkome) ongelijkheid van fiscale behandeling tussen houders
- de vermelding van een referentiewaarde voor de toekomstige MTF-markt

### **De zeer concrete theorie van de reële waarde**

Certificaathouders zullen zich wellicht herinneren dat de bank, wanneer zij een reële waarde (of een andere gelijkwaardige term) publiceert en daarover spreekt, er zorgvuldig op wijst dat dit geen indicatie is van de toekomstige waarde op de MTF.

Het ding heeft geen gebrek aan lucht en onze vrienden zijn behoorlijk opgeblazen! Want als het afdrucken van de juiste waarde op de rekeningafschriften van de houders geen concrete waarde in de hoofden van de mensen (en toekomstige exploitanten van het MTF) drukt, dan weet ik niet wat wel.

Maar het wordt nog beter, want na het opleggen van een korting van 30% heeft de bank in februari 2022 een programma voor de terugkoop van certificaten opgezet (8) tegen een reële waarde van... €59! Zij was dus bereid (zonder blikken of blozen) haar eigen effecten heel concreet terug te kopen tegen een door haar vastgestelde prijs. Zonder terug te komen op de inconsistentie van een dergelijke operatie, laten we afspreken dat als dit geen manier is om de spijker erin te slaan, ik nog steeds niet weet wat dan wel.

Tevens zij eraan herinnerd dat *Triodos Bank* in haar persbericht van 21 december 2021 heeft *besloten een administratieve korting van 30% toe te passen op de waarde van de aandeelbewijzen, uitsluitend voor fiscale doeleinden*. De bank legde ons toen uit dat dit een theoretische waarde was. Waarom dan aandelen terugkopen tegen €59? Dit is geen belastingtheorie meer! Sommige mensen vroegen zich zelfs af wie er baat had bij de misdaad? Mensen zijn gemeen, kom op...

### **Conclusie**

Wanneer men de geschiedenis van het beheer van de certificaatcrisis en zelfs de anterioriteit ervan in ogenschouw neemt, mag men zich afvragen: was de bank al vanaf 2019 (minstens) een beursnotering aan het voorbereiden?

De bank zal zich verdedigen, dat is zeker. En toch, moet het? Want zichzelf verdedigen is ook erkennen dat het niets heeft voorzien. Natuurlijk kon Covid dat niet zijn.

Maar het probleem van de interne rating was niet onbekend, verre van dat. Wat voor nut hadden de managers dan?

Wat mij betreft, als ik de elementen op hun plaats leg, zoals ik in dit artikel en in het licht van andere elementen in mijn verslag *Begrijpen en handelen heb gedaan*, moet ik vaststellen dat zij, als zij de bank niet vrijwillig wilden verplichten tot een externe notering, niettemin alle nodige maatregelen hebben genomen om daar geleidelijk aan te komen. De directie zou op zijn minst moeten beseffen dat het publiek er natuurlijk aan kan twijfelen dat dit slechts een reeks toevalligheden was. Helaas...

Is het serieus? Het hangt waarschijnlijk af van je standpunt. Maar wat zeker ernstig is, is de toepassing vóór de notering van een waardering van het certificaat tegen een met 30% verminderde reële waarde.

In het licht van wat we hebben gezien, en behoudens gedocumenteerde ontkenningen door de bank, blijf ik bij mijn dubbele positie:

- De bank was niet verplicht een verminderde reële waarde toe te passen: dit belette haar niet het publiek te waarschuwen voor een andere waardering op de MTF.
- De opeenvolging van gebeurtenissen leidt tot de vraag naar een verwachte oriëntatie van de toekomstige koers.

Ongeacht de doeleinden kan de vraag worden gesteld of de handeling vrijwillig is of niet. Met één probleem: als dat niet zo is, hebben we te maken met onbekwamen! En als dat zo is, volg dan je ogen...

In ieder geval zie ik in beide gevallen geen heil in het handhaven van het beheer zoals het is, want dan ben je er zeker van dat je in de toekomst, net als in het verleden, genaaid wordt, iets wat in mijn verslag breed wordt uitgemeten, ook al staat het iedereen vrij een andere mening te hebben.

Een weldenkende ziel zou zeggen dat we moeten handelen, samen, en dat in die zin het herwinnen van ons stemrecht uiterst nuttig zal zijn om het management (oud en nieuw) zijn verantwoordelijkheid te laten nemen.

Helaas is de menselijke geest wat hij is en hij houdt niet van verliezen. Optreden tegen het management is erkennen dat je op de een of andere manier bent bedrogen, en dus, impliciet en/of onbewust, dat je slechte keuzes hebt gemaakt. En niemand geeft graag toe dat hij slechte keuzes heeft gemaakt.

En we verliezen ook niet graag geld. Het idee zal dus zijn dat velen zo weinig mogelijk golven maken om te proberen zoveel mogelijk te herstellen. Voor mij is dit een slechte strategie die alleen het bed maakt van degenen die je vertellen dat het aanvallen van de bank is om haar te verzwakken, en dus om haar waarde te verminderen. Volgens hen schiet je jezelf in de voet. En het is waar.

Dit is zo waar dat ik hierboven niet het idee noemde om de bank aan te vallen, waarvan het doel en de missie behouden moeten blijven, maar om de directie te dwingen haar verantwoordelijkheid te nemen. Dit is verre van hetzelfde...

## Opmerkingen

(1) De geraamde economische waarde van een Triodos-aandeelbewijs is vastgesteld op 60 euro op 1 januari 2023. Om deze waarde te bepalen hebben wij rekening gehouden met de adviezen van externe deskundigen van een internationaal accountants- en adviesbureau. De waardering is gebaseerd op in de financiële sector gebruikelijke waarderingmethoden. Het omvat een vergelijkende analyse met traditionele en impactbanken en houdt ook rekening met het veranderende renteklimaat en de huidige situatie met betrekking tot de aandelencertificaten van Triodos Bank. (Ref: Triodos, Mail release to clients 22/12/2022).

(2) Het doel van de "waarde in het economisch verkeer" is de verbetering van de informatie die beschikbaar is voor de beleggers, die aldus elk jaar, halfjaar of zelfs kwartaal beschikken over een gedetailleerde evaluatie van hun potentiële meer- of minderwaarden en van het risicoprofiel van de betrokken vennootschappen. De reële waarde is begin jaren 2000 door de International Accounting Standards Board (IASB) gedefinieerd en in 2005 in Europa ingevoerd. (ref: [www.lafinancementous.com](http://www.lafinancementous.com))

(3) Deze internationale standaard voor jaarrekeningen werd gespecificeerd bij Verordening (EG) nr. 1606/2002, bekend als de "IAS-verordening", betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen. Deze door het Europees Parlement en de Raad aangenomen verordening is op 19 juli 2002 in het Publicatieblad bekendgemaakt. Artikel 4 van deze verordening bepaalt dat sinds 1<sup>er</sup> januari 2005 Europese beursgenoteerde ondernemingen verplicht zijn hun geconsolideerde jaarrekening overeenkomstig de IAS op te stellen.<sup>1</sup> Europese beursgenoteerde ondernemingen moeten hun geconsolideerde jaarrekening opstellen overeenkomstig de door de EU goedgekeurde internationale standaarden voor jaarrekeningen en de daarmee verband houdende interpretaties (SIC-interpretaties / IFRS IC-interpretaties).

(4) Persbericht van Triodos van 4 juni 2019.

(5) IFRS 9 schrijft voor dat een entiteit een financieel actief of een financiële verplichting in de balans moet opnemen wanneer zij partij wordt bij de contractuele bepalingen van het instrument. Bij eerste opname waardeert een entiteit een financieel actief of een financiële verplichting tegen reële waarde plus of min... (ref: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/>).

(6) De prijs van de certificaten van aandelen Triodos Bank (de Uitgifteprijs) is gebaseerd op een financieel model waaruit de berekende intrinsieke waarde van Triodos Bank (de NAV) gedeeld door het aantal certificaten wordt afgeleid (de NAV per certificaat). Dit betekent dat vanaf 1 januari 2020 de intrinsieke waarde (NAV) van Triodos Bank wordt berekend volgens IFRS. Triodos Bank heeft besloten dat de onder Dutch GAAP berekende Uitgifteprijs al in 2019 moet worden aangepast voor het geschatte effect dat IFRS zou hebben op de NAV van Triodos Bank en daarmee op de Uitgifteprijs, per de datum van het op dat moment laatst gepubliceerde prospectus. De aan- en verkoop van certificaten is daarom van 4 juni tot en met 3 juli 2019 opgeschort. Dit is gedaan om de goedkeuring van de Nederlandse toezichthouder op het nieuwe prospectus te verkrijgen en om de nieuwe uitgifteprijs te kunnen berekenen, rekening houdend met het geraamde effect van de voorgenomen overgang naar de boekhoudnorm IFRS. De uitgifteprijs onder Dutch GAAP, gecorrigeerd voor het geschatte IFRS-effect, is op 3 juli 2019 vastgesteld op EUR 82, in overeenstemming met het nieuwe prospectus. Dit was EUR 1,00 lager dan toen de handel op 4 juni 2019 werd opgeschort. Eind 2019 bedroeg de intrinsieke waarde per certificaat 83 euro. Vanwege wijzigingen in de waarderinggrondslagen onder Dutch GAAP is de vergelijkende intrinsieke waarde op 31 december 2018 aangepast van EUR 84 naar EUR 82 in lijn met de nieuwe waarderinggrondslagen (Ref: Triodos, Jaarverslag 2019, pagina's 29 - 30).

(7) Persbericht van Triodos van 22 december 2022.

(8) Deze operatie « A bridge too far » is uitvoerig beschreven in het verslag *Comprendre et Agir* dat beschikbaar is op het Trioforum, hoofdstuk 6.